



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**HUBUNGAN *PRICE-EARNINGS RATIO* (PER) DAN  
*CASH VALUE ADDED* (CVA) TERHADAP  
*RETURN SAHAM*  
(Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa  
Efek Indonesia Tahun 2008-2009)**

**SKRIPSI**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar  
Sarjana Ekonomi**

**EDRIATY NATALIA NAPITUPULU  
0806351161**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI AKUNTANSI  
DEPOK  
JANUARI 2012**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Skripsi ini adalah hasil karya saya sendiri,  
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk  
telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Edriaty Natalia N

NPM : 0806351161

Tanda Tangan :



Tanggal : 27 Januari 2012

## HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh

Nama : Edriaty Natalia N  
NPM : 0806351161  
Proram Studi : S1 Reguler Akuntansi  
Judul Skripsi : Hubungan *Price-Earnings Ratio* (PER) dan *Cash Value Added* (CVA) terhadap *Return Saham* (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2008-2009)

Telah berhasil dipertahankan dihadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : A.A.Ayu Ratna Dewi, S.E., M.Si

Ketua : Dwi Hartanti, S.E., M.Sc

Anggota : Evony Silvino, S.E., M.Com

(Palnata),  
(Dwi Hartanti),  
(Evony Silvino)

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 25 Januari 2012

## KATA PENGANTAR

Segenap puji dan syukur penulis panjatkan ke hadirat Tuhan Yesus Kristus, atas berkat dan karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan karya akhir ini. Adapun penulisan skripsi ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Universitas Indonesia.

Dalam menyusun karya akhir ini penulis mengalami beberapa kesulitan maupun hambatan, namun berkat dukungan semua pihak, akhirnya penulis dapat menyelesaikan karya akhir ini dengan baik dan tepat waktu. Penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu terselesaikannya skripsi ini, khususnya kepada:

- Kedua orang tua tercinta, Edwin Humasak Napitupulu dan Kemala Suriaty Nainggolan, serta ketiga adik penulis, Leady Marissa, Nataniel dan Hermanto. Terima kasih atas semua dukungan dan semangat yang diberikan kepada penulis dari awal hingga akhir. Love you full! ☺
- Ibu A.A.A. Ratna Dewi S.E., M.Si., Ak, selaku pembimbing skripsi penulis. Terima kasih atas ketersediaan Beliau menjadi pembimbing skripsi. Penulis juga sangat berterima kasih atas pikiran, waktu, tenaga yang Beliau berikan, serta atas ide, saran, maupun petunjuk yang sangat membantu penulis dalam menyelesaikan karya akhir ini.
- Dosen penguji, Ibu Dwi Hartanti, S.E., M.Sc dan Ibu Evony Silvino, S.E., M.Com, atas waktu yang disediakan untuk menguji penulis. Terima kasih juga atas saran yang diberikan untuk skripsi ini dan terutama untuk kesediannya untuk meluluskan penulis.
- Pak Tua dan Mak Tua Ika yang telah banyak membantu penulis selama masa kuliah.
- Samuel Krissandi, yang telah banyak membantu penulis selama masa kuliah dan pengerjaan skripsi. Yang mau mendengar semua keluhan kesah (walaupun kadang jadi dimarahin), memberi solusi, dan mengajarkan penulis untuk tidak mudah putus asa. Tak lupa si BMW B 6423 BTO yang selalu menemani kesana kemari dan berburu makanan di Depok, juga

laptop unyu yang berpindah kepemilikan selama skripsian haha. Makasih juga udah mengajarkan cara hitung Uji Vuong, tanpa ente, uji Vuong ga ada di skripsi ini. Pinter sih, haha. Sukses terus buat kita yaa! Amiiiiinn. ☺

- Kartika Sofia (yang minta 1 nomer), teman sesama konyol dan semenjana bertiga sama Sam selama mengerjakan skripsi haha. Mak! Akhirnyaaa kita bisa selesai skripsinya setelah semua kesuraman melandaa. Saat orang nge-run data, kita masih input dan cengengesan doang! Wak wak wak (hina ga sih? :D). Ga akan lupa gimana kita bertiga ngerjain di pojok perpustakaan sambil foto ala umpalumpa hahaha. We did it!
- Sahabat tercinta Monita, Christy, Esther, Tika, yang selalu nyampah bareng melepas penat. Bakal kangen banget waktu kita ngegosip di kosan, cerita ini itu, ketawa ceria selalu kalo udah ngumpul, karaokean, nonton dvd. Huaaa, kita harus saling menyokong terus yaaah ☺. Akhirnya teman-temaan, kita lulus 3,5 tahun! Sukses terus buat kita!
- Geng parbada Becca, Bang Santa, Elsa, dan Rini. Makasih buat keceriaan dan pertenggaran ala parbada kita selama inii haha. Semoga kalian tetap parbada dan aku tetap kalem hehehe. Horas inang!
- Teman-teman seperjuangan lainnya, Arnold, Ingan, Ben, Doro, Angel, teman-teman PO, dan teman-teman FEUI lainnya, makasih banyak yaaah.
- Organisasi dan kepanitiaan yang telah mengajarkan banyak hal kepada penulis. Trimakasih Studi Profesionalisme Akuntansi (SPA), 7th Economix, ATV 2009, Success 2010, dan kepanitiaan lainnya.
- Bapak dan Ibu Perpustakaan yang rajin kasi diskon denda, Birpen, Bapak Depok yang membantu urusan printilan skripsi, Bapak Labkom, karyawan FEUI lainnya, serta pihak-pihak lain yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Akhir kata, semoga karya akhir ini dapat bermanfaat bagi siapapun yang membaca dan menginspirasi penelitian-penelitian selanjutnya.

**Edriaty Natalia N**

Depok, Januari 2012

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

---

---

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Edriaty Natalia N

NPM : 0806351161

Program Studi : S1 Reguler

Departemen : Akuntansi

Fakultas : Ekonomi

Jenis Karya : Skripsi

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul :


**Hubungan *Price-Earnings Ratio* (PER) dan *Cash Value Added* (CVA)  
Terhadap *Return Saham* (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang  
Terdaftar di BEI Tahun 2008-2009)**

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta. Demikian Pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok

Pada tanggal : Januari 2012

Yang menyatakan

  
(Edriaty Natalia N)

## ABSTRAK

Nama : Edriaty Natalia N  
Proram Studi : S1 Reguler Akuntansi  
Judul : Hubungan *Price-Earnings Ratio* (PER) dan *Cash Value Added* (CVA) terhadap *Return Saham* (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2008-2009)

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh alat ukur kinerja *price-earnings ratio* (PER) dan *cash value added* (CVA) terhadap *return* saham. Dalam penelitian ini, PER mewakili pengukuran kinerja tradisional (*accounting based*) dan CVA mewakili metode pengukuran kinerja berdasarkan nilai (*value based*), yang merupakan pengembangan dari metode tradisional. Karena itu, penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui apakah CVA lebih baik dalam menjelaskan *return* saham dibandingkan dengan PER. Sampel yang digunakan adalah 84 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dari tahun 2008-2009, dengan jumlah observasi 155. Pengujian dilakukan dengan metode *ordinary least square*. Untuk membandingkan PER dan CVA, pendekatan yang digunakan adalah *relative information content* dan *incremental information content*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa PER dan CVA memiliki hubungan yang signifikan dengan *return* saham perusahaan. Pengujian untuk membandingkan *information content* PER dan CVA membuktikan bahwa CVA lebih baik dalam menjelaskan *return* saham dibandingkan PER.

Kata kunci :  
*price-earnings ratio* (PER), *cash value added* (CVA), *return* saham

## ABSTRACT

Name : Edriaty Natalia N  
Study Program : S1 Regular Accounting  
Title : Relationship of Price-Earnings Ratio (PER) and Cash Value Added (CVA) on Stock Returns (Empirical Study of Manufacturing Companies Listed in Indonesian Stock Exchange Year 2008-2009)

Purpose of this study is to examine the effect of price-earnings ratio (PER) and cash value added (CVA) on stock returns. In this study, PER represents accounting based or traditional performance measure and CVA represents value based, which is the improvement of traditional method. Therefore, this study also aims to determine whether CVA is better in explaining stock returns than PER. Sample used in this research are 84 manufacturing companies listed in Indonesian Stock Exchange from 2008 to 2009 with 155 number of observations. This study uses Ordinary Least Square method. Relative and incremental information content approach are used to compare PER and CVA in explaining stock returns. The test result shows that PER and CVA have significant relationship with the company's stock returns. Test used to compare the information content of PER and CVA proves that CVA is better than PER in explaining stock returns.

Key words:  
price-earnings ratio (PER), cash value added (CVA), stock returns



## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS .....	ii
HALAMAN PENGESAHAN .....	iii
KATA PENGANTAR .....	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI .....	vi
ABSTRAK .....	vii
DAFTAR ISI .....	ix
DAFTAR TABEL .....	xii
DAFTAR GAMBAR .....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN .....	xiii

### **BAB I PENDAHULUAN**

1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	7
1.3 Tujuan Penelitian .....	7
1.4 Manfaat Penelitian .....	7
1.5 Batasan Penelitian .....	8
1.6 Sistematika Penulisan .....	9

### **BAB II TINJAUAN PUSTAKA**

2.1 Pasar Modal .....	10
2.1.1 Teori Efisiensi Pasar Modal .....	11
2.2 Teknik Analisis Saham .....	12
2.3 <i>Return</i> Saham .....	13
2.4 Laporan Keuangan sebagai Media Informasi .....	15
2.5 Metode Penilaian Kinerja .....	17
2.5.1 Metode Penilaian Kinerja Tradisional .....	18
2.5.1.1 <i>Price-Earnings Ratio</i> (PER) .....	20

2.5.2	Metode <i>Value Based Management</i> (VBM) .....	21
2.5.2.1	<i>Economic Value Added</i> (EVA) .....	23
2.5.2.2	<i>Cash Value Added</i> (CVA) .....	26
2.5.2.2.1	<i>Cost of Capital</i> .....	29
2.5.2.2.1.1	<i>Cost of Debt</i> .....	30
2.5.2.2.1.2	<i>Cost of Equity</i> .....	30
2.6	Penelitian Terdahulu .....	31
2.6.1	Hubungan PER dengan <i>Return Saham</i> .....	31
2.6.2	Hubungan CVA dengan <i>Return Saham</i> .....	33
2.7	Pengembangan Hipotesis .....	34

### **BAB III METODE PENELITIAN**

3.1	Kerangka Pemikiran .....	36
3.2	Sampel Penelitian .....	37
3.3	Metode Pengumpulan Data .....	39
3.4	Model Penelitian dan Operasionalisasi Variabel .....	39
3.4.1	Model Peneliatian .....	39
3.4.1.1	Model <i>Price-Earnings Ratio</i> (PER) .....	40
3.4.1.2	Model <i>Cash Value Added</i> (CVA) .....	40
3.4.1.3	Metode untuk Membandingkan PER dan CVA.....	41
3.4.2	Definisi Operasional Variabel .....	44
3.4.2.1	Variabel Dependan .....	44
3.4.2.2	Variabel Independen .....	44
3.4.2.2.1	<i>Price-Earnings Ratio</i> (PER) .....	44
3.4.2.2.2	<i>Cash Value Added</i> (CVA) .....	45
3.4.2.3	Variabel Kontrol .....	50
3.5	Metode Pengolahan Data .....	51
3.6	Uji Asumsi Klasik .....	53
3.6.1	Multikolinearitas .....	53
3.6.2	Heteroskedastisitas .....	53

## **BAB IV PEMBAHASAN**

4.1	Deskriptif Statistik .....	56
4.2	Uji Asumsi Klasik .....	58
4.2.1	Uji Multikolinearitas .....	58
4.2.2	Uji Heteroskedastisitas .....	59
4.3	Analisis Hasil Regresi .....	60
4.3.1	Model <i>Price-Earnings Ratio</i> (PER) .....	60
4.3.2	Model <i>Cash Value Added</i> (CVA) .....	63
4.3.3	Uji F .....	65
4.3.4	Uji Koefisien Deteminasi ( $R^2$ ) .....	66
4.4	Membandingkan Model PER dan CVA .....	66
4.4.1	<i>Relative Information Content</i> .....	66
4.4.1.1	Model PER .....	67
4.4.1.1.1	Uji White .....	67
4.4.1.1.2	Hasil Regresi <i>Univariate</i> PER .....	67
4.4.1.2	Model CVA .....	67
4.4.1.2.1	Uji White .....	67
4.4.1.2.2	Hasil Regresi <i>Univariate</i> CVA .....	68
4.4.1.3	Membandingkan <i>Adjusted R-squared</i> .....	68
4.4.1.4	<i>Vuong Test</i> .....	69
4.4.2	<i>Incremental Information Content</i> .....	70
4.4.2.1	Uji Multikolinearitas .....	70
4.4.2.2	Uji White .....	70
4.4.2.3	Hasil Regresi Persamaan <i>Multivariate</i> PER dan CVA ....	71

## **BAB V KESIMPULAN DAN SARAN**

5.1	Kesimpulan .....	72
5.2	Keterbatasan Penelitian .....	74
5.3	Saran .....	74

<b>DAFTAR REFERENSI</b> .....	<b>75</b>
-------------------------------	-----------

## DAFTAR TABEL

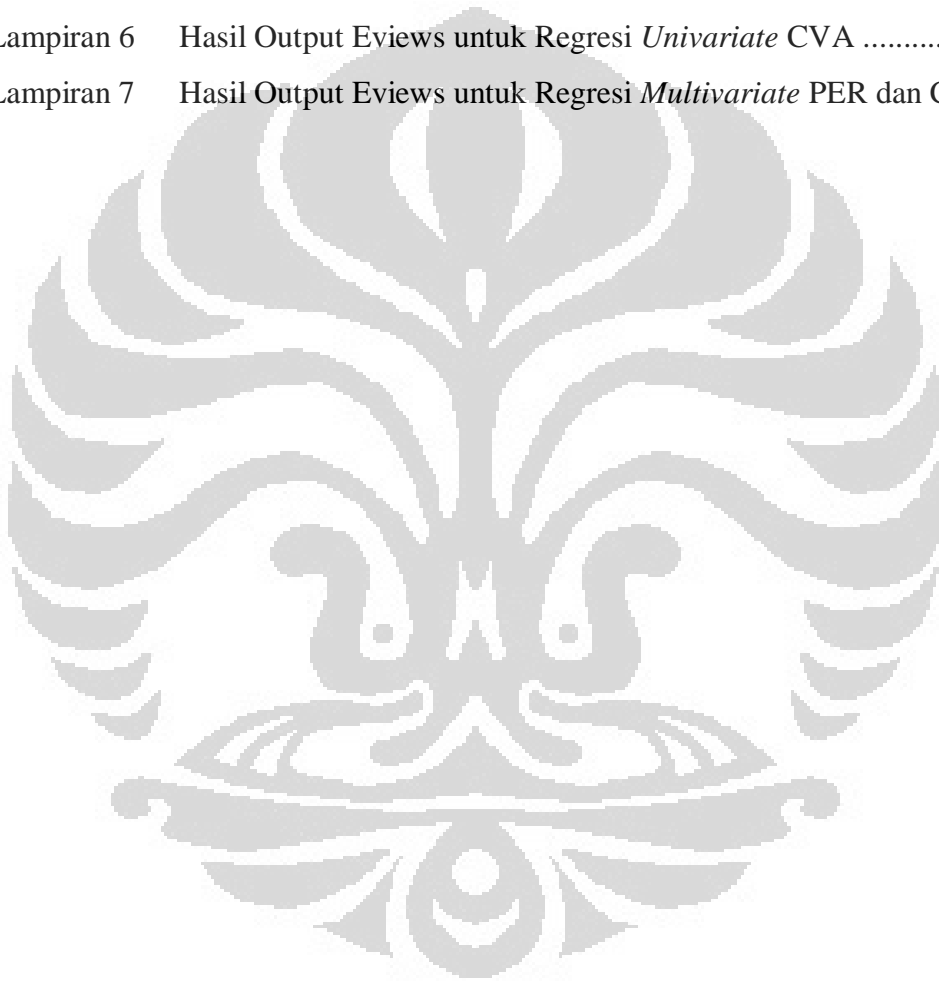
Tabel 3.1 Pemilihan Sampel Penelitian.....	38
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif Data .....	56
Tabel 4.2 Tabel Uji Multikolinearitas untuk Model PER .....	58
Tabel 4.3 Tabel Uji Multikolinearitas untuk Model CVA .....	59
Tabel 4.4 Uji White Model PER .....	60
Tabel 4.5 Uji White Model CVA .....	60
Tabel 4.6 Tabel Hasil Regresi untuk Model PER .....	61
Tabel 4.7 Tabel Hasil Regresi untuk Model CVA .....	63
Tabel 4.8 Uji White <i>Univariate</i> Model PER .....	67
Tabel 4.9 Hasil Regresi <i>Univariate</i> Model PER .....	67
Tabel 4.10 Uji White <i>Univariate</i> Model CVA .....	68
Tabel 4.11 Hasil Regresi <i>Univariate</i> Model CVA .....	68
Tabel 4.12 Perbandingan <i>Adjusted R-squared</i> .....	68
Tabel 4.13 Hasil Statistik Z Vuong .....	69
Tabel 4.14 Uji Multikolinearitas Persamaan <i>Multivariate</i> PER dan CVA .....	70
Tabel 4.15 Uji White Persamaan <i>Multivariate</i> PER dan CVA .....	70
Tabel 4.16 Hasil Regresi <i>Multivariate</i> PER dan CVA .....	71

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1 Kerangka Pemikiran .....	37
-------------------------------------	----

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Daftar Sampel Perusahaan Manufaktur 2008-2009 .....	80
Lampiran 2	Data Sampel dan Variabel .....	83
Lampiran 3	Hasil Output E-Views pada Model <i>Price-earnings Ratio</i> (PER)...	87
Lampiran 4	Hasil Output E-Views pada Model <i>Cash Value Added</i> (CVA)....	89
Lampiran 5	Hasil Output Eviews untuk Regresi <i>Univariate</i> PER .....	91
Lampiran 6	Hasil Output Eviews untuk Regresi <i>Univariate</i> CVA .....	92
Lampiran 7	Hasil Output Eviews untuk Regresi <i>Multivariate</i> PER dan CVA..	93



# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Pasar modal merupakan tempat dimana berbagai instrumen keuangan diperjualbelikan. Berdasarkan Undang-Undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995, pasar modal diartikan sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Instrumen keuangan yang diperdagangkan dalam pasar modal antara lain saham, obligasi atau surat utang, reksadana (*mutual funds*), dan berbagai produk derivatif seperti opsi saham, *futures*, *warrant*, dan lain-lain.

Pasar modal berperan besar dalam menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan suatu negara, termasuk di Indonesia. Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal telah menggariskan bahwa pasar modal mempunyai posisi yang strategis dalam pembangunan ekonomi nasional. Pasar modal menjadi sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi pemerintah, sekaligus sebagai sarana bagi masyarakat untuk melakukan kegiatan investasi.

Pemilik dana atau investor banyak yang tertarik untuk berinvestasi di pasar modal karena ingin mendapatkan keuntungan yang lebih besar daripada yang didapatkan dari tabungan atau deposito. Namun keuntungan yang lebih besar ini sejalan dengan risiko yang dihadapi. Investasi di pasar modal tidak dijamin oleh pemerintah, sehingga suatu waktu investor dapat merugi karena investasinya tidak bernilai sama sekali. Tabungan, deposito, dan bentuk investasi bebas risiko lainnya, meskipun bunganya kecil, cukup aman karena dijamin pemerintah melalui Lembaga Penjamin Simpanan (LPS). Semakin besar risiko investasi, semakin besar pula potensi keuntungannya. Kerena itu, meskipun instrumen keuangan di pasar modal menjanjikan keuntungan yang lebih besar, investor perlu berhati-hati dalam mempertimbangkan perusahaan tempat dia akan berinvestasi.

Salah satu instrumen keuangan yang aktif diperjualbelikan di pasar modal adalah saham. Saham merupakan bukti kepemilikan atau penyertaan modal seseorang dalam suatu perusahaan. Bentuk saham adalah selembar kertas yang menyatakan bahwa pemilik kertas adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat tersebut. Pemegang saham ini berhak atas keuntungan yang diperoleh perusahaan. Karena itu, salah satu faktor penting yang menjadi pertimbangan investor dalam memilih saham perusahaan untuk berinvestasi atau untuk mempertahankan saham yang dimiliki adalah dengan melihat *stock return* atau tingkat pengembalian saham perusahaan.

*Return* atau tingkat pengembalian saham merupakan manfaat atau keuntungan yang diterima investor atas investasinya dalam perusahaan. Menurut Jogiyanto (2003), *return* saham dapat dibedakan menjadi *return* realisasi yang merupakan *return* yang telah terjadi dan *return* ekspektasi yang diharapkan akan diperoleh investor di masa mendatang. Menurut Jones (2002), *return* saham dapat berupa *yield*, yaitu kas yang dibayarkan secara periodik (dalam bentuk dividen) dan *capital gain* yaitu selisih antara harga pembelian dengan penjualan. Dengan mengabaikan dividen, *return* dapat dihitung dengan melihat selisih harga saham periode berjalan dengan periode sebelumnya (Ross, 2003). Karena dihitung berdasarkan harga saham perusahaan yang seringkali naik turun, nilai *return* tidak pasti setiap tahunnya, tergantung kinerja perusahaan. Adanya ketidakpastian ini kemudian mendorong investor menggunakan berbagai cara atau metode untuk memilih saham perusahaan yang tepat untuk meminimalkan risiko investasi.

Untuk memutuskan memilih atau mempertahankan investasinya di suatu perusahaan, investor akan menilai kinerja perusahaan tempatnya berinvestasi menggunakan berbagai metode. Penilaian kinerja ini dilakukan atau dihitung berdasarkan nilai-nilai yang tercantum pada laporan keuangan yang diterbitkan perusahaan. Kinerja perusahaan ini merupakan gambaran atau indikator yang menunjukkan kelayakan sebuah saham dipilih sebagai instrumen investasi. Saham perusahaan dianggap layak bila dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham, yang tercermin dari peningkatan harga atau *return* saham perusahaan tersebut. Idealnya, kinerja perusahaan berbanding lurus dengan kesejahteraan pemegang

sahamnya. Artinya, semakin baik kinerja perusahaan, maka kesejahteraan atau kekayaan pemegang saham juga meningkat (Yubardini, 2005). Oleh karena tujuan utama investor adalah memaksimalkan *return*, maka dibutuhkan suatu pengukuran kinerja berhubungan dengan *return*, yang menggambarkan kesejahteraan pemegang saham.

Sebelumnya telah dikenal berbagai metode tradisional dalam mengukur kinerja perusahaan melalui rasio keuangan seperti rasio likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas, dan lain-lain. Salah satu rasio keuangan yang sering digunakan oleh investor atau analis adalah *Price-Earnings Ratio* (PER). Menurut Simon (1999), PER menggunakan kombinasi informasi eksternal (harga saham) dan internal (laba per saham) dan merupakan yang paling diminati oleh analis sekuritas dan manajer keuangan. PER menggambarkan seberapa besar pasar menghargai kinerja perusahaan yang dinilai dari laba per sahamnya. Pada umumnya, rasio PER yang tinggi menunjukkan ekspektasi investor yang tinggi terhadap pertumbuhan laba di masa depan. Namun PER yang tinggi juga dapat disebabkan karena rendahnya laba per saham. PER yang tinggi juga menunjukkan bahwa harga saham terlalu mahal terhadap labanya. Hal ini akan menyebabkan investor kurang berminat membeli saham dengan nilai PER tinggi, sehingga PER tinggi dapat menurunkan harga dan *return* saham. Fama dan French (1992) dan Hejazi dan Oskouei (2007), telah membuktikan bahwa PER berhubungan dengan *return* saham perusahaan.

Kelebihan dari pengukuran tradisional berdasarkan rasio ini adalah kemudahan dalam perhitungannya. Sedangkan kelemahannya adalah pengukuran ini dinilai masih sederhana dan tidak dapat mengukur kinerja perusahaan secara akurat karena rasio keuangan yang dihasilkan sangat bergantung pada metode atau perlakuan akuntansi yang digunakan. Menurut Urbanczyk (2005), hal ini disebabkan karena data yang digunakan adalah data akuntansi yang tidak terlepas dari penafsiran/estimasi yang dapat mengakibatkan timbulnya berbagai macam distorsi sehingga kinerja keuangan perusahaan tidak terukur secara tepat dan akurat. Selain itu, pengukuran tradisional ini tidak memperhitungkan biaya modal sehingga sulit untuk mengetahui apakah perusahaan yang diukur berhasil



menciptakan nilai atau tidak. Menurut Hamilton (1977) dalam Biddle et al (1997), para ekonom telah mempertimbangkan bahwa untuk menciptakan nilai, sebuah perusahaan harus mendapat hasil yang lebih besar dari biaya modal ekuitas dan hutangnya.

Untuk mengatasi berbagai keterbatasan dalam pengukuran kinerja keuangan tradisional, dikembangkanlah suatu pemikiran atau konsep pengukuran berdasarkan nilai yang dikatakan mampu menjelaskan kinerja saham perusahaan secara lebih akurat, yakni pengukuran kinerja keuangan berdasarkan nilai (*value based*) yang dikenal dengan *Value Based Measurement* (VBM) (Erasmus, 2008). VBM ini memasukkan biaya modal dalam perhitungannya. Menurut Young dan O'Byrne (2001), dengan memasukkan biaya modal (*cost of capital*) perusahaan dalam perhitungannya, VBM dapat diaplikasikan untuk mengevaluasi potensi penciptaan nilai (*value-creating*) dari perusahaan. VBM pada dasarnya menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham jika laba yang diperoleh lebih besar daripada biaya modal yang dikeluarkan, sehingga dasar perhitungannya adalah mengurangi laba dengan biaya modal.

Pengukuran kinerja perusahaan berdasarkan nilai (VBM) ini yang cukup dikenal diantaranya adalah *Economic Value Added* (EVA) dan *Cash Value Added* (CVA). Konsep EVA merupakan suatu konsep penilaian kinerja perusahaan yang dikembangkan oleh Stem Stewart & Co, sebuah perusahaan konsultan manajemen keuangan di Amerika Serikat (Biddle, 1997). Perhitungannya adalah dengan mengurangi laba bersih operasional setelah pajak (NOPAT) dengan biaya modal. Dalam menghitung EVA dilakukan sejumlah penyesuaian atas laba bersih dan total kapital perusahaan dengan tujuan untuk menghilangkan distorsi akuntansi yang terkandung dalam laporan keuangan. Penyesuaian tersebut dikenal dengan ekuivalen ekuitas. Namun penyesuaian ini menyebabkan perhitungan EVA menjadi rumit. Beberapa penelitian juga membuktikan bahwa EVA tidak meningkatkan nilai pemegang saham [Biddle et al (1997) ; Chen dan Dodd (2001)]. Biddle et al (1997) dan Nurdin (2007) juga menemukan bahwa EVA juga tidak lebih unggul dalam menjelaskan *return* saham dibandingkan *earning* (*accounting profit*).

Kerumitan perhitungan EVA mendorong dikembangkannya metode penilaian lain yang dinilai lebih baik, antara lain *Cash Value Added (CVA)*. Konsep CVA dikembangkan oleh Boston Consulting Group (Hejazi dan Oskouei, 2007). Perbedaannya dengan EVA adalah CVA menggunakan aliran kas dari operasi untuk mengukur pendapatan perusahaan, kemudian mengurangkannya dengan nilai depresiasi aset dan biaya modal. Metode ini menunjukkan seberapa besar perusahaan dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham dengan melihat perbedaan antara kas dari hasil operasi dengan nilai depresiasi aset dan biaya modalnya. Karena menggunakan aliran kas yang benar-benar dihasilkan dari kegiatan operasi, CVA lebih tidak terdistorsi oleh prinsip akuntansi yang digunakan dalam laporan keuangan (Young dan O'Byrne, 2001). Semakin besar nilai CVA, maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham.

Menurut Wirawan (1998), CVA lebih akurat dalam merefleksikan besarnya kekayaan yang didapat pemegang saham dibandingkan EVA karena tidak terpengaruh oleh perbedaan prinsip-prinsip akuntansi. Perhitungannya juga tidak serumit perhitungan EVA yang memerlukan berbagai macam penyesuaian. Karena itu, penilaian kinerja perusahaan berdasarkan CVA ini baik digunakan investor untuk mempertimbangkan dan memilih saham perusahaan untuk berinvestasi.

Beberapa penelitian terdahulu telah membuktikan bahwa CVA memiliki hubungan dengan *return* saham perusahaan. Pablo Fernandez (1999) menganalisis 100 perusahaan paling menguntungkan di dunia menggunakan *return* saham dan menemukan bahwa terdapat hubungan antara *return* saham perusahaan dengan peningkatan CVA. Hejazi dan Oskouei (2007) juga membuktikan bahwa CVA berhubungan dengan *return*. Erasmus (2008) membandingkan CVA, *residual income (RI)*, EBEI dan OCF membuktikan bahwa CVA berhubungan dengan *return* dan menyediakan informasi yang lebih baik daripada RI.

Di Indonesia, penelitian mengenai CVA belum banyak dilakukan. Beberapa penelitian terkait CVA dan *return* saham dilakukan oleh Sari (2006) terhadap perusahaan publik yang terdaftar di BEI periode 1999-2005. Penelitian tersebut membuktikan bahwa CVA dapat membedakan perusahaan dengan *return* positif dan negatif. Namun dalam penelitian tersebut, metode analisis yang dilakukan hanyalah uji beda secara statistik menggunakan *independent-samples t test*. Karena itu, untuk lebih lanjut, perlu dilakukan penelitian dengan metode analisis regresi. Penelitian terkait CVA juga dilakukan oleh Nurdin (2007), yang membandingkan kandungan informasi EVA, CVA, NI, dan OCF terhadap *return* saham menggunakan pendekatan *relative information content* dan *incremental information content*. Hasil penelitian tersebut tidak dapat membuktikan keunggulan CVA dalam menjelaskan *return* karena koefisien CVA berlawanan dengan hipotesis, yakni bernilai negatif.

Penelitian ini penting untuk memberi gambaran mengenai pengaruh *price-earnings ratio* (PER) sebagai metode pengukuran sederhana berdasarkan rasio (*accounting based*) dan *cash value added* (CVA) sebagai metode pengukuran berdasarkan nilai terhadap *return* saham perusahaan. Karena dalam menilai perusahaan dan mengukur kinerja dapat diukur berdasarkan nilai ekonomi dan akuntansi (Hejazi dan Oskouei, 2007), maka dalam penelitian CVA dan PER adalah proxy untuk model ekonomi dan akuntansi. Penelitian ini juga memberi gambaran mengenai CVA, sebagai alat ukur kinerja yang dikembangkan untuk mengatasi kelemahan alat ukur tradisional, apakah lebih baik daripada PER yang mewakili metode tradisional dalam menjelaskan *return* saham.

## 1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, maka masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah:

- a. Apakah *Price-Earnings Ratio* (PER) memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *return* saham?
- b. Apakah *Cash Value Added* (CVA) memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *return* saham?
- c. Apakah *Cash Value Added* (CVA) lebih baik daripada *Price-Earnings Ratio* (PER) dalam menjelaskan *return* saham?

## 1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris mengenai:

- a. Pengaruh negatif *Price-Earnings Ratio* (PER) terhadap *return* saham.
- b. Pengaruh positif *Cash Value Added* (CVA) terhadap *return* saham.
- c. Keunggulan *Cash Value Added* (CVA) dalam menjelaskan *return* saham jika dibandingkan dengan *Price-Earnings Ratio* (PER).

## 1.4 Manfaat Penelitian

Dengan dilakukannya penelitian mengenai hubungan *Cash Value Added* (CVA) dan *Price-Earnings Ratio* (PER) terhadap *return* saham, diharapkan penelitian ini dapat memperoleh hasil yang dapat dimanfaatkan oleh pihak-pihak berikut:

- a. Investor

Penelitian ini diharapkan dapat membantu investor dalam mempertimbangkan dan memutuskan pilihan investasi saham di pasar modal. Hasil dari penelitian ini diharapkan memberikan gambaran kepada

investor bahwa metode penilaian kinerja *cash value added* (CVA) signifikan dan lebih baik daripada *price earnings ratio* (PER) untuk memprediksi *return* saham.

b. Perusahaan

Penelitian ini memberi gambaran dan pandangan baru bagi perusahaan bahwa *cash value added* (CVA) berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu emiten untuk mempertimbangkan nilai apa saja di laporan keuangan yang harus ditingkatkan perusahaan agar dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang sahamnya dan menarik investor.

c. Akademisi

Diharapkan dapat membantu peningkatan pemahaman mengenai pengaruh *cash value added* (CVA) dan *price-earnings ratio* (PER) terhadap *return* saham dan mana yang terbaik dalam menjelaskan *return* saham. Penelitian ini juga diharapkan memperkaya referensi mengenai pengaruh CVA dan PER terhadap *return* saham.

### **1.5 Batasan Penelitian**

Penelitian ini dibatasi pada perusahaan-perusahaan di industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2008-2009. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan emiten, data terkait harga saham di BEI dan Yahoo Finance, tingkat inflasi dari website Bank Indonesia, dan klasifikasi industri berdasarkan *Indonesian Capital Market Directory* 2008 dan 2009.

## 1.6 Sistematika Penulisan

Adapun sistematika penulisan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- **Bab I : Pendahuluan**

Bab ini menjelaskan latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan, manfaat penelitian, serta metodologi penelitian.

- **Bab II : Landasan Teori**

Bab ini akan menguraikan mengenai tinjauan pustaka, landasan teori yang dipakai dalam tulisan ini, serta penelitian terdahulu. Hal ini akan digunakan untuk merumuskan hipotesis penelitian.

- **Bab III : Metode Penelitian**

Bab ini berisi kerangka pemikiran, pengembangan hipotesis, model penelitian beserta operasionalisasi variabel, serta metode pemilihan sampel dan pengolahan data atas sumber data yang ada.

- **Bab IV : Analisis dan Pembahasan**

Bab ini berisi gambaran umum sampel penelitian dan analisis terhadap pengolahan data yang telah dilakukan pada bab sebelumnya yang terdiri dari deskriptif statistik, pembahasan, interpretasi penelitian, dan analisis sensitivitas. Interpretasi hasil penelitian ini akan memberikan jawaban atas permasalahan dari penelitian ini, apakah sesuai dengan hipotesis awal atau tidak.

- **Bab V : Penutup**

Sebagai penutup dari penulisan ini, seluruh dari hasil perhitungan dan analisa data akan dirangkum dalam bab ini. Selain itu, akan diberikan saran-saran sebagai pengembangan lanjutan dari penelitian ini.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Pasar Modal

Pasar modal merupakan tempat bertemunya pihak yang kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana. Di pasar modal, berbagai instrumen keuangan jangka panjang seperti saham, obligasi atau surat utang, reksadana (*mutual funds*), dan berbagai produk derivatif (opsi saham, *futures*, *warrant*, dan lain-lain) diperjualbelikan. Berdasarkan Undang-Undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995, pasar modal diartikan sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Pasar modal memungkinkan perusahaan memperoleh sumber pembiayaan jangka panjang dari instrumen-instrumen keuangan dalam berbagai surat berharga.

Dalam berinvestasi di pasar modal, investor berusaha memaksimalkan pengembalian yang diharapkan dari investasinya dengan tingkat risiko tertentu yang dapat diterima. Setiap instrumen keuangan memiliki tingkat risiko yang berbeda-beda, sehingga tingkat *return* yang ditawarkan setiap instrumen juga berbeda-beda. Karena itu, untuk memilih instrumen dalam berinvestasi di pasar modal, investor memerlukan pertimbangan yang matang.

Salah satu instrumen yang aktif diperjualbelikan di pasar modal adalah saham. Pemegang saham memperoleh keuntungan atas investasinya dari *return* saham berupa dividen dan *capital gain*. *Return* saham ini bersifat tidak pasti. Menurut Sari (2006), pembagian dividen belum tentu dilakukan tiap tahunnya karena kebijakan dividen merupakan wewenang manajemen dan dipengaruhi berbagai faktor seperti ketersediaan kas, pertumbuhan perusahaan, rencana ekspansi perusahaan dan tarif pajak yang berlaku. Sedangkan *return* yang berasal dari *capital gain* sangat ditentukan oleh fluktuasi harga saham di pasar modal.

Menurut Weston dan Birgham (1993), harga saham di pasar modal ditentukan oleh berbagai faktor seperti proyeksi laba per lembar saham saat diperoleh laba, tingkat risiko dari proyeksi laba, proporsi hutang perusahaan terhadap ekuitas, kebijakan pembagian dividen, pajak dan keadaan bursa saham. Harga saham ini merefleksikan informasi yang tersedia di pasar. Dalam pasar modal yang efisien, setiap informasi yang muncul akan terefleksikan sepenuhnya dalam harga sekuritas. Harga saham dapat mengalami perubahan positif atau negatif sesuai dengan informasi yang ada.

### 2.1.1 Teori Efisiensi Pasar Modal

Efisiensi pasar modal merupakan salah satu indikator untuk menentukan kualitas suatu pasar modal. Teori efisiensi pasar modal atau yang dikenal dengan *efficient market hypothesis* adalah sebuah teori investasi yang menyatakan bahwa tidak mungkin untuk mengalahkan pasar karena efisiensi pasar saham disebabkan oleh adanya harga saham untuk selalu bekerja sama dan merefleksikan semua informasi (Bodie, 2002). Bila pasar efisien artinya harga merefleksikan semua informasi relevan yang diberikan perusahaan. Hal ini berarti dalam pasar yang efisien, secara rata-rata, investor tidak mungkin menggunakan informasi tersebut dalam membuat keputusan jual beli suatu sekuritas untuk memperoleh *abnormal profit*.

Menurut konsep ini, terdapat tiga bentuk efisiensi pasar modal, yakni:

- a. *Weak-form efficiency*, menunjukkan bahwa harga saham merefleksikan semua informasi volume dan harga di masa lalu. Dalam keadaan ini investor tidak dapat memperoleh tingkat keuntungan yang lebih tinggi dari keadaan normal secara konsisten dengan menggunakan informasi harga di masa lalu.
- b. *Semi-strong form efficiency* adalah keadaan yang tidak hanya mencerminkan harga-harga diwaktu lalu, tetapi juga informasi yang dipublikasikan. Karena itu, dalam keadaan ini, investor tidak dapat



memperoleh keuntungan di atas normal dengan memanfaatkan informasi publik.

- c. *Strong-form efficiency*, dicapai jika harga tidak hanya mencerminkan informasi harga diwaktu lalu dan informasi yang dipublikasikan, tetapi juga informasi yang dapat diperoleh dari analisis fundamental tentang perusahaan dan perekonomian serta informasi-informasi lain yang tidak atau belum dipublikasikan. Dalam keadaan semacam ini, tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik mengenai harga saham, sehingga tidak ada investor yang dapat memperoleh keuntungan yang lebih daripada orang lain.

## 2.2 Teknik Analisis Saham

Dalam mengambil keputusan untuk melakukan investasi pada saham, investor selalu mempertimbangkan faktor perolehan dan risiko (*risk and return*). Selain pertumbuhan tingkat pengembalian (*return*) saham, risiko berupa fluktuasi dan ketidakpastian juga dipertimbangkan. Karena itu, analisis saham dibutuhkan untuk menentukan kelas risiko dan perolehan surat berharga sebagai dasar keputusan investasi.

Analisis saham dilakukan berdasarkan sejumlah informasi yang diterima investor atas jenis saham tertentu. Analisis ini dilakukan untuk melihat dan meramal pergerakan harga saham. Menurut Jones (2002), terdapat dua pendekatan dalam menganalisis saham yang paling dikenal, yakni analisis fundamental (*fundamental approach*) dan analisis teknikal (*technical approach*).

### 1. Analisis Fundamental

Analisis fundamental merupakan teknik analisis saham yang mempelajari tentang keuangan mendasar dan fakta ekonomi dari perusahaan sebagai langkah penilaian saham perusahaan. Analisis fundamental menggunakan informasi akuntansi untuk analisis historis atas kondisi internal perusahaan. Asumsi yang digunakan adalah harga saham yang terjadi merupakan

refleksi dari informasi mengenai saham tertentu. Hal ini terjadi apabila efisiensi pasar modal sekurang-kurangnya dalam bentuk setengah kuat. Para investor yang mengambil keputusan berdasarkan faktor fundamental ini biasanya cenderung lebih senang menghindari risiko (*risk averse*).

Dalam menerapkan analisis fundamental ini pada praktiknya akan selalu mengasumsikan bahwa pembentukan harga suatu saham dipengaruhi oleh berita yang datangnya secara acak (*random walk*) dan harga saham akan secara cepat menyesuaikan dengan keadaan berita tersebut. Sehingga analisis fundamental akan lebih tepat digunakan apabila kondisi pasar modal berada dalam tingkat efisiensi setengah kuat dan kuat.

## 2. Analisis Teknikal

Analisis teknikal merupakan teknik analisis saham yang dilakukan dengan menggunakan data historis mengenai pergerakan harga saham di bursa dalam pola grafik dan kemudian digunakan sebagai model pengambilan keputusan. Penawaran dan permintaan akan digunakan untuk memprediksi tingkat harga mendatang dan pergerakannya. Analisis teknikal merupakan teknik analisis yang paling banyak dilakukan oleh para investor.

Asumsi yang digunakan dalam analisis teknikal adalah bahwa apa yang terjadi di pasar sudah menggambarkan sebagian dari kondisi pasar saat itu, kemudian harga saham bergerak dalam tren tertentu, dan pola pergerakan harga saham pada diagram dapat berulang kembali.

### 2.3 Return Saham

*Return* saham adalah keuntungan yang dinikmati investor atas investasi saham yang dilakukannya. Menurut Jogiyanto (2003), *return* dapat dibedakan menjadi *realized return* dan *expected return*, dimana *realized return* merupakan *return* berdasarkan data historis yang sering digunakan sebagai salah satu pengukuran kinerja dan *expected return* yang merupakan harapan akan *return* di masa mendatang. *Return* yang diterima oleh pemegang saham dapat berasal dari

*dividend* dan *capital gain* (Ross, 2003). Dividen adalah pembagian laba atau keuntungan yang bersifat periodik kepada pemegang saham berdasarkan proporsi saham yang dimiliki. *Capital gain* adalah keuntungan yang diterima dari selisih antara harga jual dan harga beli saham. Perusahaan memperoleh *capital gain* positif jika harga saham sekarang ( $P_t$ ) yang dimiliki lebih tinggi dari harga saham periode sebelumnya ( $P_{t-1}$ ). Sebaliknya, jika harga saham sekarang lebih rendah dari periode sebelumnya, maka perusahaan mengalami *capital loss* (Ross, 2003).

Dalam penelitian, biasanya yang menjadi objek penelitian adalah *return* yang berasal dari *capital gain* penjualan saham karena dividen memiliki sifat yang tetap sehingga tidak relevan dijadikan bahan penelitian. *Return* saham suatu perusahaan dapat ditentukan dengan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \frac{[P_{i,t} - P_{i,t-1}]}{P_{i,t-1}}$$

Dimana:

$P_{i,t}$  = Harga saham perusahaan i pada waktu t

$P_{i,t-1}$  = Harga saham perusahaan i pada waktu t-1

Menurut Adenso dalam Hidayat (2009), kinerja suatu saham dapat digunakan sebagai salah satu cara untuk mengukur efisiensi perusahaan. Jika harga saham merefleksikan seluruh informasi mengenai perusahaan di masa lalu, sekarang, dan yang akan datang, maka kenaikan harga saham dapat dianggap sebagai indikasi perusahaan yang efisien. Kenaikan harga saham berarti memberikan *return* positif bagi pemegang saham. *Return* saham yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mampu meningkatkan kekayaan pemegang saham atau investor.

Perubahan harga saham dipengaruhi oleh jumlah permintaan dan penawaran saham di bursa saham. Faktor yang mempengaruhi aktivitas permintaan dan penawaran tersebut antara lain adalah informasi keuangan yang

terdapat dalam laporan keuangan perusahaan, yang menjadi dasar bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi.

#### **2.4 Laporan Keuangan sebagai Media Informasi**

Salah satu sumber informasi yang utama bagi investor untuk mengetahui kondisi keuangan perusahaan tempat dia berinvestasi adalah laporan keuangan yang dikeluarkan oleh perusahaan tersebut. Laporan keuangan dibuat untuk mempertanggungjawabkan kegiatan perusahaan terhadap pemilik dan memberi informasi mengenai posisi keuangan yang telah dicapai perusahaan. Menurut Hidayat (2006), laporan keuangan merupakan hasil dari suatu proses akuntansi yang dapat digunakan sebagai alat untuk berkomunikasi dengan pihak yang berkepentingan mengenai kondisi keuangan dan hasil operasi perusahaan dan selanjutnya disajikan sebagai dasar pengambilan keputusan bagi para pemakai laporan keuangan.

Bagi para analis dan investor, laporan keuangan merupakan media yang paling penting untuk menilai prestasi dan kondisi ekonomis suatu perusahaan. Laporan keuangan ini menyediakan informasi mengenai posisi keuangan perusahaan, kinerja, serta perubahan posisi keuangan perusahaan.

Berdasarkan PSAK No.1, laporan keuangan yang lengkap terdiri atas:

- a. Neraca, yaitu laporan yang menunjukkan keadaan keuangan suatu perusahaan pada tanggal tertentu;
- b. Laporan Laba Rugi, yaitu laporan yang menunjukkan hasil usaha dan biaya-biaya selama suatu periode akuntansi;
- c. Laporan Perubahan Ekuitas, yaitu laporan yang menunjukkan sebab-sebab perubahan ekuitas dari jumlah pada awal periode menjadi jumlah ekuitas pada akhir periode.

- d. Laporan Arus Kas, menunjukkan arus kas masuk dan keluar perusahaan yang dibedakan menjadi arus kas operasi, arus kas investasi, dan arus kas pendanaan.
- e. Catatan atas Laporan Keuangan

Pemakai laporan keuangan antara lain meliputi investor sekarang dan investor potensial, karyawan, pemberi pinjaman, pemasok dan kreditor usaha lainnya, pelanggan, pemerintah serta lembaga-lembaganya, dan masyarakat (Kerangka Dasar Penyajian Laporan Keuangan, PSAK). Selain itu disebutkan juga bahwa informasi posisi keuangan dan kinerja di masa lalu seringkali digunakan sebagai dasar untuk memprediksi posisi keuangan dan kinerja masa depan dan hal-hal lain yang langsung menarik perhatian pemakai, seperti pembayaran dividen dan upah, pergerakan harga sekuritas dan kemampuan perusahaan untuk memenuhi komitmennya ketika jatuh tempo.

Dalam *Statement of Financial Accounting Concepts*, dinyatakan bahwa tujuan dari penyajian laporan keuangan antara lain (Kieso, 2006):

- a. Bermanfaat bagi investor, kreditor dan pemakai lainnya dalam membuat keputusan yang rasional mengenai investasi, kredit dan keputusan lain.
- b. Membantu investor, kreditor dan pengguna lainnya yang ada sekarang maupun potensial dalam menilai jumlah, waktu, dan ketidakpastian mengenai penerimaan kas di masa depan dalam bentuk dividen atau bunga serta hasil penjualan, *redemption*, atau jatuh tempo atas sekuritas atau pinjaman.
- c. Menggambarkan sumber daya ekonomi dari perusahaan, klaim atas sumber daya tersebut serta pengaruh transaksi, kejadian dan keadaan yang dapat mempengaruhi sumber daya itu dan klaim terhadap sumber daya tersebut.

Sejalan dengan kepentingan investor yang ingin berinvestasi dalam bentuk surat berharga khususnya saham, maka informasi laporan keuangan berguna untuk melihat keuntungan yang dapat direalisasikan melalui tindakan yang akan diambil

berdasarkan informasi itu. Atas dasar laporan keuangan sebagai media informasi inilah investor mendapatkan gambaran tentang bagaimana kondisi atau kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan menggunakan rasio-rasio keuangan.

## 2.5 Metode Penilaian Kinerja

Tujuan utama dari sebuah perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang sahamnya (Erasmus, 2008). Untuk menilai kemampuan perusahaan mengelola sumber daya yang dimilikinya dalam rangka meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, diperlukan suatu alat atau metode penilaian kinerja.

Pengukuran kinerja keuangan bermanfaat untuk memberikan informasi mengenai tampilan tentang kondisi keuangan perusahaan selama periode tertentu. Menurut Horngren (2007:372), pengukuran kinerja keuangan bertujuan untuk mengukur kinerja bisnis dan manajemen dibandingkan dengan tujuan dan sasaran perusahaan. Menurut Estrella (2003) dalam Nurdin (2007), telah berkembang 2 macam model penelitian untuk mengukur *shareholder value creation*, yaitu *accounting model* dan *economic model*.

Awalnya, metode pengukuran kinerja dikenal adalah metode tradisional yang berdasarkan angka-angka akuntansi (*accounting based*). Metode ini meliputi perhitungan laba akuntansi dan rasio-rasio keuangan. Metode tradisional ini kemudian dinilai memiliki kelemahan-kelemahan sehingga dikatakan kurang dapat mengukur kinerja perusahaan secara akurat (Fernandez, 2002). Pengukuran berdasarkan rasio keuangan sangatlah bergantung pada metode atau prinsip akuntansi yang digunakan dalam menyusun laporan keuangan, sehingga kurang mencerminkan keadaan perusahaan yang sebenarnya dan kurang relevan dalam membandingkan kinerja antar perusahaan.

Selanjutnya, untuk mengatasi kelemahan pada metode pengukuran tradisional, dikembangkanlah metode penilaian kinerja yang berdasarkan konsep *value based measurement* (VBM) seperti *economic value added* (EVA) dan *cash value added* (CVA).

### 2.5.1 Metode Penilaian Kerja Tradisional

Metode yang paling sering digunakan untuk mengukur kinerja keuangan adalah rasio keuangan, yang dihitung berdasarkan angka-angka akuntansi di dalam laporan keuangan perusahaan. Pengukuran ini dilakukan dengan melihat parameter akuntansi standar seperti tingkat laba, pendapatan, arus kas operasional, dan menghitung rasio dari laporan keuangan (Sari, 2006).

Rasio keuangan diperoleh dari hasil perbandingan satu pos laporan keuangan dengan pos lainnya yang berhubungan. Rasio tersebut dapat membantu dalam menilai prestasi manajemen masa lalu dan prospeknya di masa depan. Menurut Ross, et al (2006), terdapat 5 jenis rasio keuangan, yakni:

a. Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Dari sini dapat terlihat seberapa efisien perusahaan menggunakan asetnya dan melakukan operasinya. Contoh rasio yang termasuk dalam kategori ini adalah: *Net Profit Margin* (NPM), *Return on Asset* (ROA), dan *Return on Equity* (ROE).

b. Rasio Likuiditas

Rasio ini memberikan informasi mengenai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya saat jatuh tempo. Likuiditas juga menggambarkan seberapa cepat suatu aktiva dapat dikonversi menjadi kas. Contoh rasio likuiditas antara lain: *Current Ratio* (CR) dan *Quick Ratio* (QR).

c. Rasio Solvabilitas

Rasio ini digunakan untuk melihat kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya atau kewajiban-kewajibannya apabila perusahaan dilikuidasi. Contoh rasio solvabilitas antara lain *Debt to Equity Ratio* (DER), *Debt to Total Asset* (DTA), dan *Times Interest Earned Ratio* (TIER).

d. Rasio *Leverage*

Rasio *leverage* mengukur seberapa besar hutang yang digunakan untuk membiayai kegiatan operasional dan investasi perusahaan. Dari rasio ini dapat diketahui proporsi hutang dan struktur pendanaan perusahaan dan risiko atas hutang yang dipergunakan tersebut. Contoh rasio *leverage* adalah *debt to total assest ratio*, *debt to equity ratio*, dan lain-lain.

e. Rasio Pasar

Rasio ini mengukur perkembangan nilai perusahaan terhadap nilai pasar. Rasio ini menunjukkan informasi penting perusahaan yang diungkapkan dalam basis per saham. Sudut pandang rasio ini lebih banyak berdasar pada sudut investor atau calon investor, meskipun pihak manajemen juga berkepentingan terhadap rasio-rasio ini. Rasio pasar terdiri atas *dividend per share*, *Earnings per Share* (EPS), *Price Earnings Ratio* (PER), *Price to Book Value* (PBV), dan lain-lain.

Rasio keuangan sering digunakan oleh para investor untuk menilai kinerja perusahaan karena perhitungannya yang sederhana. Namun pendekatan ini memiliki sejumlah kelemahan. Standar akuntansi yang digunakan dalam menghitung laba perusahaan dapat menyebabkan berbagai macam distorsi sehingga kinerja perusahaan tidak dapat diukur dengan tepat. Distorsi tersebut berasal dari penggunaan berbagai metode pencatatan yang berbeda dan adanya berbagai macam estimasi, misalnya estimasi umur ekonomis aset, nilai sisa aset, dan penyisihan piutang tak tertagih. Selain itu, pengukuran kinerja tradisional tidak memasukkan biaya kapital dalam perhitungan (Erasmus, 2008). Dengan



demikian akan sulit untuk menentukan apakah perusahaan telah menciptakan *value* bagi pemegang saham, karena bila perusahaan mempunyai biaya kapital yang lebih besar daripada laba yang diperolehnya maka sebenarnya perusahaan tersebut tidak mampu menghasilkan keuntungan.

### 2.5.1.1 Price Earnings Ratio (PER)

Rasio keuangan dalam penelitian ini diwakili oleh *price earnings ratio* (PER). Pendekatan ini merupakan rasio antara harga saham yang berlaku di pasar modal dengan tingkat keuntungan bersih yang tersedia bagi para pemegang saham. Menurut Simon (1999), pendekatan *price earnings ratio* (PER) merupakan pendekatan yang banyak digunakan oleh para analis sekuritas dan manajer keuangan untuk menilai suatu saham, karena menggunakan kombinasi informasi eksternal (harga saham) dan internal (laba per saham). *Price earnings ratio* merupakan hubungan antara pasar saham dengan *earnings per share* saat ini yang digunakan secara luas oleh investor sebagai panduan umum untuk mengukur nilai saham.

Rumus untuk menghitung PER adalah:

$$PER = \frac{\text{Stock price}}{EPS}$$

Dimana:

*Stock Price* = Harga saham perusahaan pada akhir tahun

EPS = *Earnings per share* (laba per lembar saham) perusahaan

PER menunjukkan seberapa besar investor bersedia membayar untuk setiap rupiah laba perusahaan. Pada umumnya, nilai PER yang tinggi menunjukkan prospek pertumbuhan laba perusahaan di masa depan sehingga investor rela membayar lebih mahal. Namun PER yang terlalu tinggi juga dapat disebabkan karena rendahnya laba per saham. PER yang tinggi juga menunjukkan bahwa harga saham terlalu mahal terhadap labanya sehingga dapat menyebabkan

kurangnya minat investor untuk membeli saham dengan nilai PER tinggi, sehingga PER tinggi dapat menurunkan harga dan *return* saham. PER yang rendah bukan berarti kinerja perusahaan buruk. PER yang rendah dapat disebabkan oleh harga saham yang rendah atau karena meningkatnya laba bersih perusahaan. Jadi semakin rendah PER, semakin murah saham untuk dibeli dan semakin baik pula kinerja per lembar saham dalam menghasilkan laba. Penelitian yang dilakukan oleh Basu (1977) dan Fama dan French (1992) membuktikan bahwa PER yang rendah menghasilkan *return* yang tinggi, sedangkan PER yang tinggi menghasilkan *return* yang rendah.

Faktor yang mempengaruhi PER:

- a. Tingkat rasio laba yang dibayarkan sebagai dividen, dikenal dengan istilah *dividend payment ratio* (DPR). Faktor ini berpengaruh positif terhadap PER karena dapat mempengaruhi harga saham secara positif terutama jika investor berorientasi pada pendapatan dividen.
- b. Tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal dikenal dengan istilah *rate of return* ( $r$ ). Faktor ini berhubungan negatif dengan PER karena apabila keuntungan yang diperoleh atas suatu saham lebih kecil dari yang disyaratkan ( $r$ ), maka akan menurunkan harga saham.
- c. Pertumbuhan dividen dikenal dengan istilah *growth* ( $g$ ). Faktor ini berpengaruh positif karena peningkatan dividen dapat dijadikan sebagai prospek perusahaan yang baik.

### 2.5.2 Metode *Value Based Measurement*

*Value based measurement* (VBM) merupakan metode pengukuran kinerja berdasarkan nilai yang dikembangkan para peneliti untuk mengatasi kelemahan-kelemahan dari pengukuran tradisional (Erasmus, 2008). Metode ini memasukkan biaya modal dalam perhitungannya, sehingga dapat digunakan untuk menghitung pertambahan nilai pada perusahaan. Konsepnya adalah nilai (*value*) dapat tercipta

jika perusahaan yang menginvestasikan modalnya dapat memperoleh *return* melebihi *cost of capital* (Syahputra, 2001).

*Value based* ini sebenarnya bukan merupakan konsep baru. Konsep ini merupakan pengembangan dari *residual income*, yaitu selisih antara pendapatan yang diperoleh dengan biaya modal yang dikeluarkan (Yubardini, 2005). Menurut Simms (2001) dalam Ameels (2002), *value based management* pada dasarnya merupakan pendekatan manajemen untuk menjalankan tujuan perusahaan memaksimalkan nilai pemegang saham dengan menghasilkan pengembalian (*return*) yang lebih besar dari biaya modalnya.

Kelebihan dari penggunaan metode *value based* dibandingkan pengukuran akuntansi tradisional antara lain adalah menghitung laba relatif terhadap modalnya, melakukan penyesuaian untuk menghilangkan pengaruh distorsi yang berasal dari inflasi dan standar akuntansi, serta memasukkan unsur risiko bisnis dalam perhitungan. Menurut Young dan O'Byrne (2001), dengan memasukkan biaya modal (*cost of capital*) perusahaan dalam perhitungannya, VBM dapat diaplikasikan untuk mengevaluasi potensi penciptaan nilai (*value-creating*) dari perusahaan

Karena VBM pada dasarnya menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham jika laba yang diperoleh lebih besar daripada biaya modal yang dikeluarkan, maka dasar perhitungannya adalah mengurangi laba dengan biaya modal. Menurut Grant (2003) dalam Erasmus (2008), jika pengembalian yang dihasilkan perusahaan melebihi biaya modalnya, maka perusahaan tersebut memiliki pengembalian positif (*positive net present value*) dan karena itu meningkatkan nilai pemegang saham.

*Value* (nilai) dari suatu perusahaan merupakan fungsi dari investasi, aliran kas, umur ekonomis aset, dan biaya modal, sehingga pengukuran nilai perusahaan yang baik adalah yang mencakup keempat variabel tersebut (Yubardini, 2005). Menurut Weissneder (1998), terdapat empat pengukuran utama dalam VBM, yakni *economic value added* (EVA), *cash value added* (CVA), *cash flow return on investment* (CFROI), dan *shareholder value analysis* (SVA). Menurut Malmi

(2001), metode yang paling umum digunakan adalah *economic value added* (EVA) dan *cash value added* (CVA).

### 2.5.2.1 *Economic Value Added* (EVA)

*Economic value added* (EVA) adalah salah satu pengukuran berdasarkan nilai yang paling dikenal. Metode ini dikembangkan oleh Stern Steward & Co. Konsep dari EVA adalah perusahaan akan menciptakan kekayaan bagi pemegang sahamnya bila laba bersih setelah pajak (*net operating profit after tax*, NOPAT) lebih besar dari biaya modal (Sari, 2002).

Rumus untuk menghitung EVA adalah:

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{NOPAT} - \text{Biaya modal} \\ &= \text{NOPAT} - (r \times \text{total modal}) \end{aligned}$$

Dimana:

NOPAT = *net operating profit after tax* (laba operasi setelah pajak)

r = tingkat biaya modal, yang merupakan rata-rata tertimbang dari biaya modal (WACC)

Total modal = total modal, yang terdiri dari hutang dan ekuitas

Dalam menghitung EVA, dilakukan beberapa penyesuaian untuk menghilangkan distorsi akuntansi yang terkandung dalam laporan keuangan. Penyesuaian ini dilakukan terhadap NOPAT dan total modal perusahaan dan disebut dengan ekuivalen ekuitas. Penyesuaian terhadap nilai buku tersebut membuat nilai buku modal berubah menjadi nilai modal yang sebenarnya dimiliki perusahaan dan NOPAT menjadi lebih akurat dalam merefleksikan aliran kas yang dihasilkan dari operasi perusahaan.

Dalam buku *The Quest For Value* (Stewart, 1991), seperti yang dikutip oleh Yubardini (2005), terdapat 164 macam penyesuaian yang dapat dilakukan. Tetapi dalam praktik, hanya perlu dilakukan sekitar 5-10 penyesuaian saja, atau bila menginginkan hasil yang lebih akurat dapat dilakukan 15-20 penyesuaian.

Beberapa ekuivalen ekuitas yang dapat dilakukan antara lain:

1. *Deferred income tax reserve*

*Deferred income tax reserve* merupakan kumulatif perbedaan pajak yang dicatat secara akuntansi dengan pajak yang telah dibayarkan. Dengan menambahkan peningkatan *deferred taxes* ke dalam laba, maka NOPAT hanya akan terbebani oleh pajak yang benar-benar dibayar.

2. *LIFO reserve*

*LIFO reserve* merupakan perbedaan nilai antara perhitungan persediaan dengan metode FIFO dan LIFO. *LIFO reserve* menunjukkan seberapa besar penurunan nilai (*understated*) persediaan karena menggunakan metode FIFO. Penambahan *LIFO reserve* pada kapital akan merubah penilaian persediaan dari metode LIFO menjadi FIFO, sehingga lebih mencerminkan keadaan perusahaan yang sebenarnya.

3. Akumulasi amortisasi *goodwill*

Dengan menambahkan akumulasi amortisasi *goodwill* ke dalam kapital dan menambahkan amortisasi per periode ke dalam NOPAT, maka aliran kas yang sebenarnya akan terefleksikan.

4. *Unrecorded goodwill*

Bila akuisisi dilakukan dengan metode *pooling of interest* maka *goodwill* tidak akan tercatat. Karena nilai akuisisi yang sebenarnya tidak dicatat, maka tingkat pengembalian akan *overstated*. Untuk itu, *goodwill* yang tidak tercatat ini ditambahkan ke dalam kapital.

### 5. *Intangible*

Nilai kapitalisasi dari *intangible assets* ditambahkan ke dalam total kapital, sedangkan perubahan setiap periodenya ditambahkan ke dalam NOPAT.

### 6. *Successful efforts to full cost*

Perusahaan yang menggunakan metode pencatatan *successful effort* akan menghasilkan perhitungan tingkat pengembalian yang *overstated*. Karena itu, perlu dilakukan penyesuaian dengan mengubah metode pencatatan menjadi metode *full cost*.

### 7. *Equity equipment reserve* lainnya

Untuk mendekati kepada aliran kas yang sebenarnya, masih banyak penyesuaian lain yang dapat dilakukan. Contohnya, *bad debt reserve*, *inventory obsolesce*, *warranties*, *deferred income reserve*. Bila hal tersebut merupakan bagian dari operasional perusahaan, maka *reserve* tersebut merupakan ekuivalen ekuitas. Namun jika tidak terjadi secara periodik, maka tidak perlu dilakukan penyesuaian.

Stern Steward & Co. mengklaim bahwa EVA lebih baik dari pengukuran pengukuran akuntansi tradisional, karena dapat menghilangkan distorsi akuntansi. Berbagai penelitian juga telah membuktikan bahwa EVA berhubungan dengan *return* saham, yakni penelitian Garvey & Milbour pada tahun 2000. Penelitian oleh Worthington & West (2004), juga membuktikan bahwa EVA memiliki korelasi dengan *return* saham.

Namun metode EVA ini memiliki kelemahan, yakni sulitnya memilih ekuivalen ekuitas. Setiap industri membutuhkan penyesuaian yang berbeda-beda, tergantung sifat industrinya. Penyesuaian ini juga membuat perhitungan EVA menjadi kompleks dan rumit. EVA juga tidak dapat dipakai dalam semua industri. Stern Steward Co. menyatakan bahwa EVA baik diterapkan untuk perusahaan sektor jasa dan manufaktur, namun kurang cocok untuk institusi finansial dan perusahaan yang baru berdiri. Kelemahan lainnya adalah kesulitan dalam mengestimasi biaya kapital.

Berbagai penelitian telah membuktikan bahwa metode EVA kurang akurat dalam mengukur kinerja perusahaan. Biddle (1997), menyimpulkan bahwa EVA bukanlah pengukur kinerja terbaik dikaitkan dengan *return* saham perusahaan. Hidayat (2006) dalam penelitiannya terhadap 121 perusahaan yang terdapat di BEJ untuk tahun 2001-2003, juga menyimpulkan bahwa EVA bukanlah yang paling baik dalam menjelaskan imbal hasil saham dibandingkan pengukuran kinerja lain.

### 2.5.2.2 Cash Value Added (CVA)

Metode *cash value added* (CVA) merupakan jenis lain pengukuran kinerja berdasarkan nilai yang dikembangkan oleh Boston Consulting Group. Metode CVA memiliki konsep yang mirip dengan EVA. Perbedaan dari keduanya adalah CVA menggunakan aliran kas dari operasi sebagai dasar perhitungan laba perusahaan.

Menurut Martin (2000) dalam Erasmus (2008), CVA memiliki semua manfaat dari EVA dan mencoba memperbaikinya dengan memilih menggunakan *cash flow* daripada *net income* atau *profit*, karena *net income* mengandung distorsi akibat penggunaan prinsip akuntansi. Selain itu, CVA menambahkan depresiasi dan akrual ke NOPAT dalam menghitung aliran kas dari operasi yang termasuk dalam CVA. Dengan ditambahkan depresiasi kembali, maka pengukuran ini tidak terpengaruh oleh kebijakan depresiasi perusahaan.

Rumus perhitungan CVA adalah:

$$\begin{aligned} \text{CVA} &= \text{Operating Cash Flow} - (\text{Depresiasi ekonomis} + \text{Biaya kapital}) \\ &= \text{Operating Cash Flow} - \{\text{Depresiasi ekonomis} + (k \times \text{Total kapital})\} \end{aligned}$$

Dimana:

*Operating Cash Flow* = alir kas yang berasal dari kegiatan operasi

Depresiasi ekonomis = alokasi beban depresiasi akibat penggunaan aset tetap perusahaan yang dilakukan setiap tahunnya sepanjang umur aset tersebut.

$k$  = tingkat biaya kapital (*cost of capital*), yakni batas minimum tingkat hasil yang harus dicapai perusahaan (*minimum required rate of return*) agar perusahaan tidak dinyatakan merugi

Total kapital = total hutang jangka pendek dan jangka panjang yang memiliki beban bunga, ditambah dengan nilai ekuitas

Aliran kas dari operasi, yang dijadikan sebagai dasar perhitungan laba pada metode CVA, merupakan jumlah uang yang benar-benar diperoleh perusahaan dari aktivitas operasi perusahaan. Dengan hanya melihat pada aliran kas yang benar-benar terjadi, maka distorsi akuntansi dapat dihilangkan.

Depresiasi ekonomis adalah jumlah yang harus disisihkan setiap tahunnya selama umur ekonomis dari aset, dimana jumlah seluruh penyisihan pada akhir umur ekonomis sama dengan nilai aset tersebut. Depresiasi ekonomis disini bukan berarti perusahaan harus menyisihkan sejumlah uangnya untuk mengganti asetnya di masa mendatang, melainkan semacam *benchmark* dari hasil operasi perusahaan pada periode tersebut (Yubardini, 2005).

Secara umum, nilai CVA yang tinggi menguntungkan bagi perusahaan dan investor karena hal tersebut menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas dari satu periode ke periode berikutnya, dengan menciptakan keuntungan yang likuid.

Menurut penemu konsep CVA (*Boston Consulting Group*), dalam Nurdin (2007), keunggulan kinerja dengan menggunakan konsep CVA dibandingkan EVA adalah:

1. CVA mengontrol depresiasi, maka dengan menggunakan CVA dapat fokus pada apa yang menjadi alat dalam menciptakan profitabilitas.



2. CVA dapat mengeliminasi distorsi akuntansi yang masih mungkin timbul dengan menggunakan EVA karena merefleksikan keuntungan yang benar-benar diperoleh perusahaan dalam bentuk uang.
3. Investor biasanya lebih tertarik dengan *cashflow* dibandingkan dengan *income*.

Keunggulan CVA lainnya adalah :

- Dibandingkan EVA, perhitungan CVA lebih sederhana karena tidak memerlukan penyesuaian-penyesuaian seperti ekuivalen ekuitas dalam EVA.
- Data-data yang diperlukan dalam perhitungan CVA merupakan data yang terdapat dalam laporan keuangan dan lebih mudah didapatkan.

Kelemahan CVA:

- Depresiasi ekonomis dihitung berdasarkan asumsi-asumsi umur ekonomis aset, perkiraan laju inflasi selama umur ekonomis aset, dan tingkat biaya modal tidak berubah selama umur ekonomis tersebut. Perbedaan asumsi-asumsi yang digunakan dalam menghitung depresiasi ekonomis dapat menimbulkan hasil perhitungan yang berbeda pula.
- Perbedaan pengkategorian beban oleh perusahaan juga menyebabkan perbedaan hasil perhitungan. Misalnya, biaya riset dapat dianggap beban dan dapat pula dikapitalisasikan. Jika biaya riset dianggap sebagai beban, maka akan mengurangi nilai CVA, yang berarti nilai kinerja perusahaan menjadi lebih kecil.
- Perbedaan perhitungan biaya hutang dan ekuitas dalam menghitung biaya modal akan menghasilkan nilai CVA yang berbeda pula.

Meskipun CVA memiliki kelemahan, *booklet* kedua dari BCG (BCG, 1996) dalam Yubardini (2005), menyebutkan bahwa CVA lebih akurat dibandingkan EVA, karena CVA lebih dapat menghilangkan distorsi akuntansi

yang berasal dari metode akuntansi dan perhitungannya lebih sederhana dibandingkan dengan EVA karena tidak diperlukan berbagai macam penyesuaian.

Berbagai penelitian telah membuktikan bahwa CVA berhubungan dengan *return* saham perusahaan. Hejazi & Oskouei (2007) dalam penelitiannya pada perusahaan industri di Tehran Stock Exchange membuktikan bahwa CVA berhubungan dengan *return*. Sari (2006) juga membuktikan bahwa CVA dapat membedakan perusahaan dengan *return* positif dan negatif.

#### 2.5.2.2.1 *Cost of Capital*

Biaya modal (*cost of capital*) adalah biaya riil yang harus ditanggung perusahaan karena digunakannya modal yang digunakan untuk berinvestasi. Menurut Iramani (2005), biaya modal memiliki dua makna, tergantung dari sisi investor atau perusahaan. Dari sudut pandang investor, biaya modal adalah *opportunity cost* dari dana yang ditanamkan investor pada suatu perusahaan. Sedangkan dari sudut pandang perusahaan, biaya modal adalah biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk memperoleh sumber dana yang dibutuhkan. Karena sifatnya sebagai biaya, maka biaya modal juga diartikan sebagai batas minimum tingkat hasil yang harus dicapai perusahaan (*minimum required rate of return*) agar perusahaan tidak dinyatakan merugi.

Setiap komponen dalam struktur pembiayaan memiliki biaya tertentu dan komponen biaya-biaya tersebut membentuk biaya modal rata-rata tertimbang atau *weighted average cost of capital* (WACC). Biaya modal ini ditimbang berdasarkan struktur modal perusahaan yang terdiri atas biaya hutang (*cost of debt*) dan biaya modal sendiri atau ekuitas (*cost of equity*). Jadi, untuk menghitung WACC perlu perhitungan biaya modal masing-masing sumber modal secara individual.

Rumus untuk menghitung WACC adalah:

$$k = (k_e \times K) + \{k_d \times (1 - T) \times L\}$$

Dimana:

$k_e$  = Tingkat biaya ekuitas

$K$  = Rasio ekuitas terhadap total kapital

$k_d$  = Tingkat biaya hutang (suku bunga) untuk hutang

$T$  = Tarif pajak

$L$  = Rasio hutang terhadap total kapital

#### 2.5.2.2.1.1 *Cost of Debt*

Hutang dapat diperoleh perusahaan dari lembaga pembiayaan (pinjaman) maupun dengan menerbitkan surat hutang. Biaya hutang pada umumnya akan sama dengan tingkat bunga yang harus dibayar oleh perusahaan kepada kreditur.

Biaya hutang (bunga) yang dibayar perusahaan bersifat mengurangi pajak (*tax deductible*), sehingga biaya riil yang ditanggung perusahaan adalah biaya hutang setelah pajak (didasarkan pada prinsip *after tax basis*). Maka, biaya hutang setelah pajak ( $k_d$ ) dihitung dengan formula  $k_d(1-T)$  untuk mencerminkan tingkat bunga atas hutang dikurangi dengan penghematan pajak yang timbul karena pembayaran bunga.

#### 2.5.2.2.1.2 *Cost of Equity*

*Cost of equity* atau biaya modal merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh para investor terhadap dana yang mereka investasikan di perusahaan. Salah satu pendekatan yang banyak dipergunakan untuk melakukan estimasi *cost of equity* adalah dengan menggunakan CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) (Damodaran, 2011).

Pada pendekatan CAPM, biaya modal adalah tingkat pengembalian yang diinginkan investor, yang terdiri atas tingkat pengembalian bebas risiko dan premi risiko pasar dikalikan dengan  $\beta$  (risiko saham perusahaan).

- Tingkat pengembalian bebas risiko (*risk-free rate*) merupakan tingkat pengembalian yang diketahui secara pasti oleh para investor. Di Indonesia referensi yang dapat digunakan adalah tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI).
- Premi risiko pasar (*equity risk premium*) merupakan nilai yang dapat diestimasi dengan menggunakan pendekatan *country risk premiums* (Damodaran, 2011). Alasan menggunakan *country risk premiums* adalah masih terbatasnya data historis suatu negara.
- Nilai  $\beta$  merupakan nilai yang didapatkan dari hasil regresi historis *return* saham perusahaan terhadap *return market* secara keseluruhan. *Return market* yang dapat dijadikan referensi di Indonesia adalah *return* Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

## 2.6 Penelitian Terdahulu

Dalam penelitian ini, yang menjadi topik penelitian adalah hubungan antara *price earnings ratio* (PER) sebagai metode tradisional dalam pengukuran kinerja dan *cash value added* (CVA) sebagai metode pengukuran berdasarkan nilai, terhadap *return* saham perusahaan.

### 2.6.1 Hubungan PER dengan *Return* Saham

Menurut Ball (1978) dalam Lam (2002), ketika nilai PER lebih rendah, harga sahamnya menjadi relatif lebih murah terhadap *earnings* dan diharapkan akan naik di masa mendatang sehingga saham memiliki *expected return* yang relatif tinggi. Berarti, PER yang rendah memiliki *expected return* yang lebih tinggi.

Penelitian yang dilakukan oleh Basu (1977) dan Fama dan French (1992) telah membuktikan bahwa PER yang rendah menghasilkan *return* yang tinggi, sedangkan PER yang tinggi menghasilkan *return* yang rendah. Penelitian oleh Lam (2002) pada perusahaan yang terdaftar di *Hong Kong Stock Exchange* dan Aydogan dan GURSOY (2000) di Turki juga membuktikan bahwa *earnings-price* (E/P) *ratio* berhubungan positif dan signifikan terhadap rata-rata *return* saham. Atau dengan kata lain *price-earnings* (P/E) *ratio* berhubungan negatif dengan *return* yang diterima pemegang saham.

Penelitian terhadap PER dan kaitannya terhadap *return* saham telah banyak dilakukan, dengan hasil yang berbeda. Di Indonesia, Purnomo (1998) melakukan penelitian mengenai hubungan antara kinerja keuangan (menggunakan rasio EPS, PER, DER, ROE, DPS) dengan harga saham. Penelitian ini menggunakan sampel 30 perusahaan di BEI pada periode 1992-1996. Hasil penelitian menunjukkan bahwa seluruh variabel independen, kecuali DER, memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga saham.

Hidayat (2009) menguji pengaruh rasio likuiditas, rasio solvabilitas, rasio aktivitas, rasio profitabilitas dan rasio pasar terhadap *return* saham perusahaan yang *listing* di BEI pada tahun 2004-2007. Hasil penelitian membuktikan bahwa hanya rasio profitabilitas dan rasio pasar (yang diwakili oleh PER dan PBV) yang berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Meythi (2006) meneliti tentang pengaruh arus kas operasi terhadap *return* saham dengan persistensi laba sebagai variabel *intervening* dengan variabel independen lainnya meliputi *Book to Market Ratio*, PER, beta, ukuran perusahaan, dan *earning yield*. Sampel yang digunakan adalah 100 perusahaan manufaktur yang terdapat di BEI selama periode 1999-2002. Hasil penelitian membuktikan bahwa PER tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan *return* saham.. Variabel yang mempengaruhi *return* saham secara signifikan hanya ukuran perusahaan.

### 2.6.2 Hubungan CVA dengan *Return Saham*

Nilai CVA menunjukkan pendapatan dalam bentuk kas yang diperoleh perusahaan dari aktivitas operasinya. Nilai CVA yang tinggi akan menguntungkan perusahaan karena menunjukkan bahwa perusahaan mampu membiayai aktivitas operasi selanjutnya dan menguntungkan juga bagi investor karena menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan kas dari satu periode ke periode berikutnya, dengan menciptakan keuntungan yang likuid. Kemampuan menghasilkan keuntungan ini seharusnya dapat meningkatkan kekayaan atau kesejahteraan pemegang saham perusahaan, yang digambarkan melalui peningkatan *return* saham.

Beberapa penelitian di luar negeri telah membuktikan bahwa CVA berhubungan dengan *return* saham. Erasmus (2008), meneliti hubungan antara CVA dengan *market-adjusted return* dan membandingkannya dengan pengukuran kinerja keuangan seperti *residual income* (RI), *earning before extraordinary items* (EBEI) dan *operating cash flow* (OCF), menggunakan sampel perusahaan sektor industri yang terdaftar di Johannesburg Securities Exchange (JSE) selama periode 1991-2005. Hasil penelitian menunjukkan bahwa CVA secara signifikan berhubungan dengan *return* dan menyediakan informasi yang lebih baik daripada *residual income*. Hejazi dan Oskouei (2007) dalam penelitiannya terhadap 85 perusahaan industri di Tehran Stock Exchange selama periode 1999-2003, membuktikan bahwa CVA lebih baik dalam menjelaskan *return* dibandingkan PER.

Di Indonesia, penelitian terkait CVA belum banyak dilakukan. Beberapa penelitian yang ada diantaranya adalah penelitian oleh Sari (2006). Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan publik yang terdaftar di BEI periode 1999-2005 menggunakan metode analisis uji beda secara statistik. Penelitian tersebut membuktikan bahwa CVA dapat membedakan perusahaan dengan *return* positif dan negatif. Penelitian lainnya oleh Nurdin (2007) yang membandingkan kandungan informasi EVA, CVA, NI dan OCF gagal membuktikan bahwa CVA lebih baik dalam menjelaskan *return* saham karena koefisien hasil regresi CVA berlawanan dengan hipotesis, yakni bernilai negatif.

## 2.7 Pengembangan Hipotesis

*Return* saham diterima secara luas sebagai pengukuran terbaik dari penciptaan nilai eksternal dan merupakan salah satu ukuran kinerja perusahaan. Dari landasan teori dan penelitian yang telah dikemukakan sebelumnya, telah kita dapatkan gambaran bahwa *price earnings ratio* (PER) dan *cash value added* (CVA) merupakan metode pengukuran kinerja yang dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham perusahaan. Sebagai indikator yang menggambarkan kinerja perusahaan, semakin baik nilai indikator tersebut, menunjukkan bahwa perusahaan semakin baik dalam melaksanakan kegiatan operasinya. Hal ini seharusnya akan berdampak pada kenaikan harga saham yang pada akhirnya dapat meningkatkan kekayaan para pemegang saham.

*Price earnings ratio* (PER) sebagai pengukuran kinerja tradisional yang mengukur nilai saham dengan membandingkan harga saham dengan keuntungan yang diterima oleh pemegang saham. Rasio PER yang tinggi menunjukkan ekspektasi investor yang tinggi terhadap pertumbuhan laba di masa depan sehingga investor rela membayar lebih mahal. Namun PER yang tinggi juga menunjukkan rendahnya nilai laba per saham dan harga saham menjadi terlalu mahal terhadap labanya. Rendahnya laba ini dapat menggambarkan bahwa perusahaan belum atau kurang mampu meningkatkan kekayaan pemegang sahamnya. Saham perusahaan yang terlalu mahal juga dapat mengurangi minat investor untuk membeli saham, sehingga harga saham dapat menurun dan menyebabkan pula penurunan *return* saham. PER yang rendah dapat menunjukkan bahwa harga saham semakin murah untuk dibeli dan semakin baik kinerja per lembar saham dalam menghasilkan laba. Menurut Ball (1978) dalam Lam (2002), ketika nilai PER lebih rendah, harga sahamnya menjadi relatif lebih murah terhadap *earnings* dan diharapkan akan naik di masa mendatang sehingga saham memiliki *expected return* yang relatif tinggi. Karena itu, penelitian ini ingin melihat pengaruh PER terhadap *return* saham, apakah PER memiliki hubungan negatif dengan *return* yang diterima pemegang saham. (Penman dan Zhang, 2002).

H1 : *Price earning ratio* (PER) memiliki hubungan negatif yang signifikan terhadap *return* saham perusahaan.

*Cash value added* (CVA) seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, menggambarkan keuntungan bersih dalam bentuk uang atau kas yang dihasilkan oleh perusahaan setelah dikurangkan dengan depresiasi ekonomis dan biaya modalnya. Secara umum, nilai CVA yang tinggi menguntungkan bagi perusahaan dan investor, karena hal tersebut menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas dari satu periode ke periode berikutnya, dengan menciptakan keuntungan yang likuid. Karena itu, seharusnya semakin tinggi nilai CVA, maka kinerja perusahaan semakin baik, dimana kinerja tersebut direfleksikan melalui tingkat pengembalian sahamnya. Penelitian oleh Hejazi & Oskouei (2007) dan Erasmus (2007) menunjukkan bahwa CVA memiliki korelasi positif terhadap *return* saham.

H2 : *Cash value added* (CVA) memiliki hubungan positif yang signifikan terhadap *return* saham perusahaan.

*Cash value added* (CVA) merupakan metode pengukuran berdasarkan nilai (*value based*) yang dikembangkan untuk mengatasi kelemahan-kelemahan pada metode pengukuran kinerja tradisional (Erasmus, 2007). Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, metode ini dinilai lebih baik dalam mengukur kinerja perusahaan karena memperhitungkan biaya modal. Kinerja perusahaan yang baik tercermin dari peningkatan harga saham perusahaan, yang berarti dapat menghasilkan *return* bagi pemegang saham. Jika metode CVA (*value based*) mengukur kinerja perusahaan dengan lebih baik, maka metode ini seharusnya lebih baik dalam menjelaskan *return* saham dibandingkan metode tradisional, yang dalam penelitian ini diwakili oleh PER.

H3 : *Cash value added* (CVA) lebih baik daripada *price earnings ratio* (PER) dalam menjelaskan *return* saham.



## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1 Kerangka Pemikiran

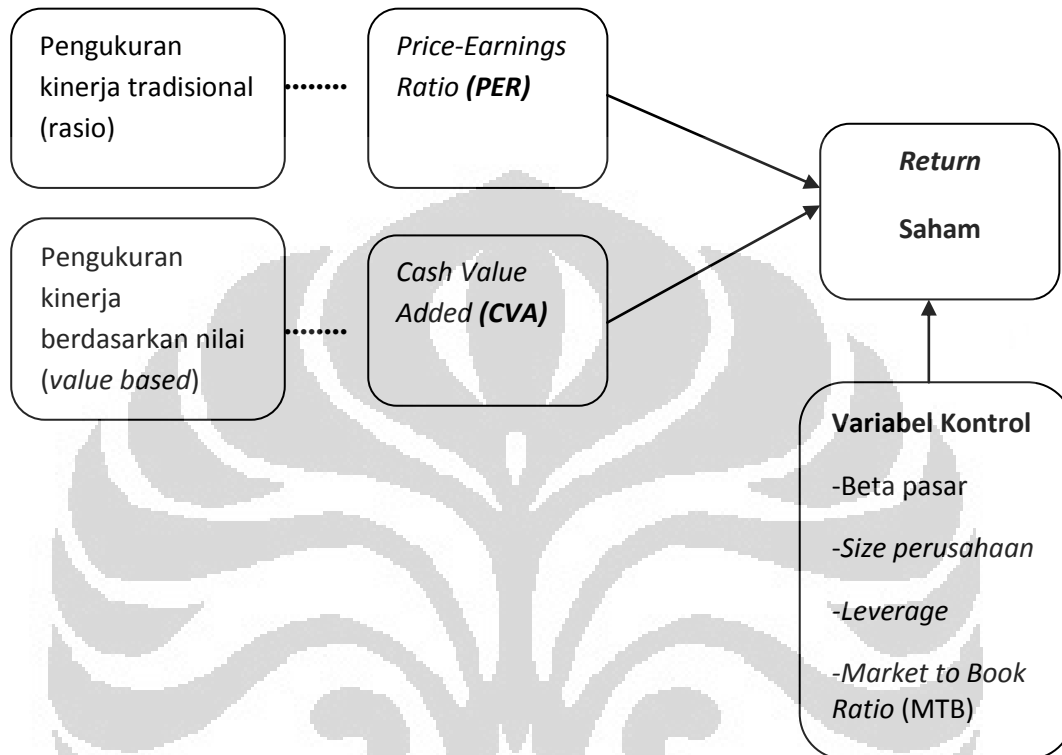
Menurut Erasmus (2008), perusahaan yang berfokus pada usaha memaksimalkan nilai pemegang saham harus memastikan bahwa aktivitas perusahaan memberikan imbal hasil positif (*positive net present values*). Salah satu cara untuk mengukur seberapa besar perusahaan menciptakan nilai adalah dengan melihat perkembangan harga sahamnya. Harga saham memberikan gambaran kinerja yang objektif tentang nilai investasi pada sebuah perusahaan. Menurut Purnomo (1998), harga saham memberikan indikasi perubahan harapan pemodal sebagai akibat perubahan kinerja keuangan.

Salah satu alasan mengapa seorang investor membeli saham tertentu adalah karena perusahaan tersebut memiliki kinerja yang baik. Kinerja yang baik biasanya diperlihatkan dengan adanya peningkatan kekayaan pemegang saham yang tidak lain diperlihatkan dengan peningkatan harga saham (Yubardini, 2005).

Untuk mengukur kinerja suatu perusahaan, investor biasanya melihat dan menganalisis variabel dan nilai dalam laporan keuangan yang menjadi indikator dalam mengukur kinerja perusahaan. Seharusnya, semakin baik indikator tersebut, menunjukkan bahwa perusahaan semakin baik dalam melaksanakan kegiatan operasinya.

Dalam penelitian ini, digunakan dua metode untuk mengukur kinerja perusahaan. Kedua metode tersebut adalah *price-earnings ratio* (PER) yang mewakili metode pengukuran tradisional dan *cash value added* (CVA) yang merupakan metode pengukuran berdasarkan nilai, yakni metode yang dikembangkan untuk mengatasi kelemahan-kelemahan pada metode tradisional. Kedua metode pengukuran ini menjadi variabel independen utama yang ingin dibuktikan korelasinya terhadap *return* saham. Selain itu digunakan juga variabel kontrol untuk mengurangi kemungkinan berubahnya *return* saham akibat variabel

di luar PER dan CVA. Variabel kontrol tersebut antara lain beta, ukuran perusahaan (*size*), *leverage* dan *market to book ratio* (MTB).



**Gambar 3.1 Kerangka Pemikiran**

### 3.2 Sampel Penelitian

Sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2009. Periode ini dipilih agar relevan dengan keadaan saat ini. Pemilihan perusahaan yang berasal dari satu kelompok industri yang sama, yaitu manufaktur dimaksudkan untuk menghindari perbedaan karakteristik perusahaan manufaktur dan non manufaktur. Metode sampling yang digunakan adalah *nonprobabilistic sampling*, lebih spesifik lagi yaitu metode *purposive sampling* karena penelitian ini memiliki kriteria sampel tertentu yang disesuaikan dengan tujuan penelitian. Kriteria pemilihan sampel adalah:

- Perusahaan tersebut termasuk dalam kelompok industri manufaktur.
- Perusahaan tersebut mempublikasikan dengan lengkap laporan keuangannya selama tahun 2008-2009.
- Laporan keuangan disajikan dalam satuan Rupiah.
- Perusahaan harus memiliki laba yang positif selama periode penelitian, untuk perhitungan *price-earnings ratio* (PER).
- Tidak memiliki ekuitas negatif.

Seperti yang telah dijelaskan, data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2009. Pemilihan sampel penelitian dapat dilihat pada tabel 3.1, sedangkan daftar lengkap dari sampel disajikan dalam lampiran 1.

**Tabel 3.1**  
**Pemilihan Sampel Penelitian**

Keterangan	Jumlah
Perusahaan industri manufaktur tahun 2008-2009	264
Perusahaan dengan laporan keuangan dalam dollar	(20)
Perusahaan dengan <i>net income</i> negatif	(48)
Perusahaan dengan ekuitas negatif	(22)
Perusahaan yang laporan keuangan dan data harga sahamnya tidak lengkap	(19)
Total Observasi	155

### 3.3 Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini bersifat kuantitatif. Penulis menggunakan data sekunder dalam melakukan analisis data. Data sekunder yang dimaksud dapat berbentuk laporan keuangan lengkap perusahaan, yaitu laporan laba rugi, neraca, arus kas, dan catatan atas laporan keuangan. Data untuk penelitian ini diperoleh dari *Indonesia Market Capital Directory* (ICMD) dan website perusahaan. Selain itu penulis juga menggunakan data harga saham mingguan dari masing-masing perusahaan serta indeks harga saham gabungan. Data ini diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dan *Yahoo Finance*. Data lainnya diperoleh dari jurnal, buku, dan sumber-sumber literatur lainnya yang memberikan informasi yang dibutuhkan dalam penelitian ini.

### 3.4 Model Penelitian dan Operasionalisasi Variabel

#### 3.4.1 Model Penelitian

Model pada penelitian ini, yakni untuk mengetahui pengaruh kinerja keuangan *price-earnings ratio* (PER) dan *cash value added* (CVA) terhadap *return* saham, merupakan pengembangan dari model penelitian Bidlle et al (1997). Namun, dalam penelitian ini ditambahkan variabel kontrol untuk mengurangi kemungkinan berubahnya *return* saham yang bukan disebabkan oleh variabel yang menjadi pusat penelitian.

Variabel kontrol yang digunakan antara lain beta, ukuran perusahaan (*size*), *leverage*, dan *book to market ratio* (BTM). Variabel ini digunakan berdasarkan penelitian yang dilakukan Penman & Zhang (2002) bahwa variabel yang mempengaruhi *return* saham secara signifikan adalah beta, *size* dan *leverage*. Fama & French (1992) juga menyatakan bahwa tiga faktor yang mempengaruhi *return* antara lain beta saham yang merupakan ukuran dari *market risk*, ukuran perusahaan yang diukur melalui nilai pasarnya (*market value of equity*) dan *book to market ratio*.

### 3.4.1.1 Model *Price-Earnings Ratio* (PER)

Untuk menguji hipotesis 1, yaitu mengetahui pengaruh PER terhadap *return* saham, model yang digunakan adalah:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 PER_{i,t} + \beta_2 Beta_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 BTM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Dimana:

$R_{i,t}$  = *Return* saham perusahaan i pada tahun t

$PER_{i,t}$  = *Price-Earnings Ratio* perusahaan i pada tahun t

$Beta_{i,t}$  = *Beta market* perusahaan i pada tahun t

$Size_{i,t}$  = Ukuran perusahaan i pada tahun t

$LEV_{i,t}$  = Tingkat *leverage* perusahaan i tahun t

$BTM_{i,t}$  = *Book to Market Ratio* perusahaan i pada tahun t-1

### 3.4.1.2. Model *Cash Value Added* (CVA)

Untuk menguji hipotesis 2, yaitu pengaruh CVA terhadap *return* saham, model yang digunakan adalah:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 CVA_{i,t} + \beta_2 Beta_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 BTM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Dimana:

$R_{i,t}$  = *Return* saham perusahaan i pada tahun t

$CVA_{i,t}$  = *Cash Value Added* perusahaan i pada tahun t

$Beta_{i,t}$  = *Beta market* perusahaan i pada tahun t

$Size_{i,t}$  = Ukuran perusahaan i pada tahun t

$LEV_{i,t}$  = Tingkat *leverage* perusahaan i tahun t

$BTM_{i,t}$  = *Book to Market Ratio* perusahaan i pada tahun t-1

### 3.4.1.3. Metode untuk Membandingkan PER dan CVA

Untuk menguji hipotesis 3, apakah alat ukur kinerja berdasarkan nilai *cash value added* (CVA) lebih baik daripada alat ukur kinerja tradisional *price-earnings ratio* (PER) dalam menjelaskan *return* saham, penelitian ini menggunakan 2 pendekatan dalam penelitian Biddle (1997), yakni *Relative Information Content* dan *Incremental Information Content*. Kedua pendekatan ini menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dengan membandingkan nilai *adjusted R-squared* dari masing-masing model.

#### 1. *Relative Information Content*

*Relative information content* adalah melakukan analisa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara terpisah. Masing-masing variabel independen diregresikan dengan variabel dependen secara parsial menjadi beberapa *univariate regression*.

Persamaannya dasarnya adalah:

$$Y_t = \alpha + \beta_1(X_t) + \varepsilon_t \dots\dots\dots(1)$$

Dimana:

$Y_t$  = variabel dependen, yakni *return* saham

$X_t$  = variabel independen, yakni *price earning ratio* (PER) dan *cash value added* (CVA)

Pengaruh paling besar dilihat dari *adjusted R<sup>2</sup>* masing-masing regresi. Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* ini nantinya akan diuji secara statistik menggunakan uji Vuong (1989). Tujuannya adalah untuk membuktikan secara statistik apakah selisih nilai *adjusted R<sup>2</sup>* tersebut benar-benar signifikan.

Rumus *Z Vuong's statistic* adalah:

$$Z_{vuong} = \frac{[\ln(\sigma_w^2) - \ln(\sigma_x^2)]}{\left[ n^{0.5} \sum_1^n (e_{w,i}^2 / \sigma_w^2 - e_{x,i}^2 / \sigma_x^2) \right]^2}$$

$$(\sigma_x^2) = \sigma_y^2 (1 - R_x^2)$$

$$(\sigma_w^2) = \sigma_y^2 (1 - R_w^2)$$

Dimana:

$R^2$  = *multiple correlation coefficient*

$\sigma_x^2$  = varians residual untuk model 1 (model PER)

$\sigma_w^2$  = varians residual untuk model 2 (model CVA)

$\sigma_y^2$  = varians dari variabel dependen (*return*)

$e$  = eror atau residual

Hipotesis dari *Vuong test* adalah:

H0:  $Z=0$ , kedua model memiliki *explanatory power* yang sama

H1:  $Z \neq 0$ , kedua model tidak memiliki *explanatory power* yang sama

Menurut Dechow et al (1998) dalam Daraghma (2010), *decision rules*-nya adalah:

- Jika  $Z_{Vuong} = 0$ , maka kedua model memiliki *explanatory power* yang sama.
- Jika  $Z_{vuong} > 0$ , maka X lebih baik (superior) daripada W dalam menjelaskan Y.
- Jika  $Z_{vuong} < 0$ , maka W lebih baik (superior) daripada X dalam menjelaskan Y.

## 2. *Incremental Information Content*

*Incremental information content* adalah melakukan analisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dengan cara melakukan regresi 2 variabel independen sekaligus (*multivariate*) untuk mendapatkan besaran *adjusted R<sup>2</sup>* nya. Setelah itu, nilai *adjusted R<sup>2</sup>* tersebut dikurangi dengan *adjusted R<sup>2</sup>* dari persamaan regresi *univariate* salah satu variabel independennya untuk mendapatkan selisih nilai *adjusted R<sup>2</sup>*. Semakin kecil selisihnya, maka semakin sedikit pengaruh variabel independen yang dikurangi (dibuang) terhadap persamaan *multivariate* dalam menjelaskan *return* saham.

Persamaannya adalah:

$$Y_t = \alpha + \beta_1(X_t) + \beta_2(W_t) + \varepsilon_t \dots\dots\dots(2)$$

Dimana:

$Y_t$  = variabel dependen, yakni *return* saham

$X_t$  = variabel independen pertama, yakni *price earning ratio* (PER)

$W_t$  = variabel independen kedua, yakni *cash value added* (CVA)

Nilai  $R^2$  dari persamaan di atas akan dikurangi dengan nilai  $R^2$  dari persamaan pada model X dan W. Jika yang dikurangkan adalah model W, maka selisih *adjusted R<sup>2</sup>* dari kedua persamaan tersebut disebut *adjusted R<sup>2</sup>* dari *incremental information content W<sub>t</sub>*. Artinya seberapa besar dominasi  $X_t$  terhadap  $W_t$  dalam menjelaskan *return* saham. Semakin kecil *adjusted R<sup>2</sup>* nya, berarti semakin kecil dominasi  $X_t$  terhadap  $W_t$  sehingga secara *incremental* lebih dapat menjelaskan *return* saham dibandingkan  $X_t$ .



### 3.4.2 Definisi Operasional Variabel

#### 3.4.2.1 Variabel Dependen

*Return* saham merupakan tingkat pengembalian saham. Untuk menghitung *return*, digunakan rumus sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}}$$

Dimana:

$P_{i,t}$  = Harga saham perusahaan i pada waktu t

$P_{i,t-1}$  = Harga saham perusahaan i pada waktu t-1

*Return* saham dihitung dengan menggunakan *window* 12 bulan, yakni dari bulan April sampai dengan Maret tahun berikutnya. Perhitungan dimulai dari bulan April karena laporan keuangan yang sudah diaudit terbit pada bulan Maret. *Return* perusahaan dalam penelitian ini adalah rata-rata *return* mingguan perusahaan dalam satu tahun pengujian.

#### 3.4.2.2 Variabel Independen

##### 3.4.2.2.1 *Price-Earnings Ratio* (PER)

*Price-earnings ratio* (PER) merupakan rasio antara harga saham yang berlaku di pasar modal dengan tingkat keuntungan bersih yang tersedia bagi para pemegang saham. PER diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$PER = \frac{Stock\ price}{EPS}$$

Dimana:

*Stock price* = Harga saham perusahaan pada akhir tahun

EPS = *Earnings per share* (laba per lembar saham) perusahaan

### 3.4.2.2.2 Cash Value Added (CVA)

*Cash value added* (CVA) diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{CVA} &= \text{Operating Cash Flow} - (\text{Depresiasi ekonomis} + \text{Biaya kapital}) \\ &= \text{Operating Cash Flow} - \{\text{Depresiasi ekonomis} + (k \times \text{Total kapital})\} \end{aligned}$$

Dimana:

a. *Operating Cash Flow*

*Operating Cash Flow* merupakan aliran kas yang berasal dari kegiatan operasional perusahaan. Data *Operating Cash Flow* dapat diperoleh dari laporan arus kas masing-masing perusahaan sampel.

b. Depresiasi Ekonomis

Depresiasi Ekonomis merupakan alokasi beban depresiasi atas penggunaan aset jangka panjang perusahaan yang dilakukan setiap tahun sepanjang umur ekonomis aset tersebut. Depresiasi ekonomis dari setiap aset dihitung dengan model *future value annuity*.

Rumus perhitungan depresiasi ekonomis dapat ditulis sebagai berikut:

$$DE = \frac{FV \times k}{(1 + k)^n - 1}$$

Dimana:

DE = Depresiasi ekonomis aset

FV = Nilai aset pada akhir umur ekonomis

k = Tingkat biaya kapital

n = Umur ekonomis aset

- Nilai Aset pada Akhir Umur Ekonomis

Nilai aset pada akhir umur ekonomis merupakan estimasi nilai aset tetap jangka panjang pada akhir umur ekonomisnya. Nilai aset pada akhir umur ekonomis tersebut diperoleh dengan mem-*future value*-kan harga perolehan aset bersangkutan. Nilai aset pada akhir umur ekonomis ini merupakan komponen dasar dalam perhitungan depresiasi ekonomis.

Rumus perhitungan nilai aset pada akhir umur ekonomis adalah sebagai berikut:

$$FV = PV \times (1 + I)^n$$

Dimana:

FV = Nilai aset pada akhir umur ekonomis

PV = Harga perolehan aset

I = Rata-rata laju inflasi pada periode penelitian

n = Umur ekonomis aset

- Harga Perolehan Aset

Harga perolehan aset merupakan harga perolehan dari aset-aset tetap jangka panjang yang dimiliki perusahaan. Data tentang harga perolehan aset dapat diperoleh dari catatan atas laporan keuangan perusahaan di bagian penjelasan aktiva tetap.

- Umur Ekonomis

Umur ekonomis merupakan estimasi lamanya jangka waktu pemakaian aset. Umur ekonomis ini diasumsikan sama dengan umur pakai aset yang digunakan untuk menghitung beban depresiasi. Data tentang umur pakai aset dapat diperoleh dari catatan atas laporan keuangan di bagian ikhtisar kebijakan akuntansi yang penting tentang aktiva tetap.

- Inflasi

Rata-rata laju inflasi pada periode penelitian adalah 10.308% untuk tahun 2008 dan 4,895% untuk tahun 2009.

c. Total Kapital

Total kapital merupakan penjumlahan dari hutang yang mengandung unsur bunga, baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang, dan ekuitas perusahaan.

d. Biaya Kapital (k)

Merupakan biaya atas dana yang diperoleh perusahaan untuk berinvestasi, baik untuk dana yang berasal dari kreditor maupun dari pemegang saham. Dengan kata lain, biaya kapital merupakan tingkat pengembalian minimum yang dapat memenuhi *required rate of return* atau tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor yaitu kreditor dan pemegang saham.

Rumus perhitungan biaya kapital dapat ditulis sebagai berikut:

$$k = (k_e \times K) + \{k_d \times (1 - T) \times L\}$$

Dimana:

$k_e$  = Tingkat biaya ekuitas

$K$  = Rasio ekuitas terhadap total kapital

$k_d$  = Tingkat biaya hutang (suku bunga) untuk hutang

$T$  = Tarif pajak

$L$  = Rasio hutang terhadap total kapital

- Biaya Hutang

Biaya hutang merupakan biaya bunga atas hutang yang diperoleh perusahaan dari kreditor. Hutang yang dimaksud adalah hutang jangka pendek dan

hutang jangka panjang yang memiliki beban bunga. Data tentang nilai hutang tersebut diperoleh dari laporan keuangan masing-masing perusahaan sampel. Tingkat biaya hutang dihitung berdasarkan suku bunga hutang yang dibayarkan perusahaan pada periode pengujian. Data suku bunga dapat diperoleh dari catatan atas laporan keuangan.

- Biaya Ekuitas

Biaya ekuitas merupakan biaya atas dana yang diperoleh perusahaan dari pemegang saham. Bisa juga diartikan sebagai tingkat pengembalian minimum yang disyaratkan oleh pemegang saham atas investasinya dalam perusahaan tersebut. Untuk menghitung besarnya biaya ekuitas, dalam penelitian ini digunakan pendekatan CAPM (*capital asset pricing model*).

Rumus perhitungan biaya ekuitas dapat ditulis sebagai berikut:

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Dimana:

$R_f$  = Return dari aset bebas risiko

$(R_m - R_f)$  = Market risk premium

$\beta$  = Perubahan *return* saham relatif terhadap perubahan *return* pasar

Untuk Indonesia, aset yang dianggap tidak memiliki risiko adalah Sertifikat Bank Indonesia (SBI) sehingga *return* dari *risk free asset* diambil dari suku bunga SBI. Suku bunga SBI yang dipakai adalah rata-rata suku bunga selama 1 tahun.

*Market risk premium* dihitung dengan mengurangkan *return* pasar ( $R_m$ ) dengan *return* dari *risk free asset* ( $R_f$ ).  $R_m$  merupakan tingkat pengembalian rata-rata dari seluruh saham di bursa yang tercermin dari perubahan nilai IHSG.

Rumus perhitungan  $R_m$  dapat ditulis sebagai berikut:

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_t}$$

Dimana:

$IHSG_t$  = IHSG pada hari t

$IHSG_{t-1}$  = IHSG pada hari sebelum hari t

Data mengenai *market risk premium* dalam penelitian ini diperoleh dari website [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com).

$\beta$  merupakan proksi risiko yang digunakan dalam pendekatan CAPM. Semakin besar nilai  $\beta$  sebuah perusahaan artinya perusahaan tersebut makin berisiko karena perubahan *return* saham tersebut lebih fluktuatif jika dibandingkan dengan perubahan *return* pasar.

Rumus perhitungan  $\beta$  dapat ditulis sebagai berikut:

$$\beta = \frac{\text{covariance}(R_m - R_f)}{\delta_m^2}$$

Dimana:

Covariance ( $R_m - R_f$ ) = Hubungan antara perubahan *return* saham i dibandingkan dengan perubahan *return* pasar

$\delta_m^2$  = Varian *return* pasar yang mencerminkan risiko pasar

*Return* pasar yang digunakan dalam penelitian ini adalah rata-rata *return* pasar setiap minggunya dalam satu tahun pengujian.

- Pajak

Data pajak yang dibayar dan laba sebelum pajak diperoleh dari laporan keuangan masing-masing perusahaan pada setiap periode pengujian.

Rumus perhitungan tingkat pajak penghasilan yang dibayarkan perusahaan dapat ditulis sebagai berikut:

$$T = \frac{\text{pajak yang dibayar}}{\text{laba sebelum pajak}}$$

### 3.4.2.3 Variabel Kontrol

Pada model (1) dan (2) dimasukkan empat variabel kontrol untuk mengurangi kemungkinan berubahnya variabel dependen, yakni *return* saham, yang disebabkan oleh variabel yang bukan menjadi pusat penelitian, yaitu PER dan CVA. Variabel kontrol tersebut antara lain:

1. Beta perusahaan, yang dihitung dengan menggunakan kovarians antara imbal hasil harian saham perusahaan dengan imbal hasil harian saham pasar (IHSG) dibagi dengan varians imbal hasil harian saham pasar (IHSG) selama setahun. *Beta market* penting karena menunjukkan keterkaitan pergerakan saham perusahaan dengan pergerakan seluruh saham yang terdapat di Bursa Efek Indonesia. Beta juga mencerminkan risiko pasar atau risiko sistematis yang dihadapi perusahaan. Berdasarkan prinsip *high risk-high return*, maka semakin besar nilai koefisien beta, *return* saham tersebut juga akan semakin besar (Fama dan French, 1992).
2. Ukuran perusahaan (*size*) yang diukur dari *market value of equity* (MV) yang dihitung dengan menggunakan kapitalisasi pasar perusahaan pada periode t, dengan cara mengalikan jumlah saham beredar perusahaan pada akhir periode dikalikan dengan harga saham perusahaan pada akhir periode, kemudian dioperasionalkan dengan menggunakan logaritma natural (ln). Berdasarkan penelitian Fama dan French (1992), perusahaan dengan MV yang kecil akan memiliki *return* saham yang lebih tinggi karena lebih berisiko, sehingga ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan *return* saham. Hal ini juga mungkin dikarenakan semakin besar ukuran perusahaan, maka harga saham cenderung stabil karena investor

percaya dengan kinerja perusahaan, sehingga mereka akan mempertahankan saham yang dimiliki.

3. Tingkat *leverage* perusahaan yang dihitung sebagai nilai hutang perusahaan dibagi dengan nilai ekuitasnya, yang selanjutnya dioperasionalkan dengan menggunakan logaritma natural ( $\ln$ ). Rasio ini membandingkan dana yang berasal dari kreditur dengan dana dari pemilik. Semakin besar tingkat *leverage*, dana untuk operasi perusahaan lebih besar, risiko yang dihadapi juga lebih besar, sehingga *return* yang diharapkan lebih besar. Pengujian Bhandari (1988) dan Penman dan Zhang (2002) menunjukkan adanya hubungan positif antara *leverage* dengan *return* saham perusahaan.
4. *Book to market ratio*, dihitung dengan membagikan nilai buku dari ekuitas dengan nilai pasar ekuitas (*market value of equity*). Jika nilai pasar lebih besar dari nilai buku, maka investor lebih optimis dengan nilai masa mendatang saham tersebut, sehingga dapat dikatakan bahwa saham dengan rasio BTM yang tinggi akan lebih berisiko Fama dan French (1992). Karena lebih berisiko, maka *return* yang diharapkan juga lebih tinggi. Jadi rasio BTM yang tinggi seharusnya dapat menghasilkan *return* yang tinggi.

### 1.5 Metode Pengolahan Data

1. Mengumpulkan data yang dibutuhkan dalam penelitian, meliputi data untuk semua variabel yang telah dijelaskan.
2. Menghitung *return* dari tiap-tiap perusahaan sampel.
3. Menghitung nilai PER dari tiap perusahaan sampel berdasarkan data yang telah dikumpulkan.
4. Melakukan pengolahan data terhadap komponen *weighted average cost of capital* (WACC), yang meliputi *cost of equity* ( $K_e$ ), *cost of debt* ( $K_d$ ), *weight of equity* ( $K$ ), *weight of debt* ( $L$ ), *beta*, *market risk premium* ( $R_m - R_f$ ) dan pajak.



5. Menghitung nilai CVA dari tiap perusahaan sampel , dimana seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, rumus perhitungan CVA adalah:

$$\begin{aligned} CVA &= \text{Operating Cah Flow} - (\text{Depresiasi Ekonomis} + \text{Biaya Kapital}) \\ &= \text{Operating Cah Flow} - (\text{Depresiasi Ekonomis} + (k \times \text{Total Kapital})) \end{aligned}$$

Hasil perhitungan CVA berupa nilai absolut sehingga tidak bisa langsung digunakan untuk membandingkan perusahaan karena ukuran perusahaan yang berbeda-beda untuk setiap perusahaan sampel. Untuk itu perlu dilakukan modifikasi terhadap rumus dasar CVA. Modifikasi ini akan menghasilkan nilai *CVA standardized* (CVAs) yang diperoleh dengan membagi nilai CVA dengan total kapital perusahaan. Nilai CVAs inilah yang akan diuji secara statistik pada tahapan selanjutnya.

Rumus perhitungan CVA dapat ditulis sebagai berikut:

$$CVA_s = \frac{CVA}{\text{Total} \cdot \text{Kapital}}$$

6. Menghitung nilai variabel kontrol (beta, *size*, *leverage*, *book to market ratio*) untuk tiap perusahaan sampel.
7. Melakukan regresi secara parsial dengan menggunakan E-views. Penelitian ini menggunakan regresi *cross section*, karena penulis ingin mengetahui apakah variabel independen mempengaruhi dependen bukan menganalisis pergerakan tiap tahunnya seperti pada regresi panel.
8. Melakukan analisis terhadap data variabel independen dan dependen yang meliputi analisis deskriptif statistik.
9. Menganalisis dan melakukan *treatment* pada data-data yang melanggar asumsi *best linear unbiased estimation* (BLUE), meliputi: normalitas, multikolinearitas dan heterokedastisitas. Namun dalam penelitian ini, uji normalitas tidak dilakukan karena jumlah sampel cukup banyak (>30).
10. Melihat *R squared* dan probabilita F untuk menguji model, melakukan uji t untuk melihat signifikansi masing-masing variabel independen dan analisis beta untuk menguji variabel yang berpengaruh terhadap *return*.

11. Membandingkan PER atau CVA, mana yang lebih baik dalam menjelaskan *return* saham menggunakan pendekatan *relative information content* dan *incremental information content*.
12. Melakukan analisis hasil penelitian.

### 3.6 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan agar model utama regresi pada penelitian signifikan dan representatif. Dalam analisis regresi, perlu dihindari adanya penyimpangan asumsi klasik agar tidak timbul masalah dalam penggunaannya. Asumsi dasar tersebut adalah apabila tidak terjadi multikolinearitas dan heteroskedastisitas data.

#### 3.6.1 Multikolinearitas

Multikolinearitas artinya antara variabel independen yang terdapat dalam model memiliki hubungan yang sempurna/mendekati sempurna atau koefisien korelasinya tinggi. Akibat dari adanya multikolinearitas adalah tidak tertentu atau kesalahan standarnya tidak terhingga. Hal ini akan menimbulkan bias dalam estimasi.

Model regresi yang baik adalah jika tidak terjadi korelasi antar variabel. Metode untuk menguji ada tidaknya multikonearitas dilihat dari matriks korelasi antar variabel independen. Dengan *rule of thumbs* sebesar 0.8, maka jika korelasi antar variabel bebas lebih kecil daripada 0.8, dapat dikatakan tidak ada *multicollinearity*.

#### 3.6.2 Heteroskedastisitas

Gejala heteroskedastisitas akan muncul apabila *error* memiliki varian yang berbeda dari satu observasi ke observasi yang lain. Adanya heteroskedastisitas menyebabkan estimasi koefisien-koefisien regresi menjadi tidak efisien (Gujarati,

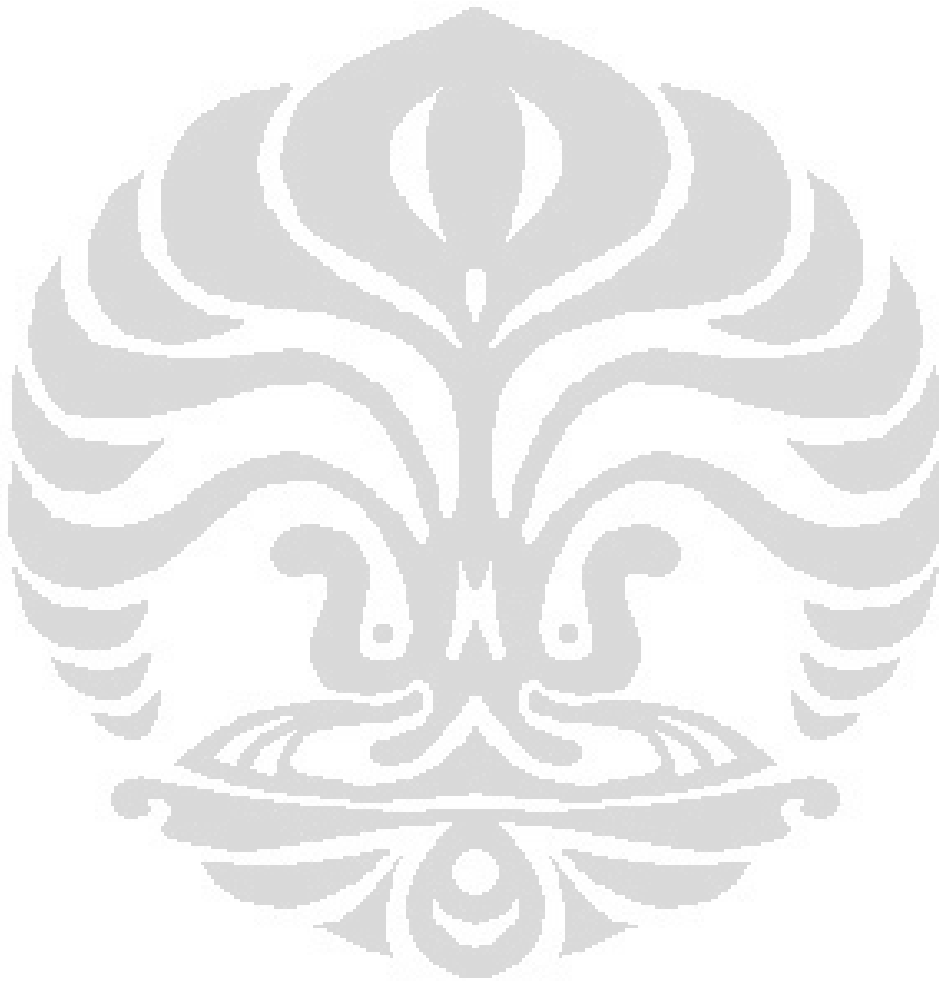
1998). Untuk menguji gejala heterokedastisitas, digunakan uji *White Heteroscedastiscity*.

Dasar pengambilan keputusannya adalah sebagai berikut:

H0: tidak ada heteroscedastisitas (Homocedastis)

H1: ada heteroscedastis

Apabila probabilitas lebih besar dari pada alpha yaitu 5%, maka terima H0, artinya tidak ada heteroskedastisitas.



## BAB IV

### PEMBAHASAN

Bab ini akan membahas hasil empiris untuk pengujian hipotesis yang telah disebutkan pada bab sebelumnya, serta analisis atas hasil penelitian yang telah dilakukan. Untuk keperluan pengujian, penulis menggunakan tingkat kepercayaan ( $\alpha$ ) 1%, 5%, dan 10%.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2009. Setelah dilakukan pemilihan sampel berdasarkan kriteria yang disebutkan pada bab 3, maka dengan pendekatan *cross-sectional* terdapat 155 titik observasi. Pada data observasi tersebut, dilakukan *treatment* terhadap *outlier* dengan menggunakan *winsorized* sebesar tiga kali standar deviasi. Sampel untuk pengujian model *price earnings ratio* (PER) sama dengan sampel yang digunakan untuk menguji *cash value added* (CVA), agar hasil uji kedua model dapat dibandingkan.

Pengujian pertama dilakukan dengan regresi parsial variabel independen PER dan CVA dengan menggunakan variabel kontrol untuk melihat pengaruh masing-masing variabel terhadap *return* saham. Jika keduanya memiliki pengaruh signifikan terhadap *return*, selanjutnya dilakukan perbandingan *adjusted R-squared* masing-masing persamaan dengan menggunakan pendekatan *relative information content* dan *incremental information content* (Biddle, 1997) untuk melihat mana yang lebih baik dalam menjelaskan *return* saham. Untuk memperkuat bukti empiris perbandingan kedua model, penulis menggunakan juga *Vuong test* (Vuong, 1989).

#### 4.1 Deskriptif Statistik

Analisis deskriptif digunakan untuk melihat sebaran data sampel, dimana peneliti menggunakan nilai rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi. Statistik deskriptif masing-masing variabel yang digunakan dalam seluruh model penelitian dapat dilihat dalam tabel 4.1.

**Tabel 4.1**  
**Statistik Deskriptif Data**

Variabel	N	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
RETURN	155	0.014078	0.01080	0.071233	-0.02890	0.017481
CVA	155	-0.095502	-0.104895	3.166968	-2.916963	1.073367
PER	155	14.96277	8.960000	66.09000	0.150000	17.01696
BETA	155	0.372469	0.263908	2.282816	-0.841545	0.583629
SIZE	155	26.70275	26.64774	32.57607	19.96398	2.240654
LEV	155	0.751327	0.396481	3.726088	0.000000	0.942345
BTM	155	1.583816	1.232129	5.747988	0.033267	1.402473

(Sumber Data: Hasil penelitian)

Variabel dependen dalam penelitian ini yakni *return* saham memiliki nilai rata-rata mingguan sebesar 0.014078 dengan standar deviasi 0.017481. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata *return* saham mingguan perusahaan sampel dalam industri manufaktur selama periode 2008-2009 adalah positif. *Return* tertinggi sebesar 0.071233 dimiliki oleh PT. Astra Autoparts Tbk (AUTO), sementara *return* terendah yakni sebesar -0.02890 dimiliki oleh PT. Keramika Indonesia Asosiasi Tbk (KIAS). Jika dilihat selisih nilai rata-rata dengan nilai maksimum dan minimum, terlihat bahwa nilai rata-rata data lebih mendekati nilai minimum. Nilai median juga lebih kecil dari rata-rata. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun rata-rata *return* bernilai positif, kebanyakan *return* perusahaan sampel selama periode penelitian bernilai lebih kecil dari rata-rata.

Untuk variabel independen *cash value added* (CVA), diketahui bahwa rata-ratanya adalah -0.095502 dan nilai median CVA bernilai negatif, yakni -0.10489. Hal ini menunjukkan rata-rata laba bersih berupa kas yang dihasilkan perusahaan di Indonesia rata-rata atau kebanyakan bernilai negatif. Jika dilihat dari selisih antara nilai rata-rata dengan nilai maksimum dan minimum, sama seperti *return* perusahaan, nilai rata-rata CVA lebih mendekati nilai minimumnya, sehingga dapat dikatakan juga bahwa rata-rata CVA perusahaan sampel pada periode penelitian masih rendah. Standar deviasi CVA cukup besar, yakni 1.073367, sehingga dapat dikatakan penyimpangan datanya cukup tinggi. Hal ini dapat dilihat juga dari nilai maksimum yang cukup jauh di atas rata-rata.

Variabel *price-earnings ratio* (PER), memiliki nilai rata-rata 14.96277, dengan standar deviasi 17.01696. Jika dilihat dari data, ada beberapa perusahaan dengan PER yang sangat tinggi dan beberapa dengan PER yang sangat rendah, sehingga untuk membandingkan nilai rata-rata dengan nilai minimum dan maksimum, akan kurang tepat. Karena itu, kita dapat membandingkan dengan nilai median. Nilai rata-rata PER perusahaan sampel (14.96277) lebih besar dari mediannya (8.9600), sehingga dapat dikatakan bahwa kebanyakan nilai PER berada di bawah nilai rata-rata. Namun meskipun kebanyakan PER perusahaan nilainya dibawah rata-rata, perusahaan dengan PER di atas rata-rata nilainya sangat tinggi, sehingga standar deviasinya cukup besar, yakni 17.01696. Dilihat dari nilai rata-ratanya, dapat dikatakan bahwa nilai PER perusahaan sampel pada periode penelitian cukup tinggi. Hal ini berkebalikan dengan nilai *return* yang cenderung kecil selama periode penelitian.

Untuk variabel kontrol beta yang menunjukkan sensitivitas harga saham perusahaan dengan harga saham gabungan (IHSG), nilai rata-ratanya adalah 0.3725, dengan standar deviasi 0.5836. Nilai maksimumnya adalah 2.2828 dan nilai minimumnya adalah -0.8415. Variabel *leverage* memiliki nilai rata-rata 0.75133 dengan standar deviasi 0.9423. Nilai tertinggi adalah 3.726 dan nilai terendah adalah 0, yang berarti perusahaan tidak memiliki hutang atau obligasi. Jika dilihat dari nilai rata-ratanya yang lebih mendekati nilai minimum daripada maksimum, maka dapat dikatakan bahwa proporsi hutang yang digunakan untuk

membayai kegiatan operasional dan investasi pada perusahaan sampel cukup rendah. Untuk variabel *size* atau ukuran perusahaan, nilai rata-ratanya adalah 26.7027. Jika kita membandingkan selisih nilai rata-rata dengan nilai maksimum dan minimum, dapat dilihat bahwa nilai rata-rata lebih mendekati nilai maksimum, sehingga dapat dikatakan bahwa rata-rata ukuran perusahaan sampel pada industri manufaktur, yang diukur dengan *market value of equity*, cukup besar. Untuk variabel *book to market ratio*, rata-ratanya adalah 1.5838, yang berarti nilai buku perusahaan manufaktur pada periode penelitian kebanyakan lebih besar dari nilai pasarnya. Nilai maksimumnya 5.74799 dan nilai minimumnya adalah 0.03327.

## 4.2. Uji Asumsi Klasik

### 4.2.1 Uji Multikolinearitas

Uji ini dilakukan untuk melihat ada tidaknya interaksi antara variabel independen (*multicollinearity*) dengan menggunakan matriks korelasi antar variabel independen. Adanya multikolinearitas dapat dilihat dari koefisien korelasi Pearson. Jika koefisien korelasi bernilai lebih besar dari 0.8, maka terdapat indikasi gejala multikolinearitas.

Hasil pengujian multikolinearitas dapat dilihat pada tabel 4.2. Berdasarkan tabel tersebut, dapat dilihat bahwa tidak terdapat gejala multikolinearitas pada kedua model penelitian karena koefisien korelasi Pearson lebih kecil dari 0.8.

Tabel 4.2

Tabel Uji Multikolinearitas untuk Model PER

	PER	BETA	SIZE	LEV	BTM
PER	1				
BETA	0.005544	1			
SIZE	0.108232	0.033194	1		
LEV	0.16429	-0.04029	-0.04141	1	
BTM	-0.20185	0.027083	-0.71722	-0.13872	1

Tabel 4.3

Tabel Uji Multikolinearitas untuk Model CVA

	CVA	BETA	SIZE	LEV	BTM
CVA	1				
BETA	-0.33423	1			
SIZE	0.159055	0.033194	1		
LEV	-0.00195	-0.04029	-0.04141	1	
BTM	-0.20888	0.027083	-0.71722	-0.13872	1

#### 4.2.2 Uji Heteroskedastisitas

Pengujian asumsi klasik berikutnya adalah untuk menguji adanya gejala heteroskedastisitas, yang dilakukan dengan menggunakan uji White (*White Heteroskedasticity Test*) melalui perangkat Eviews versi 6.0. Pengujian dilakukan terhadap kedua model dengan  $\alpha = 5\%$ . Bila probabilita  $\text{Obs} \cdot R\text{-squared} < \alpha$ , maka terdapat indikasi gejala heteroskedastisitas.

Menurut Nachrowi dan Usman (2006), akibat yang ditimbulkan dari adanya heteroskedastisitas biasanya adalah interval kepercayaan semakin lebar. Hal tersebut akan mempengaruhi uji hipotesis baik uji-t maupun uji-F yang berdampak pada uji hipotesis yang tidak akurat, sehingga akhirnya menghasilkan kesimpulan yang salah. Dalam praktiknya, heteroskedastisitas banyak ditemui pada data *cross-section*, karena pengamatan dilakukan pada individu yang berbeda pada saat yang sama.

Pada tabel 4.4 dan 4.5 dapat dilihat hasil uji heteroskedastis untuk model PER dan CVA. Dari tabel 4.5 diketahui bahwa terdapat indikasi gejala heteroskedastisitas pada model CVA. Penulis kemudian menggunakan *White's Heteroskedasticity-consistent coefficient covariance* pada program Eviews sehingga nilai t-statistik yang dihasilkan dari persamaan regresi menjadi tidak bias. Untuk hasil lengkap uji White untuk masing-masing model dapat dilihat pada Lampiran 2 dan 3.



Tabel 4.4

## Uji White Model PER

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.388458	Prob. F(20,134)	0.1386
Obs*R-squared	26.60717	Prob. Chi-Square(20)	0.1467

Tabel 4.5

## Uji White Model CVA

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.840813	Prob. F(20,134)	0.0221
Obs*R-squared	33.40735	Prob. Chi-Square(20)	0.0304

### 4.3 Analisis Hasil Regresi

Setelah melakukan uji asumsi klasik dan *treatment* terhadap kedua model sehingga model memenuhi asumsi yang digunakan, maka diperoleh hasil regresi. Pada tabel 4.4 tercantum hasil regresi untuk model *price-earnings ratio* (PER) dan pada tabel 4.5 tercantum hasil regresi untuk model *cash value added* (CVA). Analisis hasil regresi dilakukan untuk menguji hubungan antara variabel dependen dan variabel independen. Yang akan dianalisis disini adalah nilai koefisien beta, probabilitas F, koefisien determinasi (*R-Squared*) dan probabilitas signifikansi (uji t dan uji p).

#### 4.3.1 Model *Price Earning Ratio* (PER)

Berikut adalah hasil regresi *least square* dengan menggunakan *cross section approach*.

**Tabel 4.6**  
**Tabel Hasil Regresi untuk Model PER**

Independent Variable	Expected Sign	Coefficient	Prob.
PER	-	-0.000180	0.0166**
BETA	+	-0.003189	0.0909*
SIZE	-	0.001142	0.1049
LEV	+	0.002642	0.0428**
BTM	+	0.002300	0.0606*
C		-0.018163	0.2453
N		155	
R-squared		0.068693	
Adjusted R-squared		0.037441	
F-statistic		2.198043	
Prob(F-statistic)		0.057454	
**signifikan pada alpha 5%			
*signifikan pada alpha 10%			
Dependen variabel : rata-rata <i>return</i> saham mingguan			
Independen variabel:			
PER = <i>price-earnings ratio</i>			
BETA = beta saham perusahaan			
SIZE = logaritma natural dari <i>Market Value</i>			
LEV = total hutang dibagi dengan total asset			
BTM = nilai buku ekuitas dibagi dengan nilai pasar ekuitas			

Untuk variabel PER, dapat dilihat pada tabel 4.6 bahwa PER memiliki probabilita signifikan pada alpha 5%, sehingga dapat dikatakan bahwa PER berpengaruh terhadap estimasi *return* saham yang menggambarkan kekayaan pemegang saham. Variabel PER, sesuai dengan ekspektasi koefisien, memiliki koefisien negatif dengan nilai  $-0.00018$ . Artinya, apabila terjadi kenaikan PER sebesar 1 satuan, akan menurunkan rata-rata *return* saham mingguan sebesar  $0.00018$ .

Hal ini merupakan bukti bahwa semakin tinggi nilai PER, maka harga saham menjadi lebih mahal terhadap laba per sahamnya, sehingga menurunkan minat investor untuk membeli saham. Akibatnya, harga saham akan menurun dan *return* perusahaan juga akan turun. Semakin tinggi PER juga dapat

menggambarkan bahwa laba per saham perusahaan rendah, sehingga pendapatan yang diterima investor untuk setiap lembar saham yang dimiliki menjadi rendah dan kekayaan pemegang saham tidak meningkat. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Lam (2002) dan Aydogan dan Gursoy (2000) yang membuktikan bahwa *earnings-price* (E/P) *ratio* berhubungan positif dan signifikan terhadap rata-rata *return* saham. Atau dengan kata lain *price-earnings* (P/E) *ratio* berhubungan negatif dengan *return* yang diterima pemegang saham. Menurut Ball (1978) dalam Lam (2002), ketika nilai PER lebih rendah, harga sahamnya menjadi relatif lebih murah terhadap *earnings* dan diharapkan akan naik di masa mendatang sehingga saham memiliki *expected return* yang relatif tinggi.

Meskipun mempunyai hubungan yang signifikan dengan *return* saham, kontribusi variabel PER ternyata tidak terlalu besar dalam menerangkan *return* saham. Hal ini ditunjukkan oleh koefisien PER yang sangat kecil, yakni -0.00018.

Untuk variabel kontrol, yang memiliki hubungan signifikan adalah beta, *leverage* dan *book-to-market ratio* (BTM), sedangkan variabel *size* tidak memiliki hubungan signifikan dengan rata-rata *return* saham. Dengan kata lain investor dalam melakukan analisa mungkin tidak lagi memperhatikan *size* perusahaan.

Variabel beta memiliki hubungan negatif dengan *return* saham perusahaan dengan koefisien sebesar -0.0032. Artinya, setiap peningkatan beta saham perusahaan sebesar 1 satuan, akan menurunkan *return* saham sebesar 0.0032. Hasil ini berlawanan dengan ekspektasi bahwa beta berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hasil ini sesuai dengan penelitian Fama dan French (1992), yang selain menemukan hubungan positif antara beta dan *return* saham, ternyata juga menemukan bahwa terdapat hubungan negatif. Hal ini mungkin dikarenakan investor yang *risk averse* lebih memilih untuk membeli saham dengan risiko yang cenderung rendah, sehingga harga saham dengan beta tinggi akan turun dan *return* juga menjadi rendah atau menurun.

Variabel *leverage* juga memiliki hubungan yang signifikan terhadap *return* saham dengan koefisien 0.002642. Berarti, setiap kenaikan *leverage* 1 satuan, akan meningkatkan *return* sebesar 0.002642. Hasil ini juga sesuai dengan

ekspektasi koefisien bahwa *leverage* berhubungan positif dengan *return*. Hasil ini sejalan dengan penelitian Bandhari (1998) yang menyatakan hubungan *debt to equity ratio* dengan *return* adalah positif dan signifikan dalam pengujian yang memasukkan *size (market value)* dan *beta*. Hal ini mungkin dikarenakan *leverage* yang semakin besar akan mempengaruhi arus laba bersih perusahaan. Menurut Modigliani dan Miller (1958) dalam Nugroho (2009), *leverage* akan menimbulkan beban bunga yang akan mengurangi beban pajak yang dibayar perusahaan, sehingga meningkatnya DER akan meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, hutang yang lebih tinggi dapat menunjukkan (*signaling*) bahwa manajemen perusahaan yakin bahwa perusahaan mampu membayar biaya bunga dan melunasi hutang dengan menghasilkan *return* dengan lebih baik, sehingga dapat dikatakan bahwa jika tingkat hutang perusahaan tinggi, *return* yang diharapkan juga tinggi.

Variabel *book-to-market* (BTM) memiliki hubungan yang signifikan terhadap *return* dan sesuai dengan ekspektasi bahwa koefisien bernilai positif, yakni sebesar 0.0023. Artinya, setiap kenaikan nilai BTM satu satuan, akan meningkatkan *return* sebesar 0.0023. Hasil ini sesuai dengan penelitian Fama dan French (2002) yang membuktikan bahwa perusahaan dengan BTM yang tinggi memiliki *return* yang tinggi pula.

#### 4.3.2 Model *Cash Value Added* (CVA)

Berikut adalah hasil regresi *least square* dengan menggunakan *cross section approach*.

Tabel 4.7

##### Hasil Regresi untuk Model CVA

Independent Variable	Expected Sign	Coefficient	Prob.
CVA	+	0.003445	0.0282**
BETA	+	-0.001176	0.3115
SIZE	-	0.001121	0.1250
LEV	+	0.002239	0.1475
BTM	+	0.003219	0.0081***

C		-0.021967	0.0785*
N	155		
R-squared		0.142691	
Adjusted R-squared		0.113922	
F-statistic		4.959935	
Prob(F-statistic)		0.000314	
***signifikan pada alpha 1% ** signifikan pada alpha 5% *signifikan pada alpha 10%			
Dependen variabel : rata-rata <i>return</i> saham mingguan Independen variabel: CVA = <i>cash value added</i> BETA = beta saham perusahaan SIZE = logaritma natural dari <i>Market Value</i> LEV = total hutang dibagi dengan total asset BTM = nilai buku ekuitas dibagi dengan nilai pasar ekuitas			

Variabel CVA, jika dilihat dari hasil regresi pada tabel 4.7, dapat kita ketahui bahwa CVA memiliki hubungan signifikan dengan *return* dengan  $\alpha < 5\%$ . Sesuai dengan ekspektasi, koefisien bernilai positif yakni sebesar 0.00345. Hal ini menunjukkan bahwa kenaikan CVA terhadap total kapital sebesar 1 satuan akan meningkatkan rata-rata *return* saham sebesar 0.00345. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Hejazi dan Oskouei (2007) dan Erasmus (2008) yang membuktikan bahwa CVA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham perusahaan.

Seperti yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, CVA merupakan metode pengukuran kinerja perusahaan berdasarkan nilai (*value based*), yang dinilai lebih akurat daripada pengukuran tradisional dalam mengukur kinerja perusahaan dan peningkatan kesejahteraan atau kekayaan pemegang saham. CVA yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki pendapatan dalam bentuk kas yang dapat digunakan untuk membiayai operasi perusahaan ke depan. Jika kinerja perusahaan yang diukur nilainya bagus, seharusnya perusahaan tersebut dapat meningkatkan kesejahteraan atau kekayaan pemegang saham. Dalam penelitian ini, kekayaan pemegang saham diukur menggunakan proxy *return* saham. Karena itu jika kinerja perusahaan yang diukur dengan CVA nilainya

tinggi, maka *return* saham juga tinggi. Dengan kata lain, CVA berhubungan positif dengan *return* saham.

Untuk variabel kontrol, variabel yang signifikan pada model ini adalah *book to market ratio*. Sesuai dengan ekspektasi, BTM berhubungan positif dengan *return* saham dengan koefisien sebesar 0.00322. Artinya, setiap peningkatan BTM sebesar 1 satuan, akan meningkatkan *return* sebesar 0.00322. Sama seperti yang telah disebutkan pada model PER, hasil ini sesuai dengan penelitian Fama dan French (2002) yang membuktikan bahwa perusahaan dengan BTM yang tinggi memiliki *return* yang tinggi pula, sebab BTM yang tinggi lebih berisiko, sehingga diharapkan memberi *return* yang lebih tinggi pula.

Variabel beta yang menunjukkan keterkaitan pergerakan saham perusahaan dengan pergerakan seluruh saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan *return* pada model ini. Hal ini didukung dengan penelitian Fama dan French (1992) dan Lam (2002), yang mengatakan bahwa beta tidak lagi mempunyai hubungan yang signifikan dengan *return* perusahaan. Dengan kata lain investor dalam melakukan analisa tidak memperhatikan beta perusahaan. Selain itu, variabel *size* dan *leverage* juga tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan *return* saham pada model ini.

### 4.3.3 Uji F

Uji F digunakan untuk melihat apakah model memiliki kemampuan untuk menjelaskan variabel dependen dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ . Berikut adalah analisis masing-masing model:

1. Pada model *price earning ratio* (PER), terlihat bahwa model tersebut signifikan secara statistik. Hal ini terlihat dari *Probability F-Statistics* sebesar 0.05745 yang lebih kecil dari  $\alpha = 10\%$ . Berarti model ini dapat digunakan untuk melihat hubungan variabel independen PER terhadap variabel dependen, yakni *return* saham.

2. Pada model *cash value added* (CVA), terlihat bahwa model tersebut juga signifikan secara statistik. Hal ini terlihat dari *Probability F-Statistics* sebesar 0.03257 yang lebih kecil dari  $\alpha = 5\%$ . Berarti model ini dapat digunakan untuk melihat hubungan variabel independen CVA terhadap variabel dependen, yakni *return* saham.

#### 4.3.4 Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) digunakan untuk mengukur kemampuan model dalam menjelaskan variasi dari variabel dependen. Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa:

1. Model *price earning ratio* (PER) menjelaskan variasi *return* sebesar 6.87%, dimana sisanya sebesar 93.13% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dijelaskan dalam model.
2. Model *cash value added* (CVA) menjelaskan variasi *return* sebesar 14.27%, dimana sisanya sebesar 85.73% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dijelaskan dalam model.

#### 4.4 Membandingkan Model PER dan CVA

Untuk membandingkan mana yang lebih baik antara PER dan CVA dalam menjelaskan *return* saham, penelitian ini membandingkan nilai *adjusted-R<sup>2</sup>* nya menggunakan pendekatan *relative information content* dan *incremental information content*.

##### 4.4.1 *Relative Information Content*

Berikut adalah hasil regresi PER dan CVA secara parsial menjadi dua regresi *univariate*.

#### 4.4.1.1 Model PER

##### 4.4.1.1.1 Uji White

Tabel 4.8 menunjukkan hasil pengujian gejala heteroskedastis untuk model PER. Dari tabel dapat kita lihat bahwa tidak terdapat gejala heteroskedastisitas pada model.

**Tabel 4.8**

##### Uji White *Univariate* Model PER

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.082579	Prob. F(2,152)	0.3413
Obs*R-squared	2.176882	Prob. Chi-Square(2)	0.3367

##### 4.4.1.1.2 Hasil Regresi *Univariate* PER

Berikut adalah hasil regresi parsial atau *univariate* model PER.

**Tabel 4.9**

##### Hasil Regresi *Univariate* Model PER

Variable	Exp. Sign	Coefficient	Prob.
PER	-	-0.000179	0.0153**
C		0.016750	0.0000
R-squared		0.030231	
Adjusted R-squared		0.023893	
Prob(F-statistic)		0.030490	
** signifikan pada alpha 5%			

#### 4.4.1.2 Model CVA

##### 4.4.1.2.1 Uji White

Dari tabel 4.10 dapat kita lihat bahwa terdapat gejala heteroskedastisitas pada model. Karena itu digunakan *White's Heteroskedasticity-consistent coefficient covariance* pada program Eviews. Untuk hasil lengkap uji White dapat dilihat pada Lampiran 5.



Tabel 4.10

Uji White *Univariate* Model CVA

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	3.659104	Prob. F(2,152)	0.0281
Obs*R-squared	7.119852	Prob. Chi-Square(2)	0.0284

4.4.1.2.2 Hasil Regresi *Univariate* CVA

Berikut adalah hasil regresi parsial atau *univariate* untuk model CVA.

Tabel 4.11

Hasil Regresi *Univariate* Model CVA

Variable	Exp. Sign	Coefficient	Prob.
CVA	+	0.003148	0.0317**
C		0.014378	0.0000
R-squared		0.037375	
Adjusted R-squared		0.031083	
Prob(F-statistic)		0.015944	

\*\* signifikan pada alpha 5%

4.4.1.3 Membandingkan *Adjusted R-Squared*

Setelah melakukan regresi model PER dan CVA secara parsial, kita kemudian melihat nilai dari *adjusted R<sup>2</sup>* masing masing regresi.

Tabel 4. 12

Perbandingan *Adjusted R-squared*

PER		CVA
2,389%	<	3,108%

Pada tabel 4.12 dapat dilihat bahwa nilai *adjusted R*<sup>2</sup> model CVA lebih besar daripada model PER, sehingga dapat dikatakan bahwa CVA memiliki pengaruh yang lebih besar terhadap *return* saham dibandingkan PER. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Hejazi dan Oskouiei (2007) yang menyatakan bahwa CVA lebih unggul daripada PER dalam menjelaskan *return* yang diterima pemegang saham.

#### 4.4.1.4 Vuong Test

Untuk memberikan bukti yang lebih kuat atau hasil yang lebih konkrit, maka dilakukan uji Vuong seperti yang telah dijelaskan dalam bab 3. Tabel 4.9 menunjukkan hasil statistik Z Vuong.

**Tabel 4.13**  
**Hasil Statistik Z Vuong**

Varians residual untuk model PER ( $\sigma_x^2$ )	0.00030
Varians residual untuk model CVA ( $\sigma_w^2$ )	0.00029
Logaritma natural varians residual model PER ( $\ln \sigma_x^2$ )	-8.12402
Logaritma natural varians residual model CVA ( $\ln \sigma_w^2$ )	-8.13141
$\sum_1^n (e_{w,i}^2 / \sigma_w^2 - e_{x,i}^2 / \sigma_x^2)$	0.00137
$\left[ n^{0.5} \sum_1^n (e_{w,i}^2 / \sigma_w^2 - e_{x,i}^2 / \sigma_x^2) \right]^2$	0.00029
Statistik Z Vuong	-25.59

Dari tabel di atas, dapat kita lihat bahwa nilai statistik Z vuong tidak sama dengan nol ( $Z \neq 0$ ) dan bernilai negatif, yaitu -25.59. Sesuai dengan hipotesis dan aturan pengambilan keputusan (*decision rules*) yang telah dijelaskan pada bab 3, maka dapat dikatakan bahwa:

- Kedua model tidak memiliki *explanatory power* yang sama.
- Model CVA lebih baik (superior) daripada PER dalam menjelaskan *return* saham.

#### 4.4.2 Incremental Information Content

Pada pendekatan ini, dilakukan regresi variabel PER dan CVA sekaligus (*multivariate*) untuk mendapatkan besaran *adjusted Rsquared*-nya dan kemudian dikurangi dengan *adjusted Rsquared* dari regresi parsial (*univariate*) yang telah dilakukan sebelumnya.

##### 4.4.2.1. Uji Multikolinearitas

Berdasarkan tabel 4.14, terlihat bahwa tidak terdapat multikolinearitas diantara variabel independen PER dan CVA

**Tabel 4.14**

##### Uji Multikolinearitas Persamaan *Multivariate* PER dan CVA

	PER	CVA
PER	1.000000	-0.044309
CVA	-0.044309	1.000000

##### 4.4.2.2 Uji White

Dari tabel 4.14 dapat kita lihat bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas pada model *multivariate*.

**Tabel 4.15**

##### Uji White Persamaan *Multivariate* PER dan CVA

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.937220	Prob. F(5,149)	0.0915
Obs*R-squared	9.461105	Prob. Chi-Square(5)	0.0920

#### 4.4.2.3 Hasil Regresi Persamaan *Multivariate* PER dan CVA

Berikut adalah hasil regresi variabel PER dan CVA sekaligus dalam satu persamaan (*multivariate*).

**Tabel 4.16**  
**Hasil Regresi *Multivariate* PER dan CVA**

Variable	Exp. Sign	Coefficient	Prob.
PER	-	-0.000170	0.0183**
CVA	+	0.003029	0.0096***
C		0.014378	0.0000
R-squared		0.064755	
Adjusted R-squared		0.053449	
Prob(F-statistic)		0.006171	
*** signifikan pada alpha 1%			
** signifikan pada alpha 5%			

Dari tabel 4.16, kita ketahui bahwa nilai *adjusted R<sup>2</sup>* dari model *multivariate* adalah 5.35 %. Maka, jika dikurangi dengan nilai *adjusted R<sup>2</sup>* :

1. Model PER memiliki nilai *adjusted R<sup>2</sup>* = 2.39%, maka dapat diketahui bahwa *incremental information content* PER adalah 2.96% (5.35%-2.39%).
2. Model CVA memiliki nilai *adjusted R<sup>2</sup>* = 3.11%, maka dapat diketahui bahwa *incremental information content* dari CVA adalah 2.24% (5.35%-3.11%)

Nilai selisih *adjusted R<sup>2</sup>* menunjukkan seberapa besar dominasi variabel yang satu terhadap variabel lainnya. Semakin kecil nilai selisihnya, berarti semakin kecil dominasi satu variabel terhadap variabel lainnya, sehingga secara *incremental* lebih dapat menjelaskan *return* saham. Dari perhitungan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa CVA, dengan *incremental information content* yang lebih kecil, lebih baik dalam menjelaskan *return* dibandingkan PER.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui hubungan antara oleh *price-earnings ratio* (PER) dan *cash value added* (CVA) terhadap *return* saham pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dari tahun 2008-2009. Penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui apakah CVA lebih baik dalam menjelaskan *return* saham jika dibandingkan dengan PER. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu untuk tujuan tertentu. Setelah melakukan penyaringan, maka didapatkan sampel sejumlah 68 perusahaan dengan 155 titik observasi.

PER dan CVA merupakan metode pengukuran kinerja keuangan perusahaan. Nilai dari PER dan CVA dihitung menggunakan informasi yang terdapat dalam laporan keuangan dan informasi eksternal seperti harga saham, tingkat inflasi, dan suku bunga SBI. Dalam penelitian ini, *price-earnings ratio* (PER) mewakili pengukuran kinerja tradisional (*accounting based*) dan *cash value added* (CVA) mewakili metode pengukuran kinerja berdasarkan nilai (*value based*), yang merupakan pengembangan dari metode tradisional yang dinilai memiliki banyak kelemahan. Nilai kedua metode perhitungan ini digunakan untuk mengukur baik buruknya kinerja perusahaan. Semakin baik kinerja keuangannya, seharusnya perusahaan dapat meningkatkan kesejahteraan atau kekayaan pemegang sahamnya yang tercermin dari peningkatan *return* saham.

Hasil regresi model PER menunjukkan bahwa PER memiliki hubungan negatif yang signifikan dengan rata-rata *return* saham mingguan. Hal ini berarti semakin tinggi nilai PER suatu perusahaan, *return* yang diterima pemegang saham atau investor akan menurun. Hal ini mungkin dikarenakan semakin tinggi PER, dapat disebabkan oleh rendahnya laba per saham, sehingga perusahaan

dapat dikatakan kurang mampu meningkatkan kekayaan pemegang saham. PER yang tinggi juga menunjukkan harga saham terlalu mahal sehingga menurunkan minat investor untuk membeli saham perusahaan. Akibatnya, harga saham akan menurun dan *return* saham juga menjadi rendah atau menurun. Berdasarkan hasil ini, maka hipotesis 1 diterima, yaitu PER memiliki hubungan negatif yang signifikan dengan *return* saham perusahaan.

Hasil regresi model CVA menunjukkan bahwa CVA memiliki hubungan positif yang signifikan dengan *return* saham perusahaan. Artinya, semakin tinggi nilai CVA suatu perusahaan, maka *return* yang diterima pemegang saham atau investor juga tinggi. Hal ini dikarenakan nilai CVA yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan semakin mampu menghasilkan laba berupa kas yang melebihi biaya modalnya. Karena itu, perusahaan dinilai memiliki kinerja keuangan yang baik, sehingga dapat meningkatkan kesejahteraan atau kekayaan pemegang saham. Berdasarkan hasil ini, maka hipotesis 2 penelitian diterima, yaitu CVA memiliki hubungan positif yang signifikan dengan *return* saham.

Karena kedua model membuktikan bahwa keduanya signifikan berhubungan dengan *return* saham, maka dilakukan pengujian berikutnya untuk mengetahui metode mana yang lebih baik dalam menjelaskan *return* saham. Pengujian ini dilakukan dengan pendekatan pada penelitian Biddle et al (1997), yakni *relative information content* dan *incremental information content*. Penulis juga melakukan uji beda terhadap *adjusted R-squared* kedua model berdasarkan *Vuong test* (Vuong, 1989) yang juga digunakan oleh Biddle et al (1997) untuk menguji *relative information content* secara statistik. Hasil pengujian dengan kedua pendekatan membuktikan bahwa CVA lebih baik atau lebih unggul dalam menjelaskan *return* saham jika dibandingkan dengan PER. Berdasarkan hasil ini, maka hipotesis 3 diterima, yaitu CVA lebih baik dalam menjelaskan *return* jika dibandingkan dengan PER.

## 5.2 Keterbatasan Penelitian

Skripsi ini tentunya masih memiliki banyak keterbatasan, yakni:

1. Periode penelitian masih pendek, yakni hanya untuk tahun 2008-2009, sehingga jumlah sampel yang diteliti jauh lebih sedikit dari yang dilakukan peneliti dalam jurnal internasional.
2. Pengujian hanya dilakukan pada perusahaan dalam satu industri yaitu manufaktur, sehingga tidak dapat diketahui bagaimana pengaruh CVA pada industri lainnya.
3. Penelitian ini hanya menguji dan membandingkan dua alat ukur kinerja (PER dan CVA) dalam hubungannya dengan *return* saham. Masih terbuka kemungkinan adanya alat ukur kinerja tradisional lain yang mungkin dapat menjelaskan *return* saham lebih baik dari CVA.

## 5.3 Saran

Bagi penelitian selanjutnya, saran yang dapat diberikan peneliti untuk dipertimbangkan antara lain:

1. Penelitian berikutnya dapat memperpanjang periode penelitian agar sampel yang diuji lebih banyak.
2. Pengujian dapat dilakukan pada industri selain manufaktur dan kemudian membandingkannya, apakah terdapat perbedaan pengaruh CVA pada tiap industri.
3. Menggunakan alat ukur kinerja keuangan lainnya, baik *accounting based* maupun *economic based* untuk dibandingkan dengan CVA, untuk mengetahui apakah CVA juga unggul atau tidak dalam menjelaskan *return* saham.

## DAFTAR REFERENSI

- Ameels, Anne, et al. (2002). Value-Based Management. Control Processes to Create Value Through Integration a Literature Review. *Vlerick Louven Gent, Management School*.
- Basu, Sanjoy. (1977). The Investments Performance of Common Stock in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis, *Journal of Finance* 32.
- Bhandari, Laxmi Chand. (1998). Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Return: Empirical Evidence. *Journal of Finance*, 63
- Biddle, G.C, et al. (1997). “Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.24 No 3
- Brigham, Eugene F., et al. (1999). *Financial Management Theory and Practice*. Orlando: The Dryden Press
- Bursa Efek Indonesia (BEI). (2010). *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. ECFIN, Jakarta.
- Bodie, et al. (2002). *Investment, 6th edition*. Boston : Mc Graw-Hill
- Chen Shimin dan James L.Dodd. (2001). Operating Income, Residual Income and EVA : Which Metric is More Value Relevant?. *Journal of Managerial Issues*, Vol XIII No.1, Spring 2001: 65-86
- Daraghma, Zahran. (2010). The Relative and Incremental Information of Earnings and Operating Cash Flow: Empirical Evidence from Middle east, the Case of Palestine. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* ISSN, 1450-2275 Issue 22, pp 123-135



- Erasmus, Pierre. (2008). The Relative and Incremental Information Content of The Value-Based Financial Performance Measure Cash Value Added (CVA). *Management Dynamics*, Vol 17 No.1
- Erasmus, Pierre. (2008). Value Based Financial Performance Measures: An Evaluation of Relative and Incremental Information Content. *Corporate Ownership & Control*, Vol 6, Issue 1, pp 66-77
- Fama, E.F. dan French. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Return. *The Journal of Finance*, 47, 427-465
- Fernandez, Pablo. (2001). EVA and Cash Value Added do NOT Measure Shareholder Value Creation. *IESE University of Navarra, Research Paper No 453*.
- Fernandez, Rodriguez, et al. (1999). Technical Analysis in the Madrid Stock Exchange, *Fundacion de Estudios Economia Aplicada Working Paper*, April 1999.
- Gujarati, Damodar. (1998). *Ekonometrika Dasar*, Erlangga: Jakarta
- Hejazi, Rezvan and Oskouei. (2007). The Information Content of Cash Value Added (CVA) and P/E Ratio: Evidence on Association with Stock Returns for Industrial Companies in the Tehran Stock Exchange, *Iranian Accounting & Auditing Review*, Spring 2007, Vol.14 No.47, pp 21-36
- Hidayat, Taufik. (2006). Perbandingan Pengaruh EVA dan Pengukuran Kinerja Lainnya Terhadap Imbal Hasil Saham di Indonesia, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol 3 No 1, pp 55-75
- Horngren, C., et al. (2007). *Cost Accounting: A Managerial Emphasis 12th Edition*. New Jersey : Prentice Hall.
- Iramani dan Febrian, Erie. (2005). *Financial Value Added: Suatu Paradigma dalam Pengukuran Kinerja dan Nilai Tambah Perusahaan*. *Jurnal Akuntansi & Keuangan*. Vol 7 No.1

- Jogiyanto. (2003). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Tiga. Yogyakarta: BPFE
- Jones, Charles P. (2002). *Investment : Analysis and Management*, Eight Edition, John Willey and Sons, Inc.
- Kieso, Donald E. (2006). *Intermediate Accounting 12 Edition*. John Wiley & Sons.
- Lam, Keith S.K. (2002). The Relationship Between Size, Book-to-Market Equity Ratio, Earning-Price Ratio, and Return for The Hongkong Stock Market, *Global Finance Journal 13*, pp 163-179
- Malmi, Teemu. (2003). Value Based Management practices-some evidence from the field. *Management Accounting Research 14* pp 235-254
- Meythi. (2006). Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Harga Saham dengan Persistensi Laba Sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*, 23-26
- Nachrowi, D.N., dan Usman, Hardius. (2006). Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan: Lembaga . Salemba Penerbit FEUI
- Nugroho, Inung Adi.(2009). Analisis Pengaruh Inforasi Fundamental Terhadap Return Saham. Tesis Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Nurdin, Yeny Rosalina. (2007). Perbandingan Kandungan Informasi EVA CVA NI dan OCF terhadap Kinerja Saham di Indonesia. Tesis Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Ottosson, E. dan Weissenrieder, F. (1996). Cash Value Added-A new Method for Measuring Financial Performance, *Gothenburg Studies in Financial Economics, Study No.1*, pp. 2-7
- Penman, S.H., and Zhang, X. (2002). Accounting Conservatism, The Quality of Earnings, and Stock Returns. *The Accounting Review*, vol 77 No.2

- Purnomo, Yogo. *Keterkaitan Kinerja Keuangan dengan Harga Saham*. Usahawan No.12 Th XXVII
- Ross, Stephen A., et al. (2003). *Corporate Finance Fundamentals 8th edition*. USA: McGraw-Hill.
- Sari, Dian Indah Kencana. (2006). CVA sebagai Metode Alternatif dalam Pemilihan Instrumen Saham. Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Simon, J. (1999). *Company Valuation and Performance Measurement*. Student Accountant.
- Syahputra, Ondo Untung. (2001). Evaluasi EVA dan CVA sebagai *Value Based Management*. Skripsi Departemen Akuntansi FEUI.
- Urbanczyk et al. (2006). Economic Value Added Versus Cash Value Added: The Case of Companies in Transitional Economy, Poland. *The International Journal of Banking and Finance* 3-4, pp 107-117
- Vuong, Q. H. (1989), Likelihood Ratio Tests for Model Selection and Non-Nested Hypothesis, *Econometrica*, vol 57 No.2, pp 307-333.
- Weissenrieder, Fedrik. (1998). Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?. *Gothenburg Studies in Financial Economics*. Studies No 1997:3.
- Weston, J Fred dan Eugene F Brigham. (1993). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Penerbit Erlangga
- Winojo, Setiawan. (2002). Analisis Pengaruh Variabel PER, Size dan Leverage terhadap *Return Saham* (Studi pada Saham-Saham LQ-45 di Bursa Efek Jakarta), Tesis Magister Manajemen FEUI.
- Wirawan, Yanindya Bayu. (1998). *Perbandingan Penggunaan Metode ROE, EVA dan CVA dalam Menilai Kinerja Keuangan Perusahaan*. Tesis Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Worthington, A.C. dan West, T. (2004). Australian Evidence Considering the Information Content of Economic Value Added. *Australian Journal of Management*, 29, pp 201-223

[www.bi.go.id](http://www.bi.go.id) (diakses September 23, 2011, 03.30 pm)

[www.damodaran.com](http://www.damodaran.com) (diakses September 27, 2011, 04.10 pm)

[www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com) (diakses Oktober 17, 2011, 09.00 am)

[www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id) (diakses Oktober 14, 2011, 10.30 am)

Young, S David and Steephen F. O’Byrne. (2001). “EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation”, New York : Mc Graw-Hill

Yubardini. (2005). Perbandingan Penggunaan Metode EVA dan CVA dalam Menilai Kinerja Keuangan Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, Th IX/02, pp 220-231

**Peraturan dan Standar :**

UU No.8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal

PSAK No.01 (Revisi 2009) tentang Penyajian Laporan Keuangan

## DAFTAR LAMPIRAN

### Lampiran 1. Daftar Sampel Perusahaan Manufaktur 2008-2009

No	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan
1	Akasha Wira International Tbk	ADES
2	Polychem Indonesia Tbk	ADMG
3	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk	AISA
4	Argha Karya Prima Inds. Tbk	AKPI
5	Alumindo Light Metal Inds.Tbk	ALMI
6	Asahimas Flat Glass Tbk	AMFG
7	Asiaplast Industries Tbk	APLI
8	Aqua Golden Mississippi Tbk.	AQUA
9	Arwana Citramulia Tbk	ARNA
10	Astra International Tbk	ASII
11	Astra Otoparts Tbk	AUTO
12	Sepatu Bata Tbk	BATA
13	Primarindo Asia Infrastr. Tbk	BRAM
14	Berlina Tbk	BRNA
15	Betonjaya Manunggal Tbk	BTON
16	Budi Acid Jaya Tbk	BUDI
17	Cahaya Kalbar Tbk	CEKA
18	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	CPIN
19	Delta Djakarta Tbk	DLTA
20	Duta Pertiwi Nusantara Tbk	DPNS
21	Darya-Varia Laboratoria Tbk	DVLA
22	Dynaplast Tbk	DYNA
23	Ekadharma International Tbk	EKAD
24	Ever Shine Tex Tbk.	ESTI
25	Eterindo Wahanatama Tbk	ETWA
26	Fajar Surya Wisesa Tbk	FASW
27	Gudang Garam Tbk	GGRM
28	Gajah Tunggal Tbk	GJTL
29	H M Sampoerna Tbk	HMSP
30	Champion Pacific Indonesia Tb	IGAR

31	Sumi Indo Kabel Tbk	IKBI
32	Indomobil Sukses Int I. Tbk	IMAS
33	Indofarma Tbk	INAF
34	Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF
35	Indospring Tbk	INDS
36	Indocement Tunggal Prakasa Tb	INTP
37	Jembo Cable Company Tbk	JECC
38	Japfa Comfeed Indonesia Tbk	JPFA
39	Jaya Pari Steel Tbk	JPRS
40	Kimia Farma Tbk	KAEF
41	KMI Wire & Cable Tbk.	KBLI
42	Kedawung Setia Industrial Tbk	KDSI
43	Keramika Indonesia Asosiasi	KIAS
44	Kalbe Farma Tbk	KLBF
45	Lion Metal Works Tbk	LION
46	Langgeng Makmur Industri Tbk.	LMPI
47	Lionmesh Prima Tbk.	LMSH
48	Multi Prima Sejahtera Tbk	LPIN
49	Malindo Feedmill Tbk	MAIN
50	Multistrada Arah Sarana Tbk	MASA
51	Merck Tbk	MERK
52	Multi Bintang Indonesia Tbk	MLBI
53	Mustika Ratu Tbk	MRAT
54	Mayora Indah Tbk	MYOR
55	Nipress Tbk	NIPS
56	Pan Brothers Tbk.	PBRX
57	Pelangi Indah Canindo Tbk	PICO
58	Prasidha Aneka Niaga Tbk	PSDN
59	Pyridam Farma Tbk	PYFA
60	Ricky Putra Globalindo Tbk	RICY
61	Bentoel International Inv. Tb	RMBA
62	Schering Plough Indonesia Tbk	SCPI
63	Sekawan Intipratama Tbk	SIAP
64	Sierad Produce Tbk	SIPD
65	Sekar Laut Tbk	SKLT
66	Holcim Indonesia Tbk	SMCB

67	Semen Gresik (Persero) Tbk	SMGR
68	Selamat Sempurna Tbk	SMSM
69	Sorini Agro Asia Corporindo	SOBI
70	Suparma Tbk	SPMA
71	Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk	SQBI
72	Indo Acidatama Tbk	SRSN
73	Sunson Textile Manufacture Tbk	SSTM
74	Siantar TOP Tbk	STTP
75	Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS
76	Mandom Indonesia Tbk	TCID
77	Surya Toto Indonesia Tbk	TOTO
78	Trias Sentosa Tbk	TRST
79	Tempo Scan Pacific Tbk	TSPC
80	Ultra Jaya Milk Tbk	ULTJ
81	Nusantara Inti Corpora Tbk	UNIT
82	Unilever Indonesia Tbk	UNVR
83	Voksel Electric Tbk	VOKS
84	Yanaprima Hastapersada Tbk	YPAS

## Lampiran 2. Data Sampel dan Variabel

No	Kode Perusahaan	Return	PER	CVA
1	AISA 08	-0,00093	24,69	-0,2709
2	AKPI 08	0,02347	4,24	-1,1843
3	ALMI 08	0,01081	66,09	0,0397
4	AMFG 08	0,00633	2,31	-0,5168
5	AQUA 08	0,01905	20,3	0,0000
6	ARNA 08	0,00352	6,59	-0,1805
7	ASII 08	0,02455	4,65	3,1670
8	AUTO 08	0,01807	4,77	-0,0353
9	BATA 08	0,01903	1,69	-0,2084
10	BRAM 08	-0,00404	8,55	-0,2127
11	BRNA 08	0,01294	2,28	-2,4165
12	BTON 08	-0,00010	2,9	0,1721
13	BUDI 08	0,01358	14,8	-0,5125
14	CEKA 08	0,01284	7,47	-0,5777
15	CPIN 08	0,01221	5,63	3,1670
16	DLTA 08	0,02603	3,82	-2,9160
17	DVLA 08	0,00191	66,09	0,0590
18	DYNA 08	0,01080	66,09	-0,6941
19	EKAD 08	-0,00118	17,6	-0,8952
20	ETWA 08	0,01100	0,15	-0,4222
21	FASW 08	-0,00065	66,09	0,0584
22	GGRM 08	0,01007	4,35	-0,1922
23	HMSP 08	0,00637	9,11	0,0825
24	IGAR 08	0,01312	8,29	-0,2077
25	IKBI 08	0,02812	1,57	-0,5486
26	IMAS 08	-0,00367	39,35	-0,3603
27	INAF 08	0,00095	30,8	-1,7232
28	INDF 08	0,02747	7,89	-0,2104
29	INDS 08	0,02157	1,41	-2,0163
30	INTP 08	0,02158	9,7	-0,0769
31	JECC 08	0,02439	66,09	0,6768
32	JPFA 08	0,02290	2,56	-1,4297
33	JPRS 08	-0,00285	2,53	0,4528
34	KAEF 08	0,00135	7,62	-0,2127
35	KBLI 08	-0,00073	7,52	-0,7202
36	KDSI 08	0,00555	6,94	-2,9160
37	KIAS 08	0,00623	66,09	-0,0592
38	KLBF 08	0,02317	5,75	-2,9160



39	LION 08	-0,00557	4,23	-0,0017
40	LMPI 08	0,03441	27,45	-1,4538
41	LMSH 08	-0,00594	3,74	-0,1049
42	LPIN 08	0,01115	4,24	-0,4021
43	MAIN 08	0,00510	64,41	-0,4373
44	MASA 08	0,01272	66,09	-0,3597
45	MERK 08	0,01384	8,06	0,0698
46	MLBI 08	0,02204	4,69	0,2081
47	MRAT 08	0,00729	2,94	-0,5040
48	MYOR 08	0,02882	4,45	-0,3947
49	NIPS 08	0,00544	19,21	-2,4398
50	PICO 08	0,00916	18,82	-0,5522
51	PSDN 08	0,00192	15,24	0,2265
52	PYFA 08	-0,02612	11,59	-0,6782
53	RMBA 08	0,01030	14,64	-0,1655
54	SCPI 08	0,01931	5,63	-0,6240
55	SIAP 08	0,01567	18,03	-0,6191
56	SIPD 08	-0,00016	17,18	-0,6087
57	SKLT 08	0,01077	14,56	-0,3987
58	SMCB 08	0,00130	17,11	3,1670
59	SMGR 08	0,01341	9,81	3,1670
60	SMSM 08	0,03088	10,23	-0,0882
61	SOBI 08	-0,01014	5,7	3,1670
62	SQBI 08	0,02279	5,65	3,1670
63	SRSN 08	0,00607	66,09	-0,0746
64	STTP 08	0,01215	40,8	-0,7061
65	TCID 08	0,01505	9,63	-0,0766
66	TOTO 08	0,00232	6,26	0,0009
67	TRST 08	0,00736	7,98	-0,7443
68	TSPC 08	0,00984	5,61	-0,0810
69	ULTJ 08	-0,00183	7,61	-0,0703
70	UNIT 08	0,00792	4,6	-2,6509
71	UNVR 08	0,00856	24,72	-0,0033
72	VOKS 08	0,00621	47,6	-0,4924
73	YPAS 08	0,01161	7,33	-0,1458
74	ADES 09	0,02822	23,13	-0,0466
75	ADMG 09	0,00795	9,68	-0,7069
76	AISA 09	0,01990	15,87	-0,2508
77	AKPI 09	-0,00498	4,31	0,0447
78	ALMI 09	0,01117	6,93	0,0896
79	AMFG 09	0,02641	11,93	-0,1917
80	APLI 09	0,00420	2,67	-0,0302
81	ARNA 09	0,02064	4,28	-0,1751

82	ASII 09	0,07123	13,99	0,0319
83	AUTO 09	0,07123	5,77	3,1670
84	BATA 09	0,07123	8,83	3,1670
85	BRAM 09	0,01792	9,05	0,0605
86	BRNA 09	0,02158	4,09	-0,8565
87	BTON 09	0,00912	5,27	0,0354
88	BUDI 09	-0,00172	5,64	-0,0137
89	CEKA 09	-0,00410	8,96	0,0912
90	CPIN 09	0,03065	4,58	0,1915
91	DLTA 09	0,00991	7,85	3,1670
92	DPNS 09	0,00017	21,38	-0,3088
93	DVLA 09	0,07123	11,86	-0,0843
94	DYNA 09	0,03350	4	-0,3920
95	EKAD 09	0,01793	4,25	-0,3463
96	ESTI 09	0,02237	13,37	-0,4109
97	ETWA 09	0,00315	19,06	-0,2048
98	FASW 09	0,01893	14,33	0,1154
99	GGRM 09	0,01344	12	0,0060
100	GJTL 09	0,02321	1,64	-0,0364
101	HMSP 09	0,01635	8,96	0,0638
102	IGAR 09	0,03760	5,9	-0,0566
103	IKBI 09	0,01085	17,26	0,0696
104	IMAS 09	0,06230	7,29	0,6073
105	INAF 09	0,00116	66,09	-0,0532
106	INDF 09	0,00801	15,02	-0,0367
107	INDS 09	0,04416	0,8	3,1670
108	INTP 09	-0,00315	18,36	0,1493
109	JECC 09	-0,00086	4,68	-0,4162
110	JPFA 09	0,02308	3,56	-0,0487
111	JPRS 09	0,01961	66,09	-0,2012
112	KAEF 09	0,00867	11,28	-0,1152
113	KBLI 09	0,01115	10,84	-0,1578
114	KDSI 09	0,00344	5,97	-1,1997
115	KIAS 09	-0,02890	38,27	-0,1529
116	KLBF 09	0,01424	14,21	0,0491
117	LION 09	0,07123	3,25	0,2396
118	LMPI 09	0,00988	36,19	-0,3090
119	LMSH 09	0,03630	9,6	-0,0643
120	LPIN 09	0,04347	2,29	-0,2501
121	MAIN 09	0,07123	4,02	-0,0197
122	MASA 09	0,01711	7,17	-0,1067
123	MERK 09	0,04274	12,22	0,0208
124	MLBI 09	0,01096	10,95	0,1296

125	MRAT 09	0,01048	8,04	-0,2992
126	MYOR 09	0,00130	9,27	-0,0147
127	NIPS 09	0,02302	7,87	-1,2023
128	PBRX 09	0,06066	1,81	0,5146
129	PICO 09	0,00088	9,88	-0,3468
130	PSDN 09	-0,00578	4,88	-0,5280
131	PYFA 09	0,00501	15,6	-0,1846
132	RICY 09	0,00391	35,03	-0,2227
133	RMBA 09	0,02284	66,09	-0,0580
134	SIAP 09	0,00433	13,26	-0,3795
135	SIPD 09	0,00647	12,58	-0,4431
136	SKLT 09	-0,00126	8,09	-0,0894
137	SMCB 09	0,00211	13,26	0,0444
138	SMGR 09	0,00653	13,46	0,0520
139	SMSM 09	0,00119	8,13	0,1071
140	SOBI 09	0,01428	9,42	0,1183
141	SPMA 09	0,00085	11,36	-0,3430
142	SQBI 09	0,00028	10,67	0,0813
143	SRSN 09	-0,00173	15,89	-0,1951
144	SSTM 09	0,00157	9,4	-0,3077
145	STTP 09	0,00850	7,97	0,0407
146	TBMS 09	0,02276	1,11	1,5496
147	TCID 09	0,00050	13,07	0,0158
148	TOTO 09	0,03989	2,3	0,2467
149	TRST 09	0,00773	4,29	0,0647
150	TSPC 09	0,02018	9,13	0,0356
151	ULTJ 09	0,01973	27,39	-0,1140
152	UNIT 09	-0,00028	4,45	-1,7239
153	UNVR 09	0,00618	27,7	0,0328
154	VOKS 09	0,01280	6,36	-0,1899
155	YPAS 09	0,00353	20,18	-0,0227

### Lampiran 3. Hasil Output E-Views pada Model *Price Earnings Ratio* (PER)

#### Tabel Deskriptif Statistik Model PER

	RETURN	PER	BETA	SIZE	LEV	BTM
Mean	0.014078	14.96277	0.372469	26.70275	0.751327	1.583816
Median	0.010799	8.960000	0.263908	26.64774	0.396481	1.232129
Maximum	0.071233	66.09000	2.282816	32.57607	3.726088	5.747988
Minimum	-0.028902	0.150000	-0.841545	19.96398	0.000000	0.033267
Std. Dev.	0.017481	17.01696	0.583629	2.240654	0.942345	1.402473
Skewness	1.457016	2.131117	0.678838	-0.027405	1.966565	1.590448
Kurtosis	6.076588	6.616037	4.160416	4.012899	6.529800	5.200013
Jarque-Bera	115.9721	201.7736	20.60111	6.645425	180.3747	96.60476
Probability	0.000000	0.000000	0.000034	0.036055	0.000000	0.000000
Sum	2.182059	2319.230	57.73273	4138.927	116.4556	245.4915
Sum Sq. Dev.	0.047058	44594.86	52.45584	773.1616	136.7541	302.9072
Observations	155	155	155	155	155	155

#### Uji White Model PER

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.388458	Prob. F(20,134)	0.1386
Obs*R-squared	26.60717	Prob. Chi-Square(20)	0.1467
Scaled explained SS	58.97185	Prob. Chi-Square(20)	0.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample: 1 155

Included observations: 155

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001675	0.015016	-0.111558	0.9113
PER	-1.51E-05	8.78E-05	-0.172492	0.8633
PER^2	-2.47E-09	1.86E-07	-0.013289	0.9894
PER*BETA	-5.71E-06	6.34E-06	-0.901600	0.3689
PER*SIZE	2.79E-07	2.99E-06	0.093286	0.9258
PER*LEV	-1.64E-06	3.33E-06	-0.491678	0.6238
PER*BTM	5.50E-06	5.59E-06	0.982625	0.3276
BETA	0.001390	0.001755	0.791906	0.4298
BETA^2	2.72E-05	0.000102	0.267837	0.7892
BETA*SIZE	-5.75E-05	5.82E-05	-0.988088	0.3249
BETA*LEV	9.75E-05	9.90E-05	0.985475	0.3262
BETA*BTM	-1.84E-05	0.000122	-0.150447	0.8806

SIZE	0.000121	0.001026	0.118185	0.9061
SIZE^2	-1.57E-06	1.75E-05	-0.089381	0.9289
SIZE*LEV	4.94E-05	4.80E-05	1.029346	0.3052
SIZE*BTM	-3.59E-05	5.02E-05	-0.716089	0.4752
LEV	-0.001624	0.001413	-1.148842	0.2527
LEV^2	0.000141	5.24E-05	2.683644	0.0082
LEV*BTM	-2.78E-05	7.98E-05	-0.348474	0.7280
BTM	0.000973	0.001447	0.672738	0.5023
BTM^2	-2.39E-05	4.12E-05	-0.580755	0.5624
<hr/>				
R-squared	0.171659	Mean dependent var	0.000283	
Adjusted R-squared	0.048026	S.D. dependent var	0.000621	
S.E. of regression	0.000606	Akaike info criterion	-11.85343	
Sum squared resid	4.92E-05	Schwarz criterion	-11.44109	
Log likelihood	939.6405	Hannan-Quinn criter.	-11.68594	
F-statistic	1.388458	Durbin-Watson stat	1.680294	
Prob(F-statistic)	0.138590			

### Hasil Regresi Model *Price-Earnings Ratio*(PER)

Dependent Variable: RETURN  
Method: Least Squares  
Sample: 1 155  
Included observations: 155

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PER	-0.000180	8.38E-05	-2.148702	0.0333
BETA	-0.003189	0.002377	-1.341677	0.1817
SIZE	0.001142	0.000907	1.259526	0.2098
LEV	0.002642	0.001527	1.730768	0.0856
BTM	0.002300	0.001476	1.558378	0.1213
C	-0.018163	0.026277	-0.691218	0.4905
<hr/>				
R-squared	0.068693	Mean dependent var	0.014078	
Adjusted R-squared	0.037441	S.D. dependent var	0.017481	
S.E. of regression	0.017150	Akaike info criterion	-5.255666	
Sum squared resid	0.043826	Schwarz criterion	-5.137856	
Log likelihood	413.3141	Hannan-Quinn criter.	-5.207814	
F-statistic	2.198043	Durbin-Watson stat	1.568092	
Prob(F-statistic)	0.057454			

### Lampiran 4. Hasil Output Eviews pada Model *Cash Value Added (CVA)*

**Tabel Deskriptif Statistik Model CVA**

	RETURN	CVA	BETA	SIZE	LEV	BTM
Mean	0.014078	-0.095502	0.372469	26.70275	0.751327	1.583816
Median	0.010799	-0.104895	0.263908	26.64774	0.396481	1.232129
Maximum	0.071233	3.166968	2.282816	32.57607	3.726088	5.747988
Minimum	-0.028902	-2.915963	-0.841545	19.96398	0.000000	0.033267
Std. Dev.	0.017481	1.073367	0.583629	2.240654	0.942345	1.402473
Skewness	1.457016	1.134490	0.678838	-0.027405	1.966565	1.590448
Kurtosis	6.076588	7.256173	4.160416	4.012899	6.529800	5.200013
Jarque-Bera	115.9721	150.2420	20.60111	6.645425	180.3747	96.60476
Probability	0.000000	0.000000	0.000034	0.036055	0.000000	0.000000
Sum	2.182059	-14.80275	57.73273	4138.927	116.4556	245.4915
Sum Sq. Dev.	0.047058	177.4259	52.45584	773.1616	136.7541	302.9072
Observations	155	155	155	155	155	155

### Uji White Model CVA

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.840813	Prob. F(20,134)	0.0221
Obs*R-squared	33.40735	Prob. Chi-Square(20)	0.0304
Scaled explained SS	72.23017	Prob. Chi-Square(20)	0.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample: 1 155

Included observations: 155

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.012087	0.014186	0.852035	0.3957
CVA	0.003315	0.001351	2.454555	0.0154
CVA^2	-3.80E-05	5.58E-05	-0.680883	0.4971
CVA*BETA	-0.000162	0.000146	-1.108360	0.2697
CVA*SIZE	-0.000107	4.54E-05	-2.366320	0.0194
CVA*LEV	-2.98E-05	5.30E-05	-0.561704	0.5753
CVA*BTM	-0.000175	7.70E-05	-2.270067	0.0248
BETA	0.002506	0.001824	1.373876	0.1718
BETA^2	-5.31E-05	0.000127	-0.419182	0.6758
BETA*SIZE	-9.35E-05	6.19E-05	-1.509729	0.1335

BETA*LEV	-1.27E-05	8.36E-05	-0.151440	0.8799
BETA*BTM	-7.96E-05	0.000118	-0.674724	0.5010
SIZE	-0.000886	0.000974	-0.910331	0.3643
SIZE^2	1.65E-05	1.67E-05	0.989927	0.3240
SIZE*LEV	4.71E-05	4.64E-05	1.013807	0.3125
SIZE*BTM	-1.37E-05	4.90E-05	-0.279828	0.7800
LEV	-0.001573	0.001375	-1.144336	0.2545
LEV^2	0.000145	4.96E-05	2.913864	0.0042
LEV*BTM	-1.73E-05	8.04E-05	-0.215734	0.8295
BTM	0.000588	0.001429	0.411121	0.6816
BTM^2	-5.73E-05	4.91E-05	-1.165111	0.2460
R-squared	0.215531	Mean dependent var	0.000280	
Adjusted R-squared	0.098446	S.D. dependent var	0.000608	
S.E. of regression	0.000577	Akaike info criterion	-11.95201	
Sum squared resid	4.46E-05	Schwarz criterion	-11.53968	
Log likelihood	947.2811	Hannan-Quinn criter.	-11.78453	
F-statistic	1.840813	Durbin-Watson stat	1.822428	
Prob(F-statistic)	0.022103			

### Hasil Regresi Model *Cash Value Added (CVA)*

Dependent Variable: RETURN  
Method: Least Squares  
Sample: 1 155  
Included observations: 155  
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CVA	0.003445	0.001791	1.923729	0.0563
BETA	-0.001176	0.002388	-0.492565	0.6230
SIZE	0.001121	0.000971	1.155013	0.2499
LEV	0.002354	0.002239	1.051203	0.2949
BTM	0.003219	0.001322	2.434066	0.0161
C	-0.021967	0.027220	-0.807015	0.4209
R-squared	0.077670	Mean dependent var	0.014078	
Adjusted R-squared	0.046719	S.D. dependent var	0.017481	
S.E. of regression	0.017067	Akaike info criterion	-5.265352	
Sum squared resid	0.043403	Schwarz criterion	-5.147542	
Log likelihood	414.0648	Hannan-Quinn criter.	-5.217500	
F-statistic	2.509482	Durbin-Watson stat	1.674644	
Prob(F-statistic)	0.032570			

## Lampiran 5. Hasil Output Eviews untuk Regresi *Univariate* PER

### Uji White

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.082579	Prob. F(2,152)	0.3413
Obs*R-squared	2.176882	Prob. Chi-Square(2)	0.3367
Scaled explained SS	5.172290	Prob. Chi-Square(2)	0.0753

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample: 1 155

Included observations: 155

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000393	0.000109	3.601428	0.0004
PER	-8.93E-06	1.20E-05	-0.743363	0.4584
PER^2	6.88E-08	1.76E-07	0.391830	0.6957

R-squared	0.014044	Mean dependent var	0.000294
Adjusted R-squared	0.001071	S.D. dependent var	0.000652
S.E. of regression	0.000652	Akaike info criterion	-11.81400
Sum squared resid	6.46E-05	Schwarz criterion	-11.75510
Log likelihood	918.5851	Hannan-Quinn criter.	-11.79008
F-statistic	1.082579	Durbin-Watson stat	1.583561
Prob(F-statistic)	0.341318		

### Hasil Regresi

Dependent Variable: RETURN

Method: Least Squares

Sample: 1 155

Included observations: 155

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PER	-0.000179	8.18E-05	-2.183939	0.0305
C	0.016750	0.001850	9.055166	0.0000

R-squared	0.030231	Mean dependent var	0.014078
Adjusted R-squared	0.023893	S.D. dependent var	0.017481
S.E. of regression	0.017271	Akaike info criterion	-5.266810
Sum squared resid	0.045636	Schwarz criterion	-5.227540
Log likelihood	410.1778	Hannan-Quinn criter.	-5.250860
F-statistic	4.769590	Durbin-Watson stat	1.604932
Prob(F-statistic)	0.030490		



## Lampiran 6. Hasil Output Eviews untuk Regresi *Univariate CVA*

### Uji White

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	3.659104	Prob. F(2,152)	0.0281
Obs*R-squared	7.119852	Prob. Chi-Square(2)	0.0284
Scaled explained SS	15.61589	Prob. Chi-Square(2)	0.0004

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample: 1 155

Included observations: 155

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000293	5.49E-05	5.330292	0.0000
CVA	0.000113	5.00E-05	2.262982	0.0251
CVA^2	9.06E-06	1.93E-05	0.470364	0.6388

R-squared	0.045935	Mean dependent var	0.000292
Adjusted R-squared	0.033381	S.D. dependent var	0.000622
S.E. of regression	0.000612	Akaike info criterion	-11.94169
Sum squared resid	5.69E-05	Schwarz criterion	-11.88278
Log likelihood	928.4808	Hannan-Quinn criter.	-11.91776
F-statistic	3.659104	Durbin-Watson stat	1.792955
Prob(F-statistic)	0.028051		

### Hasil Regresi

Dependent Variable: RETURN

Method: Least Squares

Sample: 1 155

Included observations: 155

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CVA	0.003148	0.001676	1.878005	0.0623
C	0.014378	0.001445	9.949367	0.0000

R-squared	0.037375	Mean dependent var	0.014078
Adjusted R-squared	0.031083	S.D. dependent var	0.017481
S.E. of regression	0.017207	Akaike info criterion	-5.274204
Sum squared resid	0.045299	Schwarz criterion	-5.234934
Log likelihood	410.7508	Hannan-Quinn criter.	-5.258253
F-statistic	5.940389	Durbin-Watson stat	1.723064
Prob(F-statistic)	0.015944		

## Lampiran 7. Hasil Output Eviews untuk Regresi *Multivariate* PER dan CVA

### Uji White

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.937220	Prob. F(5,149)	0.0915
Obs*R-squared	9.461105	Prob. Chi-Square(5)	0.0920
Scaled explained SS	19.83641	Prob. Chi-Square(5)	0.0013

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Sample: 1 155

Included observations: 155

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000357	0.000107	3.331053	0.0011
PER	-5.17E-06	1.14E-05	-0.454854	0.6499
PER^2	2.08E-08	1.63E-07	0.127785	0.8985
PER*CVA	-6.42E-07	5.90E-06	-0.108764	0.9135
CVA	0.000121	6.73E-05	1.804350	0.0732
CVA^2	3.29E-06	1.88E-05	0.174774	0.8615

R-squared	0.061039	Mean dependent var	0.000284
Adjusted R-squared	0.029531	S.D. dependent var	0.000595
S.E. of regression	0.000586	Akaike info criterion	-12.00860
Sum squared resid	5.12E-05	Schwarz criterion	-11.89079
Log likelihood	936.6668	Hannan-Quinn criter.	-11.96075
F-statistic	1.937220	Durbin-Watson stat	1.828557
Prob(F-statistic)	0.091455		

### Hasil Regresi

Dependent Variable: RETURN

Method: Least Squares

Sample: 1 155

Included observations: 155

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PER	-0.000170	8.07E-05	-2.109470	0.0365
CVA	0.003029	0.001279	2.368728	0.0191
C	0.016913	0.001824	9.273240	0.0000

R-squared	0.064755	Mean dependent var	0.014078
Adjusted R-squared	0.052449	S.D. dependent var	0.017481
S.E. of regression	0.017016	Akaike info criterion	-5.290156
Sum squared resid	0.044011	Schwarz criterion	-5.231251
Log likelihood	412.9871	Hannan-Quinn criter.	-5.266230
F-statistic	5.262099	Durbin-Watson stat	1.687895
Prob(F-statistic)	0.006171		