

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia  
Januari-Juni 2006, Vol. 3, No. 1, pp.55-75

## PERBANDINGAN PENGARUH EVA DAN PENGUKURAN KINERJA LAINNYA TERHADAP IMBAL HASIL SAHAM DI INDONESIA

**Taufik Hidayat**

*Taufik Hidayat adalah staf pengajar Departemen Akuntansi FEUI  
taufikwalhidayat@yahoo.com*

### **Abstract**

*The purpose of this study is to examine whether Economic Value Added® (EVA) is more highly associated with stock returns than other conventional accounting-based measures such as Earnings before Extraordinary Items, Cash Flow from Operation, and Residual Income, as claimed by Stern Stewart.*

*Using pooled ordinary least square method or Panel Data on 121 Indonesian-listed companies in Jakarta Stock Exchange over the period 2001-2003, the test emphasize on two approaches. Relative Information Content describes the association of each individual performance measure relatively with stock returns and Incremental Information Content describes the association of each performance measure with stock return individually and simultaneously.*

*The relative information content tests reveal that earnings to be more closely associated with stock returns than EVA®, Cash Flow from Operation, and Residual Income. The incremental information content tests reveal that earnings and Cash Flow from Operation to be more closely associated with stock returns than EVA® and Residual Income. Other tests for components of EVA® reveal only Cash Flow from Operation and Accruals to be significantly associated with stock returns, where Cash Flow from Operation and Accruals are equal with earnings.*

**Keywords:** *Economic Value Added®, Stock Returns, Earnings, Residual Income, and Cash Flow form Operation.*

## I. LATAR BELAKANG

Tujuan utama yang akan dicapai perusahaan adalah meningkatkan nilai (*value*) dari perusahaan atau dengan kata lain memaksimalkan kesejahteraan dari pemegang saham (*wealth of stockholders*). Untuk mencapai tujuan tersebut, perusahaan harus dapat menunjukkan kinerja yang baik sesuai dengan harapan dari pemegang saham. Acuan yang digunakan untuk mengukur *wealth of stockholders* diantaranya adalah kinerja perusahaan yang tercermin pada laporan keuangan perusahaan seperti pendapatan, laba, dan arus kas dari operasi. Selain itu juga dapat menggunakan rasio keuangan seperti laba per saham (LPS), *return on assets*, *return on investment*, dan *return on equity* (Worthington 2004).

Belakangan ini telah berkembang pendekatan baru dalam mengukur kinerja yang dikenal dengan *economic value added (EVA)*. Metode EVA dikembangkan oleh Stern Stewart & Co yang berpendapat bahwa EVA adalah metode yang lebih tepat dan akurat untuk pengukuran *wealth of stockholders* dibandingkan metode yang lain (Stewart 1991). Stewart juga menyatakan bahwa EVA-lah yang menggerakkan harga saham, bukan *EPS*, *ROE*, dan *ROI* (Harvard Business Review, Nov-Des 1995). Akibat klaim dari Stern Stewart & Co tersebut, akhir-akhir ini EVA telah menjadi topik pembicaraan di kalangan analis.

## II. PERUMUSAN MASALAH

Untuk menguji keakuratan dari suatu pengukuran terhadap *wealth of stockholders* adalah dengan melihat seberapa besar pengaruh antara output yang dihasilkan oleh pengukuran tersebut terhadap *firm value* yang nantinya akan berdampak kepada imbal hasil saham (*stock returns*). Artinya ada asosiasi dan korelasi yang signifikan antara keduanya sehingga pengukuran tersebut benar-benar mencerminkan nilai perusahaan di mata investor. Menyikapi pernyataan atau klaim dari Stern Stewart sebelumnya, maka G.C. Biddle melakukan pengujian pada perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat dari tahun buku 1983 hingga 1994 (Biddle 1997). Dari penelitian tersebut muncul beberapa pertanyaan yaitu :

1. Apakah benar EVA mengungguli pengukuran lainnya seperti laba, arus kas operasi, dan *residual income* dalam menjelaskan imbal hasil saham (*stock returns*) perusahaan?
2. Apakah komponen-komponen spesifik dari EVA (*capital charge, after tax interest, accruals, and accounting adjustments*) dapat menjelaskan imbal hasil saham (*stock returns*) perusahaan dibandingkan dengan laba dan arus kas operasi?

Kedua permasalahan di atas juga akan menjadi dasar penelitian yang akan dilakukan dalam tulisan ini. Penelitian untuk membuktikan kedua permasalahan di atas telah dilakukan di berbagai negara terhadap sejumlah saham dalam kurun waktu tertentu. Hasil penelitian tersebut pada sebagian besar menyimpulkan bahwa EVA bukanlah pengukur kinerja terbaik dikaitkan dengan imbal hasil saham (*stock returns*) perusahaan (Biddle 1997). Sebagian penelitian lain menyatakan bahwa imbal hasil saham lebih dapat dijelaskan oleh EVA.

Oleh karena itu penulis tertarik untuk melakukan penelitian lebih lanjut untuk saham-saham yang ada di Indonesia dengan dasar penelitian Biddle. Di Indonesia, EVA telah diperkenalkan oleh Mark Plus & Co<sup>1</sup> sebagai salah satu alternatif pengukuran kinerja perusahaan. Namun perlu dilakukan penelitian lebih lanjut apakah perhitungan EVA yang dilakukan oleh Mark Plus & Co benar-benar mencerminkan nilai perusahaan.

Penelitian ini dilakukan terhadap 121 saham di Bursa Efek Jakarta dengan kurun waktu 2001 hingga 2003 dengan menggunakan EVA yang dihitung oleh Mark Plus & Co. Pengukuran selain EVA yang akan dijadikan pembanding dalam menjelaskan imbal hasil saham adalah :

1. Laba sebelum pos luar biasa atau *Earning Before Extraordinary Item* (EBEI);
2. Arus kas operasi atau *Cash Flow from Operation* (CFO); dan
3. *Residual Income* (RI)

Sedangkan komponen EVA yang akan diuji terdiri dari :

1. *Capital Charge* (CC);
2. *After Tax Interest* (ATI);
3. *Accruals* (ACC);
4. *Mark Plus's Accounting Adjustment* (ADJ); dan
5. *Cash Flow from Operation* (CFO)

Dalam penelitian ini tidak mencakup penilaian perusahaan dengan *discounted cash flow model* seperti *dividend discount model* (DDM), *free cash flow to equity* (FCFE) dan *free cash flow to the firm* (FCFF). Penelitian ini lebih menekankan kepada *current performance measure*. Penelitian ini juga tidak mencakup penilaian dengan *relative valuation*.

---

<sup>1</sup> Mark Plus & Co adalah lembaga konsultasi manajemen di Indonesia yang didirikan sejak 1989 oleh Hermawan Kartajaya. Dalam perhitungan EVA, MarkPlus bekerja sama dengan MAKSI UI (Siddharta Utama. PhD. CFA).

### III. METODOLOGI PENELITIAN

Metodologi penelitian yang digunakan adalah *pooled time series* dan *cross sectional data* (panel data) terhadap 121 perusahaan (emiten) di Bursa Efek Jakarta selama periode tahun buku 2001 hingga 2003. Pengujian yang dilakukan menggunakan 2 pendekatan yaitu

1. *Relative Information Content*, yaitu membandingkan  $R^2$  dari persamaan yang dihasilkan dengan cara :
  - a. Mengukur pengaruh atas setiap pengukuran kinerja (EVA, EBEI, CFO, dan RI) secara individu terhadap imbal hasil saham.
  - b. Mengukur pengaruh atas setiap komponen EVA (CC, ATI, ACC, ADJ, dan CFO) secara simultan terhadap imbal hasil saham.
  - c. Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* dari hasil masing-masing persamaan tersebut akan dibandingkan satu sama lain dan nilai *adjusted R<sup>2</sup>* tertinggi akan memiliki pengaruh terbesar terhadap imbal hasil saham.<sup>2</sup>
2. *Inceremental Information Content*, yaitu membandingkan *adjusted R<sup>2</sup>* dari persamaan yang dihasilkan dengan cara : Mengukur pengaruh dari 2 pengukuran kinerja secara *mutually exclusive* terhadap imbal hasil saham, kemudian dikurangi dengan pengaruh satu pengukuran kinerja.

Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* dari hasil masing-masing persamaan tersebut akan dikurangi dengan *adjusted R<sup>2</sup>* yang dihasilkan pada *Relative Information Content* di atas. Selisih nilai *adjusted R<sup>2</sup>* tersebut akan menunjukkan dominasi atas pengaruh suatu pengukuran terhadap pengukuran yang lain dalam menjelaskan imbal hasil saham.

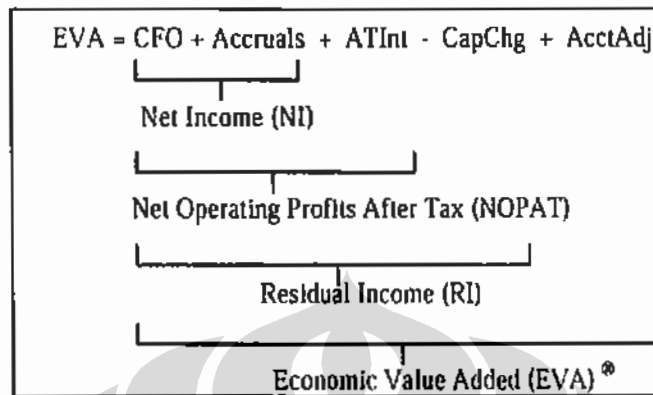
### IV. ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

EVA pertama kali diperkenalkan pada akhir tahun 80-an oleh Stern Stewart. Pada tahun 1991 Stewart menyatakan dalam bukunya "The Quest For Value" bahwa EVA lebih baik dibandingkan laba dan laba per saham. Kemudian pada tahun 1995, Stewart mengeluarkan pernyataan di *Harvard Business Review* bahwa sudah saatnya untuk melupakan EPS, ROE dan ROI (Biddle 1997). Semenjak itulah EVA banyak menjadi sorotan para analis dan investor.

Konsep dasar EVA juga berawal dari laba, arus kas operasi, dan *residual income*. Untuk itu perlu dilihat gambaran keterkaitan antara EVA dan laba (*earnings before extraordinary items/EBEI*), arus kas operasi (*operating cash flow/CFO*), dan *residual income* (RI). Gambaran umum komponen EVA adalah sebagai berikut :

<sup>2</sup> Imbal hasil saham yang dimaksud adalah *market-adjusted return*, yaitu imbal hasil saham tahunan dari masing-masing emiten dikurangi dengan imbal hasil IHSG pada tahun bersangkutan.

Gambar 1: Komponen EVA



Sumber: Biddle, G.C et al. (1997).

Penyesuaian terhadap *NOPAT* dan *capital charge* dalam perhitungan EVA dilakukan karena (Young 2001):

1. Konservatisme dari prinsip akuntansi yang berlaku umum yang mensyaratkan *successful efforts accounting*.
2. Laba akuntansi telah memperhitungkan biaya dimasa depan pada periode sekarang seperti beban pajak tangguhan, beban piutang tak tertagih, dan beban garansi.
3. Prinsip akuntansi memungkinkan dilakukannya off-balance sheet debt, padahal kewajiban tersebut secara substansi sebenarnya ada.
4. Prinsip akuntansi yang menganut dasar akrual memungkinkan manajemen untuk memanipulasi laba.
5. Laba akuntansi juga telah memperhitungkan biaya yang tidak ada unsur kas, seperti amortisasi *goodwill* dan beban pajak tangguhan.

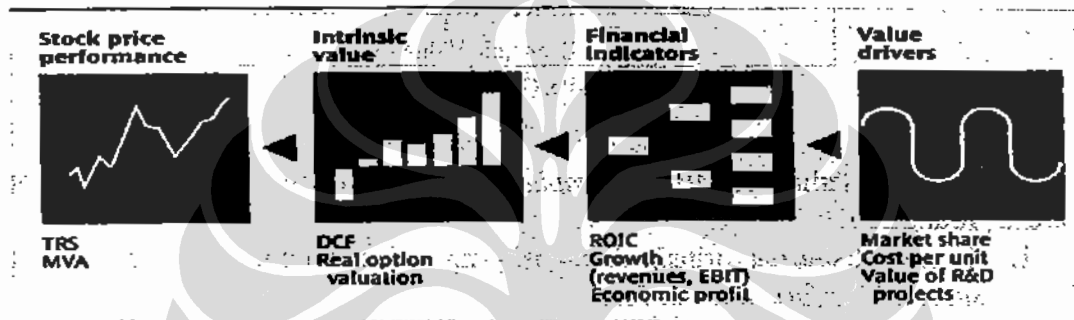
Menurut Stern Stewart, untuk menghitung EVA, jumlah seluruh penyesuaian bisa mencapai 164 jenis, namun setiap perusahaan memiliki penyesuaian yang berbeda-beda, tergantung dari informasi laporan keuangannya.

## V. NILAI PEMEGANG SAHAM (*SHAREHOLDER VALUE*)

Saat ini para investor selalu melihat *stock return* sebagai output akhir dari *shareholder value* (McKensy & Company 2000). Penciptaan *shareholder value* pada bursa saham juga tidak terlepas dari pengukuran nilai intrinsik suatu saham. Nilai intrinsik juga dipicu oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dalam jangka panjang. Kemampuan tersebut dapat diukur dengan berbagai metode menggunakan *discounted cash flow (DCF)* dan pengukuran lainnya.

Untuk melakukan pengukuran nilai intrinsik tersebut, dibutuhkan informasi yang ada di perusahaan. Informasi tersebut berupa indikator keuangan perusahaan seperti pertumbuhan, *return on invested capital (ROIC)*, *economic profit (EVA)*, *EBIT*, dan lain-lain. Sedangkan indikator keuangan sangat dipengaruhi oleh proses penciptaan nilai dalam perusahaan yang dapat diidentifikasi melalui *value drivers*, misalnya *market share*, *cost per unit*, dan lain-lain. Untuk melihat rangkaian proses tersebut dapat dilihat pada bagan dibawah ini :

Gambar 2: Value Metrics



Sumber : McKensey & Company, Inc

Dari gambar di atas dapat dilihat bahwa indikator keuangan tidak memiliki pengaruh langsung terhadap kinerja saham (*stock return*), tetapi kinerja saham dipengaruhi secara langsung oleh nilai intrinsik. EVA sebagai salah satu indikator keuangan juga memiliki pengaruh langsung terhadap kinerja saham (*stock return*). EVA sebagai nilai intrinsik adalah :

$$\text{Value of Firm} = (\text{Invested Capital} + \text{NPV}_{\text{Assets in Place}}) + \sum_{t=1}^{t=n} \text{NPV}_t$$

atau

$$\text{Value of Firm} = \text{Invested Capital} + \text{NPV}_{\text{Assets in Place}} + \sum \text{PV of EVA from new Investment.}$$

Dalam penelitian ini bertujuan untuk mencari bagaimana pengaruh EVA (*current EVA*) terhadap kinerja saham (imbal hasil saham). Oleh karena itu harus diasumsikan bahwa nilai EVA saat ini (*current EVA*) juga merefleksikan nilai EVA di masa datang, sehingga kita bisa beranggapan bahwa EVA saat ini (*current EVA*) bisa dijadikan dasar dalam menentukan nilai perusahaan.

## VI. PENELITIAN TERDAHULU

Biddle et al. (1997) melakukan penelitian dengan pengujian *relative & incremental information* terhadap 773 perusahaan yang menyimpulkan bahwa untuk beberapa perusahaan, EVA mungkin merupakan alat yang efektif untuk pengambilan keputusan internal, pengukuran kinerja, dan kompensasi. EVA tidak mendominasi laba (*earnings*) dalam asosiasinya terhadap imbal hasil saham. Penelitian yang dilakukan Biddle ini yang akan diadopsi oleh penulis dalam penulisan karya akhir ini.

Chen and Dodd (1997) menyimpulkan dalam penelitiannya bahwa korelasi antara EVA dengan imbal hasil saham tidak lebih dari 20 persen. Sedangkan korelasi ROA dengan imbal hasil saham sebesar 25%. Pengukuran EVA memberikan informasi yang lebih namun tidak bisa menggantikan pengukuran tradisional lain seperti EPS, ROI, dan ROA. Selain itu juga disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan signifikan antara EVA dan RI dalam asosiasinya terhadap imbal hasil saham.

Lehn and Makhija (1997), melakukan penelitian terhadap 241 perusahaan besar di Amerika Serikat yang menyimpulkan bahwa dari 6 pengukuran kinerja (ROA, ROE, ROS, *share return*, EVA, dan MVA), EVA memiliki korelasi yang lebih baik terhadap imbal hasil saham. Hal ini juga berdampak kepada CEO perusahaan yang memiliki EVA yang tinggi memiliki risiko dipecat lebih kecil dibandingkan CEO dengan EVA yang lebih rendah.

Bao dan Bao (1998) dalam analisisnya terhadap harga saham dan nilai perusahaan menyimpulkan bahwa laba (*earnings*) dan *abnormal earnings* tidak konsisten terhadap perubahan harga saham, sedangkan *value added* signifikan terhadap perubahan harga saham. O'Byrne (1996) menyimpulkan bahwa perubahan pada EVA lebih dapat menjelaskan variasi imbal hasil saham jangka panjang daripada perubahan pada laba.

Dari berbagai penelitian di atas, sebagian besar mendukung klaim dari Stern Stewart, walaupun sebagian menyatakan bahwa EVA tidak mutlak menggantikan pengukuran kinerja tradisional. Namun hal yang menarik dari berbagai penelitian tersebut adalah, sebagian besar penelitian menggunakan sampel perusahaan di Amerika Serikat, dimana data EVA diperoleh dari Stern Stewart & Co. Sementara, EVA telah dikenal dan dihitung di beberapa negara di luar Amerika Serikat seperti Australia, Inggris, Canada, Brasil, Jerman, Mexico, Turki, dan Perancis.

Penelitian yang dilakukan di luar Amerika Serikat, seperti Worthington and West (2004) yang melakukan penelitian terhadap 110 perusahaan di Australia selama kurun waktu 1992 hingga 1998. Penelitian yang dilakukan mengadopsi Biddle (1997) tersebut menyimpulkan bahwa EVA lebih menjelaskan variasi atas imbal hasil saham dibandingkan pengukuran tradisional yang lain.

Peixoto (2002) yang melakukan penelitian terhadap 39 perusahaan publik di Portugal selama kurun waktu 1995 hingga 1998 menyimpulkan bahwa EVA tidak memiliki pengaruh

yang signifikan terhadap nilai pasar ekuitas.

Iqbal (2004) melakukan pengujian atas pengaruh EVA, ROA, ROE, dan EPS terhadap harga saham untuk 20 emiten di Indonesia pada periode 2000 hingga 2002 menyimpulkan bahwa EVA tidak lebih menjelaskan harga saham dibandingkan EPS, ROA, dan ROE.

Wardhani (2004) juga melakukan pengujian atas pengaruh EVA, CFROI, dan laba bersih terhadap imbal hasil saham terhadap 27 emiten pada kurun waktu 1999 hingga 2002. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa EVA lebih dapat menjelaskan variasi imbal saham jangka panjang daripada CFROI dan laba bersih.

Kurniady (2003) melakukan pengujian pengaruh EVA, laba operasi, dan laba bersih terhadap *Market Value of Equity* dan *Market Value Added*. Penelitian yang dilakukan terhadap 33 emiten di BEJ tersebut menyimpulkan bahwa EVA lebih dapat menjelaskan perubahan pada *Market Value of Equity* dibandingkan laba operasi dan laba bersih. Namun, EVA tidak lebih menjelaskan perubahan pada *Market Value Added* dibandingkan laba operasi dan laba bersih.

Dari berbagai penelitian di Indonesia tersebut terdapat beberapa hasil yang berbeda atas pengaruh EVA terhadap imbal hasil saham. Namun, dari ketiga penelitian di atas, data EVA berikut komponennya seperti *WACC*, *invested capital* dan lain-lain dihitung sendiri oleh peneliti bersangkutan. Artinya metodologi perhitungan EVA dari masing-masing penelitian dapat saja berbeda.

## VII. METODE PENGUMPULAN DATA

Penelitian ini mengambil sampel dari perusahaan-perusahaan yang sahamnya diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) atau disebut juga dengan emiten. Alasan digunakannya sampel, bukan populasi karena tidak semua emiten di BEJ yang EVA nya dihitung oleh MarkPlus & Co, karena semua data EVA berikut komponennya diperoleh dari MarkPlus & Co.

Kurun waktu dari sampel yang diambil adalah dari tahun buku 2001 hingga 2003. Di Indonesia, EVA telah dihitung oleh Markplus & Co sejak tahun buku 2000, namun karena terjadi perubahan metode perhitungan sejak tahun 2001, maka untuk tahun 2000 tidak dimasukkan ke dalam sampel. Sedangkan metodologi perhitungan EVA tahun 2001 hingga 2003 telah dilakukan secara konsisten.

Tabel 1: Distribusi Sampel Penelitian

| Keterangan  | Jumlah |
|---|--------|
| Perusahaan yang terdaftar di BEJ (emiten) tahun 2001 hingga 2003                    | 333    |
| Emiten yang dihitung EVA nya oleh MarkPlus & Co tahun 2001-2003                     | ±190   |
| Emiten di atas yang informasi keuangan & harga sahamnya tersedia pada 2001-2003     | 180    |
| Emiten yang secara konsisten dihitung EVA nya selama 2001-2003                      | 139    |
| Emiten yang datanya tidak termasuk dalam <i>extreme outlier</i> (4 standar deviasi) | 121    |



Dipilihnya 4 standar deviasi untuk penentuan *outlier* karena mengacu kepada penelitian Biddle yang menggunakan 4 standar deviasi sehingga hasil penelitian dapat diperbandingkan. Data harga saham diambil dari *adjusted closing price* di Yahoo-Finance, sedangkan data berupa informasi keuangan perusahaan diperoleh dari laporan keuangan auditan di Bursa Efek Jakarta. Data nilai EVA berikut perhitungan dan komponennya diperoleh dari MarkPlus & Co.<sup>3</sup>

## VIII. METODE ANALISIS

Penelitian ini mengadopsi penelitian Biddle (1997) dengan 2 pendekatan yaitu *Relative Information Content* dan *Incremental Information Content*. Kedua pendekatan menguji pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dengan membandingkan nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* dari masing-masing pendekatan. Walaupun *adjusted R<sup>2</sup>* digunakan sebagai dasar perbandingan, namun regresi tetap diuji dengan pengujian statistik yaitu uji keseluruhan (F-Statistic), uji parsial (t-statistics), dan pengujian dengan *Beta* atau *Standardized Coefficient*.

Dengan menggunakan *standardized coefficient*, berarti melakukan standarisasi terhadap variabel bebas sehingga dapat mengeliminasi dampak perbedaan unit pengukuran masing-masing variabel bebas. Sehingga *standardized coefficient* dapat digunakan untuk mengukur kekuatan variabel bebas secara relatif terhadap variabel terikat (Gujarati 2003).

### 1. *Relative Information Content*

*Relative Information Content* adalah melakukan analisa pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara terpisah. Masing-masing variabel bebas diregresikan dengan variabel terikat menjadi beberapa *univariate regression*. Pengaruh variabel bebas yang paling besar terhadap variabel terikat dilihat dari nilai *adjusted R<sup>2</sup>* masing-masing persamaan regresi.

Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* masing-masing persamaan regresi nantinya akan diuji secara statistik dengan pengujian keseluruhan (F-stat dan p-value). Tujuannya adalah untuk membuktikan secara statistik apakah selisih nilai *adjusted R<sup>2</sup>* tersebut benar-benar signifikan.

### 2. *Incremental Information Content*

*Incremental Information Content* adalah melakukan analisa pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dengan cara melakukan regresi 2 variabel bebas 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

<sup>3</sup> Data EVA tidak diperoleh langsung melalui MarkPlus & Co melainkan melalui perantara Bapak Siddharta Utama Phd.CFA selaku pihak yang bekerja sama dengan MarkPlus & Co dalam perhitungan EVA di Indonesia.

*univariate* salah satu variabel bebasnya untuk mendapatkan selisih nilai *adjusted R<sup>2</sup>*. Semakin kecil selisihnya, maka semakin sedikit pengaruh variabel bebas yang dikurangi (dibuang) terhadap persamaan *multivariate* dalam menjelaskan imbal hasil saham.

## IX. MODEL PERSAMAAN

Dengan asumsi bahwa pasar di Indonesia bersifat *semi strong*, dan *shareholders value* dapat diwakilkan dengan nilai pasar saham, maka bisa disimpulkan bahwa adanya peningkatan pada *shareholder wealth* dapat dicerminkan dengan meningkatnya imbal hasil saham.

### A. PERSAMAAN UMUM PERTAMA

Pengujian pada penelitian ini dilakukan dengan dua metode yaitu *relative information content* dan *incremental information content*. Kedua metode diterapkan atas persamaan umum pertama sebagai berikut :

$$MAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 EVA_{it} + \beta_2 EBEI_{it} + \beta_3 CFO_{it} + \beta_4 RI_{it} + \varepsilon_t$$

dimana ;

$$MAR_{it} = (MAR_{it} - MAR_{it-1}) / MAR_{it-1} \quad (MAR = \text{market-adjusted return}).$$

$$EVA_{it} = \text{eva}_{it} / \text{asset}_{it-1}$$

$$EBEI_{it} = \text{ebe}_{it} / \text{asset}_{it-1}$$

$$CFO_{it} = \text{cfo}_{it} / \text{asset}_{it-1}$$

$$RI_{it} = \text{ri}_{it} / \text{asset}_{it-1}$$

#### Model 1 :

Pada model pertama ini dilakukan dengan pendekatan *relative information content* yaitu mencari persamaan yang memiliki *adjusted R<sup>2</sup>* yang lebih tinggi dalam menunjukkan asosiasinya terhadap imbal hasil saham. Persamaannya adalah :

$$MAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \varepsilon_t$$

dimana  $X_{it}$  adalah  $EVA_{it}$ ,  $EBEI_{it}$ ,  $CFO_{it}$ , dan  $RI_{it}$

#### Model 2 :

Pada model kedua ini dilakukan dengan pendekatan *incremental information content* yaitu mencari selisih *adjusted R<sup>2</sup>* persamaan *multivariate* dikurangi *univariate* yang lebih rendah untuk menunjukkan asosiasinya terhadap imbal hasil saham. Persamaannya adalah :

$$MAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 Xa_{it} + \beta_2 Xb_{it} + \varepsilon_t$$

Nilai  $R^2$  dari persamaan di atas akan dikurangi dengan nilai  $R^2$  dari persamaan :

$$MAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 Xb_{it} + \varepsilon_t$$

Selisih *adjusted*  $R^2$  dari kedua persamaan tersebut disebut *adjusted*  $R^2$  dari *incremental information content*  $Xb_{it}$ . Artinya seberapa besar dominasi  $Xa_{it}$  terhadap  $Xb_{it}$  dalam menjelaskan imbal hasil saham. Semakin kecil selisih *adjusted*  $R^2$  nya berarti semakin kecil dominasi  $Xa_{it}$  terhadap  $Xb_{it}$  sehingga  $Xb_{it}$  secara *incremental* lebih dapat menjelaskan imbal hasil saham dibandingkan  $Xa_{it}$ .

## B. PERSAMAAN UMUM KEDUA

Dalam pengujian ini akan dilihat seberapa besar pengaruh komponen EVA seperti *capital charge (CC)*, *after tax interest (ATI)*, *acruals (ACC)*, *adjustment (ADJ)* dan *operating cash flow (CFO)* terhadap return saham. Persamaan umum kedua adalah sebagai berikut :

$$MAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 CC_{it} + \beta_2 ATI_{it} + \beta_3 ACC_{it} + \beta_4 ADJ_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \varepsilon_t$$

dimana,

$$MAR_{it} = (MAR_{it} - MAR_{it-1}) / MAR_{it-1} \quad (MAR = \text{market-adjusted return}).$$

$$CC_{it} = cc_{it} / \text{asset}_{it-1}$$

$$ATI_{it} = ati_{it} / \text{asset}_{it-1}$$

$$ACC_{it} = acc_{it} / \text{asset}_{it-1}$$

$$ADJ_{it} = adj_{it} / \text{asset}_{it-1}$$

$$CFO_{it} = cfo_{it} / \text{asset}_{it-1}$$

**Model 3 :**

$$MAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 CC_{it} + \beta_2 ATI_{it} + \beta_3 ACC_{it} + \beta_4 ADJ_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \varepsilon_t$$

Pada model ini akan dilihat signifikansi dari masing-masing variabel bebas dalam menjelaskan variabel terikat.

**Model 4 :**

$$MAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \varepsilon_t$$

Dimana  $X_{it}$  adalah  $CC_{it}$ ,  $ATI_{it}$ ,  $ACC_{it}$ ,  $ADJ_{it}$  dan  $CFO_{it}$ .

Untuk persamaan umum kedua (model 3 dan 4) ini dilakukan analisa dengan *relative information content* namun tidak dengan *incremental information content*. Hal ini disebabkan model ini tidak menekankan kepada asosiasi dari masing-masing variabel bebas yang paling kuat terhadap imbal hasil saham, namun untuk melihat signifikansi dari masing-masing variabel bebas terhadap imbal hasil saham. Dengan analisa lebih lanjut, dapat diketahui alasan kenapa EVA paling unggul (tidak paling unggul) dalam menjelaskan imbal hasil saham.

## X. ANALISA HASIL

### A. STATISTIK DESKRIPTIF

Tabel 2: Statistik Deskriptif

|          | return    | eva       | ebei      | cfo       | ri        | cc        | ati       | acc       | adj       |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| mean     | -0.071002 | -0.079740 | 0.056747  | 0.083813  | -0.053963 | -0.134079 | 0.013693  | -0.027066 | -0.025777 |
| median   | -0.174488 | -0.082372 | 0.037670  | 0.067192  | -0.059589 | -0.155342 | 0.008753  | -0.026845 | -0.001123 |
| std dev  | 0.686689  | 0.104161  | 0.088459  | 0.122876  | 0.115988  | 0.113474  | 0.042332  | 0.109934  | 0.065792  |
| min      | -1.491110 | -0.493717 | -0.181470 | -0.435661 | -0.558568 | -0.585656 | -0.167077 | -0.471331 | -0.389929 |
| max      | 3.349132  | 0.294015  | 0.434888  | 0.497929  | 0.307203  | 0.217267  | 0.421467  | 0.584022  | 0.184489  |
| kurtosis | 5.163278  | 2.550925  | 2.676035  | 1.859807  | 1.976711  | 2.503730  | 24.916282 | 4.072189  | 4.992594  |
| skewness | 1.714539  | -0.045818 | 0.921000  | 0.109387  | -0.118353 | 1.088612  | 2.324573  | 0.600597  | -2.203112 |

### B. MATRIK KORELASI

Tabel 3: Matrik Korelasi Model Umum Pertama

|        | return   | eva      | ebei     | cfo      | ri |
|--------|----------|----------|----------|----------|----|
| return | 1        |          |          |          |    |
| eva    | 0.255626 | 1        |          |          |    |
| ebei   | 0.281206 | 0.808724 | 1        |          |    |
| cfo    | 0.224195 | 0.455191 | 0.498551 | 1        |    |
| ri     | 0.113927 | 0.701181 | 0.588548 | 0.336223 | 1  |

Dari matrik korelasi di atas dapat dilihat bahwa seluruh pengukuran kinerja berkorelasi positif dengan imbal hasil saham. Korelasi paling tinggi adalah EBEI, diikuti oleh EVA, CFO dan RI. Sebelum melakukan analisa hasil regresi lebih lanjut, sudah dapat diduga bahwa EVA tidaklah yang paling unggul dibandingkan dengan pengukuran lain dalam menjelaskan imbal hasil saham.

Korelasi tertinggi terjadi antara EVA dan EBEI yaitu 0,808 menunjukkan bahwa komponen utama yang membangun nilai EVA adalah EBEI. Hal ini juga mengindikasikan adanya multikolinearitas dalam persamaan umum pertama, yaitu antara EVA dan EBEI.

Tabel 4: Matrik Korelasi Model Umum Kedua

|        | return    | eva       | cc        | ati       | acc       | adj      | cfo |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----|
| return | 1         |           |           |           |           |          |     |
| eva    | 0.255626  | 1         |           |           |           |          |     |
| cc     | -0.187014 | -0.000861 | 1         |           |           |          |     |
| ati    | 0.04379   | 0.062978  | -0.228816 | 1         |           |          |     |
| acc    | -0.024314 | 0.141966  | -0.015226 | -0.263278 | 1         |          |     |
| adj    | 0.156334  | 0.266136  | -0.710059 | 0.07329   | 0.040175  | 1        |     |
| cfo    | 0.224195  | 0.455191  | -0.165473 | 0.124551  | -0.716562 | 0.098089 | 1   |

Semua komponen EVA berkorelasi positif dengan nilai EVA kecuali CC. Hal ini sesuai dengan rumus EVA yang dijabarkan pada Gambar 1. Korelasi terbesar dengan EVA adalah CFO. Hasil ini konsisten dengan Tabel 4-2 yang menyatakan EBEI merupakan komponen utama membentuk nilai EVA, dimana EBEI juga dibangun dari CFO.

Sedangkan CC berkorelasi negatif terhadap imbal hasil saham, hal ini konsisten dengan korelasinya terhadap EVA. Sedangkan ACC yang berkorelasi positif terhadap EVA, tetapi berkorelasi negatif terhadap imbal hasil saham. Hal ini mengindikasikan bahwa ACC cukup signifikan dalam menjelaskan imbal hasil saham, karena semakin besar akrual semakin kecil komposisi CFO yang akan menjadi imbal hasil bagi pemegang saham (dividen). Hal ini terbukti dengan korelasi CFO adalah yang terbesar dibandingkan komponen EVA lainnya terhadap imbal hasil saham.

## XI. HASIL PENGUJIAN MODEL

### A. PENGUJIAN STATISTIK

#### A.1. Model 1

Model 1 bertujuan untuk menguji apakah EVA mengungguli pengukuran kinerja lain dalam menjelaskan imbal hasil saham. Hasil analisa dengan *relative information content*, yaitu dengan membandingkan *adjusted R<sup>2</sup>* dari masing-masing persamaan univariate, diperoleh hasil sebagai berikut :

Tabel 5: Relative Information Content

|              | EBEI  | > | EVA   | > | CFO   | > | RI    |
|--------------|-------|---|-------|---|-------|---|-------|
| Adj R Square | 7.65% |   | 6.28% |   | 4.76% |   | 1.02% |
| Beta 1       | 0.183 |   | 0.156 |   | 0.109 |   | -0.14 |
| Beta 2       | 0.281 |   | 0.256 |   | 0.224 |   | 0.114 |

Dari hasil di atas terlihat bahwa EBEI lebih dapat menjelaskan variasi pada imbal hasil saham dibanding EVA, CFO dan RI. Artinya EVA bukanlah yang paling unggul dalam menjelaskan imbal hasil saham seperti yang diklaim oleh Stern Stewart.

Sedangkan nilai *Beta* (*standardized coefficient*) diperoleh dari persamaan regresi *multiivariate* variabel bebas terhadap imbal hasil saham (Beta 1) dan persamaan *univariate* nya (Beta 2). Dari nilai *Beta* tersebut dapat dilihat bahwa besarnya konsisten dengan besaran *adjusted R<sup>2</sup>* dari masing-masing regresi.

## A.2 Model 2

Hipotesis 2 bertujuan untuk menguji apakah EVA mengungguli pengukuran kinerja lain dalam menjelaskan imbal hasil saham dengan analisa *incremental information content*, hasilnya adalah sebagai berikut :

Tabel 6: Incremental Information Content

| EVA/<br>EBEI           | CFO/<br>EBEI | RI/<br>EBEI | EVA/<br>CFO           | EBEI/<br>CFO | RI/<br>CFO | EBEI/<br>EVA          | CFO/<br>EVA | RI/<br>EVA | EVA/<br>RI           | EBEI/<br>RI | CFO/<br>RI |
|------------------------|--------------|-------------|-----------------------|--------------|------------|-----------------------|-------------|------------|----------------------|-------------|------------|
| -0.03%                 | 0.69%        | 0.15%       | 2.73%                 | 3.58%        | -4.76%     | 1.35%                 | 1.21%       | 0.58%      | 5.83%                | 6.78%       | -1.02%     |
| Total Incremental EBEI |              |             | Total Incremental CFO |              |            | Total Incremental EVA |             |            | Total Incremental RI |             |            |
| 0.82%                  |              |             | 1.55%                 |              |            | 3.15%                 |             |            | 11.60%               |             |            |

Dari ke empat nilai *incremental R<sup>2</sup>* di atas, dapat dilihat bahwa EBEI dan CFO memiliki nilai inkremental yang lebih rendah dibandingkan EVA dan RI. Hal ini membuktikan bahwa EBEI dan CFO secara inkremental lebih dapat menjelaskan variasi pada imbal hasil saham dibandingkan EVA dan RI.

## A.3. Model 3

Dari hasil pengolahan data dari model ketiga, yaitu melakukan regresi komponen EVA terhadap imbal hasil saham, diperoleh hasil sebagai berikut :

Tabel 7: Hasil Regresi Model Ketiga

| Dependent Variable: RETURN                                       |             |                    |             |        |
|--|-------------|--------------------|-------------|--------|
| Method: Pooled Least Squares                                     |             |                    |             |        |
| Sample: 2001 2003  |             |                    |             |        |
| Included observations: 3   |             |                    |             |        |
| Balanced sample  |             |                    |             |        |
| Total panel observations 363                                     |             |                    |             |        |
| White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance |             |                    |             |        |
| Variable   | Coefficient | Std. Error         | t-Statistic | Prob.  |
| C  | -0.263971   | 0.0758230          | -3.481427   | 0.0006 |
| CC   | -0.415601   | 0.4202050          | -0.989043   | 0.3233 |
| ATI  | 0.729809    | 0.7465390          | 0.977590    | 0.3289 |
| ACC  | 1.654565    | 0.4763450          | 3.473455    | 0.0006 |
| ADJ  | 0.441959    | 0.5721400          | 0.772466    | 0.4403 |
| CFO  | 2.188536    | 0.3409590          | 6.418770    | 0      |
| R-squared  | 0.104804    | Mean dependent var | -0.071002   |        |
| Adjusted R-squared   | 0.092266    | S.D. dependent var | 0.687637    |        |
| S.E. of regression   | 0.655147    | Sum squared resid  | 153         |        |
| F-statistic  | 8           | Durbin-Watson stat | 2           |        |
| Prob(F-statistic)  | 0           |                    |             |        |

Persamaan di atas menghasilkan *adjusted R*<sup>2</sup> sebesar 9,22% dengan F-stat sekitar 8. Dari hasil pengujian parsial (t-stat) dapat dilihat bahwa hanya variabel bebas ACC dan CFO yang signifikan menjelaskan imbal hasil saham. Seperti diketahui bahwa ACC dan CFO adalah faktor pembentuk nilai EBEI. Hal ini konsisten dengan hasil pada model 1 dan model 2 yang menyimpulkan bahwa EBEI adalah variabel yang paling signifikan dalam menjelaskan imbal hasil saham.

Dari masing-masing komponen EVA, sesuai dengan rumus EVA itu sendiri, diprediksikan bahwa semua komponen EVA memiliki koefisien positif kecuali CC. Dari Tabel 8 dapat dilihat bahwa koefisien CC memiliki tanda negatif sedangkan yang lain bertanda positif, hal ini sesuai dengan prediksi berdasarkan metodologi perhitungan EVA. Semakin tinggi nilai *capital charge*, maka semakin kecil nilai EVA.

Selain itu, *adjustment* (ADJ) ternyata tidak signifikan mempengaruhi imbal hasil saham. Jika ADJ tidak signifikan, seharusnya RI dimana ADJ adalah satu-satunya faktor yang membedakannya dengan EVA, menjadi lebih signifikan dalam menjelaskan imbal hasil saham dibandingkan dengan EVA. Namun, jika ADJ diregresikan secara terpisah terhadap imbal hasil saham, diperoleh hasil yang signifikan (lihat Tabel 8). Perbedaan signifikansi ini dimungkinkan karena adanya multikolinearitas antara ADJ dengan CC (Lihat Tabel 4) dengan koefisien korelasi -0,71.

#### A.4. Model 4

Tabel 8: Hasil Regresi Persamaan Umum Kedua

| KET         | CONS    | CC      | ATI    | ACC     | ADJ     | CFO     | F-stat | Adj R <sup>2</sup> |
|-------------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|--------------------|
| Prediksi    |         | (-)     | (+)    | (+)     | (+)     | (+)     |        |                    |
| Coefficient | -0.2227 | -1.1317 |        |         |         |         | 13.08  | 3.23%              |
| t-stat      | -3.6217 | -3.3847 |        |         |         |         |        |                    |
| prob        | 0.0003* | 0.0008* |        |         |         |         |        |                    |
| Coefficient | -0.0807 |         | 0.7103 |         |         |         | 0.69   | -0.08%             |
| t-stat      | -2.1826 |         | 1.0564 |         |         |         |        |                    |
| prob        | 0.0297* |         | 0.2915 |         |         |         |        |                    |
| Coefficient | -0.0751 |         |        | -0.1519 |         |         | 0.21   | -0.22%             |
| t-stat      | -2.1386 |         |        | -0.4721 |         |         |        |                    |
| prob        | 0.0331* |         |        | 0.6371  |         |         |        |                    |
| Coefficient | -0.0387 |         |        |         | 1.2513  |         | 9.04   | 2.17%              |
| t-stat      | -1.0527 |         |        |         | 2.6971  |         |        |                    |
| prob        | 0.2932  |         |        |         | 0.0073* |         |        |                    |
| Coefficient | -0.1760 |         |        |         |         | 1.2529  | 19.11  | 4.76%              |
| t-stat      | -4.6340 |         |        |         |         | 4.7918  |        |                    |
| prob        | 0.0000* |         |        |         |         | 0.0000* |        |                    |
| Coefficient | -0.2640 | -0.4156 | 0.7298 | 1.6546  | 0.4420  | 2.1885  | 8.36   | 9.23%              |
| t-stat      | -3.4814 | -0.9890 | 0.9776 | 3.4735  | 0.7725  | 6.4188  |        |                    |
| prob        | 0.0006* | 0.3233  | 0.3289 | 0.0006* | 0.4403  | 0.0000* |        |                    |

\* signifikan pada  $\alpha = 5\%$  (two-tailed)

Hasil regresi model 4 yaitu persamaan *univariate* masing-masing komponen EVA terhadap imbal hasil saham dapat dilihat pada Tabel 8. Jika masing-masing komponen EVA diregresikan secara terpisah terhadap imbal hasil saham, diperoleh koefisien yang sesuai dengan prediksi, kecuali untuk Akrua (ACC). Akrua yang seharusnya memiliki koefisien positif, jika diregresikan secara terpisah terhadap imbal hasil saham memiliki koefisien negatif. Nilai akrua memiliki koefisien positif pada model 3 karena unsur akrua telah terdapat dalam nilai *Adjustment* (ADJ) sehingga koefisiennya mengikuti rumusan perhitungan EVA yaitu positif. Namun hasil negatif dari regresi *univariate* dikarenakan tidak adanya unsur *Adjustment* dalam persamaan, sehingga semakin besar nilai akrua, semakin kecil arus kas operasi, semakin kecil imbal hasil saham.

Selain itu, walaupun akrua (ACC) memiliki koefisien negatif, namun secara model tidak signifikan. Hal yang sama juga terjadi pada *after tax interest* (ATI), yang secara model tidak signifikan. Tidak signifikannya ACC dan ATI disebabkan keduanya merupakan bagian dari NOPAT yaitu CFO + ACC + ATI. Semakin besar nilai NOPAT, semakin besar nilai EVA, diharapkan semakin besar imbal hasil saham. Sedangkan ACC dan ATI jika berdiri sendiri tidak memiliki arti khusus jika dikaitkan dengan imbal hasil saham.

## B. PENGUJIAN LAIN

Pengujian lain yang penulis coba lakukan adalah dengan menguji hipotesis 1 yaitu menggunakan sampel yang EVA nya positif. Hal ini dilakukan mengingat 298 dari 363 observasi penelitian memiliki nilai EVA yang negatif. Untuk itu perlu mengeluarkan observasi yang memiliki nilai EVA negatif untuk melihat bagaimana dampaknya terhadap hipotesis 1 untuk observasi yang memiliki nilai EVA positif saja. Dari hasil pengolahan data diperoleh hasil:

Tabel 9: Hasil Pengujian Persamaan Umum Pertama untuk EVA yang positif

| KET         | CONS    | EVA      | EBEI     | CFO      | RI       | F-stat | Adj R <sup>2</sup> |
|-------------|---------|----------|----------|----------|----------|--------|--------------------|
| Coefficient | 0.0274  | 2.0139   |          |          |          | 3.17   | 3.27%              |
| t-stat      | 0.2438  | 2.0812   |          |          |          |        |                    |
| prob        | 0.4041  | 0.02075* |          |          |          |        |                    |
| Coefficient | -0.0672 |          | 1.3176   |          |          | 1.92   | 1.42%              |
| t-stat      | -0.3331 |          | 1.8565   |          |          |        |                    |
| prob        | 0.3701  |          | 0.0513** |          |          |        |                    |
| Coefficient | -0.0893 |          |          | 1.2609   |          | 3.80   | 4.19%              |
| t-stat      | -0.6072 |          |          | 2.4189   |          |        |                    |
| prob        | 0.2730  |          |          | 0.00925* |          |        |                    |
| Coefficient | 0.0878  |          |          |          | 1.5795   | 1.91   | 1.40%              |
| t-stat      | 0.7813  |          |          |          | 1.7248   |        |                    |
| prob        | 0.2188  |          |          |          | 0.04475* |        |                    |
| Coefficient | -0.0690 | 2.7313   | -0.5920  | 1.0988   | -1.4172  | 1.21   | 1.31%              |
| t-stat      | -0.2477 | 0.7831   | -0.2752  | 1.3848   | -0.3975  |        |                    |
| prob        | 0.4026  | 0.2184   | 0.3921   | 0.0856   | 0.3462   |        |                    |

\* signifikan pada  $\alpha = 5\%$  (one-tailed)

\*\* signifikan pada  $\alpha = 10\%$  (one-tailed)



Dari Tabel 9 dapat dilihat bahwa Arus Kas Operasi (CFO) yang paling unggul dalam menjelaskan imbal hasil saham. Hal ini terlihat dari nilai  $R^2$  yang paling tinggi. Hasil yang menarik adalah, EVA mengungguli Laba (EBEI) dalam menjelaskan imbal hasil saham. Dari hasil di atas dapat dilihat bahwa pemilihan nilai EVA positif pada observasi sangat berpengaruh terhadap hasil regresi.

Namun hasil di atas tidak didukung oleh signifikansi model itu sendiri karena rendahnya nilai F(statistic) dari masing-masing model *univariate*. Selain itu, untuk persamaan *multivariate* dapat dilihat bahwa tidak ada satupun dari variabel bebas yang signifikan pada  $\alpha = 5\%$ . Hanya CFO yang signifikan pada  $\alpha = 10\%$ . Kemudian, model *multivariate* di atas juga tidak signifikan karena rendahnya nilai F(statistic) dari model.

## XII. KESIMPULAN

Dari hasil analisis dan pembahasan sebelumnya, maka dalam penelitian ini secara umum dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Berdasarkan hasil analisis dengan pendekatan *relative information content*, yaitu hipotesis pertama, dapat disimpulkan bahwa Laba Sebelum Pos Luar Biasa (EBEI) lebih dapat menjelaskan imbal hasil saham dibandingkan EVA, Arus Kas Operasi (CFO), dan *Residual Income* (RI). Hal ini berarti menolak hipotesis alternatif ( $H_1$ ) yang menyatakan bahwa secara *relative information content* EVA melebihi EBEI, CFO, dan RI. Hasil analisis menunjukkan bahwa EVA tidak lebih baik daripada EBEI dalam menjelaskan imbal hasil saham, tetapi EVA hanya lebih baik dibandingkan CFO dan RI. Hal ini sekaligus membantah klaim dari Stern Stewart atas superioritas EVA dibandingkan pengukuran kinerja lainnya, khususnya di Indonesia.
2. Berdasarkan hasil analisis dengan pendekatan *incremental information content*, yaitu hipotesis kedua, dapat disimpulkan bahwa EBEI dan CFO lebih dapat menjelaskan imbal hasil saham dibandingkan EVA dan RI. Hal ini berarti menolak hipotesis alternatif ( $H_1$ ) yang menyatakan bahwa secara *incremental information content* EVA melebihi EBEI, CFO dan RI. Hasil analisis menunjukkan bahwa EVA tidak lebih baik daripada EBEI dan CFO dalam menjelaskan imbal hasil saham, tetapi EVA hanya lebih baik dibandingkan RI. Hal ini sekali lagi membantah klaim dari Stern Stewart atas superioritas EVA dibandingkan pengukuran kinerja lainnya.
3. Hasil analisa terhadap komponen spesifik EVA yaitu *Capital Charge* (CC), *After Tax Interest* (ATI), *Accruals* (ACC), *Accounting Adjustments* (ADJ), dan Arus Kas Operasi (CFO) secara bersamaan (*multivariate*), dapat disimpulkan bahwa hanya akrual (ACC) dan Arus Kas Operasi (CFO) yang secara signifikan mempengaruhi imbal hasil saham. Hal ini berarti menolak hipotesis awal ( $H_0$ ) yang menyatakan bahwa semua komponen EVA secara signifikan dapat menjelaskan imbal

hasil saham. Hasil analisa ini juga konsisten dengan hasil kedua analisa sebelumnya yang menyatakan bahwa Laba Sebelum Pos Luar Biasa (EBEL) adalah yang paling dapat menjelaskan imbal hasil saham, karena CFO dan ACC adalah komponen yang membentuk EBEL.

4. Hasil analisa terhadap komponen spesifik EVA secara terpisah disimpulkan bahwa CC, ADJ, dan CFO secara signifikan mempengaruhi imbal hasil saham, sedangkan ACC dan ATI tidak signifikan. Hal ini berarti menolak hipotesis awal ( $H_0$ ) yang menyatakan bahwa masing-masing komponen EVA secara signifikan dapat menjelaskan imbal hasil saham.
5. Sebagian besar nilai EVA dari sampel adalah negatif. Jika dilakukan pengujian terhadap sampel yang memiliki nilai EVA positif saja, maka diperoleh hasil bahwa EVA tidak lebih baik dalam menjelaskan imbal hasil saham dibandingkan CFO.
6. Sedangkan Accounting Adjustments (ADJ) sebagai komponen EVA yang paling kontroversial adalah yang paling tidak signifikan pengaruhnya terhadap imbal hasil saham jika dilihat dari persamaan *multivariate*. Hal ini seakan-akan adanya anomali dalam hasil analisis ini karena jika ADJ tidak signifikan terhadap imbal hasil saham, maka seharusnya kemampuan EVA dan RI dalam menjelaskan imbal hasil saham tidaklah berbeda secara signifikan. Namun jika ADJ diregresi secara *univariate* terhadap imbal hasil saham menghasilkan pengaruh yang signifikan, sehingga anomali di atas dapat dijelaskan.
7. Tidak terbuktinya superioritas EVA terhadap pengukuran kinerja lainnya belum tentu berarti EVA tidak lebih baik karena banyak faktor yang dapat mempengaruhi seperti popularitas EVA yang masih kurang di pasar, rumitnya perhitungan EVA, ditambah sulit diperolehnya beberapa data untuk perhitungan EVA, serta masih adanya kontroversi mengenai komponen penyesuaian pada EVA.

### XIII. KETERBATASAN PENELITIAN

Dalam tulisan ini disimpulkan bahwa EVA bukanlah alat pengukur kinerja terbaik yang dapat mencerminkan nilai perusahaan yang diwakili oleh imbal hasil saham. Namun, hasil penelitian ini bisa saja tidak dapat mendeteksi superioritas EVA karena faktor-faktor berikut :

1. Penelitian ini menggunakan nilai saat ini dari masing-masing pengukuran kinerja, bukan nilai sekarang (PV) dari estimasi kinerja dimasa datang atau yang disebut dengan *valuation*. Sedangkan nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham seharusnya dipengaruhi oleh kinerja saat ini dan masa datang. Berarti harus ada asumsi bahwa hasil pengukuran kinerja saat ini konsisten dengan masa datang. Asumsi ini memang sulit diterima, khususnya untuk EVA, karena jika EVA saat ini negatif, dan diasumsikan konsisten di masa datang, maka tidak ada alasan lagi bagi perusahaan untuk tetap beroperasi. Hal ini terbukti dengan pengujian dengan sampel EVA yang positif saja, dimana EVA menjadi lebih unggul daripada Laba (EBE) dalam menjelaskan imbal hasil saham. Walaupun demikian, karena semua pengukuran kinerja yang diperbandingkan adalah kinerja saat ini, maka paling tidak masing-masing pengukuran dapat diperbandingkan dan bisa dijadikan sebagai acuan.
2. Penelitian ini dilakukan dengan regresi data panel yang mengasumsikan bahwa nilai intersep dan slope yang sama dari seluruh observasi sebab perusahaan yang diteliti sudah diseragamkan yaitu selain bank dan lembaga keuangan. Oleh karena itu penulis dalam melakukan analisis menggunakan *ordinary pooled least square*. Penulis tidak melakukan pengujian untuk asumsi *fixed effect* dan *random effect* yang mungkin saja akan menghasilkan kesimpulan yang berbeda dengan tulisan ini.
3. EVA yang dihitung oleh pihak independen masih terbilang baru di Indonesia mengakibatkan kurun waktu penelitian yang relatif pendek yaitu selama 3 tahun. Hal ini menyebabkan jumlah observasi yang tidak terlalu banyak dan kurangnya efek *time series* dari pengolahan data panel.
4. Tidak adanya pengujian statistik secara khusus terhadap nilai *adjusted R<sup>2</sup>* untuk menguji apakah perbedaan nilai  $R^2$  tersebut benar-benar signifikan. Penulis hanya melakukan pengujian alternatif yang mendukung besaran  $R^2$  yaitu dengan *Beta (standardized coefficient)*.

### XIV. SARAN

Saran yang dapat penulis sampaikan dalam tulisan ini agar dilakukan penelitian lebih lanjut yang mempertimbangkan faktor dan kondisi berikut :

1. Agar melakukan penelitian yang menguji penggunaan *fixed* dan *random effect* dari data panel, agar asumsi statistik dari penelitian menjadi lebih akurat.

2. Mengingat karakteristik industri yang berbeda-beda, maka perlu dilakukan analisa berdasarkan industri untuk melihat sejauh mana penggunaan EVA di masing-masing industri.
3. Jika EVA tidaklah superior dalam menjelaskan imbal hasil saham maka perlu untuk mengkaji lebih dalam mengenai komponen EVA yang menyebabkan kondisi tersebut, serta penyesuaian-penyesuaian mana saja yang menyebabkan EVA gagal dalam menjelaskan imbal hasil saham.
4. Pengumuman nilai EVA yang dikeluarkan oleh MarkPlus & Co atas suatu tahun buku bisa dibalang terlambat dibandingkan dengan pengungkapan laporan keuangan dan informasi keuangan lainnya. Ada kemungkinan pembaca laporan keuangan terlebih dahulu menghitung sendiri nilai EVA dari laporan keuangan yang diterima. Oleh karena itu perlu dilakukan pengujian *event study* atas dampak pengumuman nilai EVA oleh MarkPlus & Co terhadap harga saham. Hal ini bertujuan untuk melihat reaksi pasar terhadap nilai EVA yang dihitung oleh MarkPlus & Co dibandingkan dengan nilai EVA yang sebelumnya telah dihitung sendiri dan dampaknya terhadap keputusan investasi.

### DAFTAR PUSTAKA

- Bao, B-H. & D-H. Bao. 1998. Usefulness of Value Added and Abnormal Economic Earnings: an empirical examination. *Journal of Business Finance & Accounting* (25) 251-264.
- Biddle, G. 1997. Does EVA Beat Earning?. Evidence on Associations with Stock returns and Firm Value. *Journal of Accounting & Economics* (24) 301-336.
- Biddle, G.C. 1999. Evidence on EVA. *Journal of Applied Corporate Finance* Vol. 2, No. 2.
- Bursa Efek Jakarta. *Laporan Keuangan Emiten*. <http://www.jsx.co.id/>
- Chen and Dodd. 1997. *EVA: An Empirical Examination of a New Corporate Performance Measure*. *Journal of Managerial Issues*.
- Gujarati, Damodar. N. 2003. *Basic Econometrics 4<sup>th</sup> ed*. New York: McGraw-Hill.
- Iqbal, Mohammad. 2004. *Analisa Pengaruh EVA, ROA, ROE dan EPS terhadap Harga Saham dan MVA*. Tesis. Universitas Indonesia. Depok.

- Kurniady, Adi. 2003. *Analisis Information Content dari Economic Value Added (EVA), Operating Income, dan Net Income terhadap Equity Market Value (EMV) dan Market Value Added (MVA)*. Tesis. Universitas Indonesia. Depok
- Lehn, K and Makhija, A.K. 1997. EVA, Accounting Profit, and CEO Turnover : an empirical examination. *Journal of Applied Corporate Finance* Vol. 10, No. 2.
- MarkPlus & Co. 2001. *Metodologi Perhitungan EVA 2001*. SWA 20/XVII.
- McKensey & Company, Inc .2000. *Valuation : Measuring and Managing The Value of Companies*. 3<sup>rd</sup> ed. John Wiley & Sons.
- O'Byrne, S.F. 1996. EVA and Market Value. *Journal of Applied Corporate Finance* Vol. 9, No. 1.
- Peixoto, Susana. 2002. *Economic Value Added, Application to Portuguese Public Companies*. Universidade Moderna do Porto.
- Stewart, G.Bennett. 1991. *The Quest for Value*. Harper Business 2.
- Stewart, G.Bennett. 1995. Forget EPS, ROE and ROI. EVA is what drives stock prices. *Harvard Business Review* 20.
- Wardhani, Metty. F. 2004. *Analisa Kandungan Informasi pada CFROI, EVA dan Beberapa Pengukuran Kinerja Lain terhadap Imbal Hasil Saham*. Tesis. Universitas Indonesia. Depok.
- Worthington, A. C. and T. West. 2004. Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value-Added. *Australian Journal of Management* 29.
- Yahoo Finance. *Historical Prices*. <http://finance.yahoo.com>
- Young, David. 2001. *EVA and Value Based Management : A Practical Guide to implementation*. New York: McGraw-Hill.