

JURNAL KAJIAN AKUNTANSI DAN AUDITING

Vol. 8, No.2, Oktober 2013

ISSN : 1907-2473

CORPORATE GOVERNANCE SEBAGAI VARIABEL PEMODERASI DARI PENGARUH *ECONOMIC VALUE ADDED* TERHADAP *SHAREHOLDER VALUE*

Idamihari

PENGARUH KOMPLEKSITAS TUGAS DAN KOMPLEKSITAS SISTEM TERHADAP ITU BUNGAN PARTISIPASIDAN KEPUASAN PEMAKAI DALAM PENGEMBANGAN SISTEM INFORMASI

Deni Africo, Dandes Rifa

TOTAL ASSETS TURNOVER (TAT), SIZE, AND RETURN ON ASSETS (ROA) ON PRICE EARNING RATIO (PER) (Food And Beverage are listed on Indonesia Stock Exchange 2009-2012)

Nailal Husna, Daniati Putri

PENGUKURAN RISIKO PORTFOLIO DENGAN MENGGUNAKAN METODE *VALUE AT RISK (VAR)*

Fajri Adrianto, Laela Susdiani

ANALISIS PENGUKURAN KINERJA BERBASIS *BALANCED SCORECARD* PADA BANK PERKREDITAN RAKYAT LUMBUNG PITIH NAGARI PASAR BARU DURIAN KOTA SAWAILUNTO

Mery Trianita

ANALISIS PENGARUH *AGENCY COST* TERHADAP *DIVIDEND PAYOUT RATIO* (Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2011)

Haudhotul Hidayah

ANALISIS PENGARUH KINERJA PERUSAHAAN TERHADAP RETURN SAHAM LQ 45

Rika Desjanti

FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS BUNG HATTA

CORPORATE GOVERNANCE SEBAGAI VARIABEL PEMODERASI DARI PENGARUH *ECONOMIC VALUE ADDED* TERHADAP *SHAREHOLDER VALUE*

Idamiharti

Fakultas Ekonomi Universitas Andalas

e-mail: idamiharti@yahoo.co.id

Abstract

This research is conducted to obtain empirical evidence that (1) there is an influence of Economic Value Added on shareholder value, (2) the influence of corporate governance practices as a moderating variable of Economic Value Added and shareholder value relationship. The sample used in this research is non financial company that listed in Indonesia Stock Exchange (ISE) period 2003 - 2007. A regression analysis with interaction is use to test the hypothesis. Hypothetical test results show that Economic Value Added have a positive influence on shareholder value. Besides that, test results also show that corporate governance is a moderating variable to the influence of Economic Value Added on shareholder value. In other word, we can say that corporate governance practices can strengthen the influence of Economic Value Added on shareholder value.

Keywords: *Economic Value Added, Shareholder Value, Corporate Governance*

1. PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Untuk dapat melihat apakah manajer benar-benar telah bekerja untuk mencapai tujuan tersebut, maka diperlukan penilaian kinerja. Metoda penilaian kinerja ada berbagai macam bentuk, mulai dari analisis rasio keuangan, analisis perbandingan, analisis *common size*, dan analisis Du Pont. Metoda penilaian kinerja dengan menggunakan data akuntansi seperti yang telah disebutkan sebelumnya, nampaknya belum memasukkan harga saham, meskipun tujuan utama manajemen adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (Hanafi, 2004). Oleh karena itu, ahli keuangan mengembangkan konsep baru sebagai pengukur kinerja yang berbasis nilai, seperti *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA).

EVA berfokus pada keefektifan manajerial dalam satu tahun tertentu. Melalui metoda EVA, dapat diperkirakan laba ekonomis yang benar-benar diperoleh perusahaan dari kegiatan bisnisnya dalam satu tahun. Dengan kata lain, EVA dapat mengukur sampai di mana perusahaan telah meningkatkan nilai bagi pemegang saham. Sedangkan MVA, menggambarkan perbedaan antara nilai pasar total perusahaan dengan jumlah total modal yang diberikan pemegang saham. Kekayaan pemegang saham dapat dimaksimalkan dengan memaksimalkan perbedaan antara nilai pasar saham perusahaan, dengan jumlah modal saham yang diberikan oleh pemegang saham (Brigham and

Ehrhardt, 2005). *Shareholder value* selain dapat dilihat melalui MVA juga dapat diperhitungkan melalui *Created Shareholder Value (CSV)*.

Masih banyak terdapat pertentangan hasil penelitian mengenai pengaruh EVA terhadap *shareholder value*. Karena adanya konflik hasil penelitian ini menyebabkan peneliti mencoba untuk memasukkan variabel *corporate governance* dan melihat pengaruh penerapan *corporate governance* terhadap hubungan EVA dengan *shareholder value*. Perbedaan hasil antara EVA dan *shareholder value* ini, diharapkan dapat dijumpai melalui penerapan *corporate governance* sebagai salah satu upaya menjamin pencapaian tujuan perusahaan, dalam memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Mir and Seboui, 2008). Adanya ketakkonsistenan hasil mengenai pengaruh EVA terhadap *shareholder value* menurut hasil penelitian terdahulu disebabkan karena adanya kemungkinan terjadi manajemen laba dalam perusahaan, sehingga laba yang digunakan dalam penghitungan EVA tidak mencerminkan laba yang sesungguhnya, sehingga memberikan hasil yang berbeda terhadap nilai yang diterima oleh pemegang saham. Berdasarkan berbagai hasil penelitian, ada empat mekanisme *corporate governance* yang peranannya lebih menonjol dalam mengontrol tindakan oportunistik manajer, yaitu memperbesar porsi dewan komisaris independen, meningkatkan kualitas audit, memperbesar kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dan memperbesar kepemilikan saham oleh institusional.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka peneliti selain ingin menguji pengaruh EVA terhadap *shareholder value* yang diukur melalui MVA dan CSV, juga akan menguji apakah pengaruh tersebut semakin kuat dengan adanya penerapan *corporate governance*, khususnya pada perusahaan-perusahaan yang telah *go public* di Indonesia. Walaupun penerapan *corporate governance* sudah merupakan keharusan, namun penerapannya di tiap perusahaan relatif berbeda, sesuai dengan kompleksitas lingkungan internal dan eksternal perusahaan.

2. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. *Economic Value Added (EVA)*

EVA merupakan indikator tentang adanya penciptaan nilai dari suatu investasi. EVA yang positif menandakan perusahaan berhasil menciptakan nilai bagi pemilik perusahaan, ini sejalan dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan (Utama, 1997). EVA yang positif menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal. Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai bagi pemilik modal. Dengan menggunakan EVA, perusahaan juga akan lebih memperhatikan struktur modalnya. EVA secara eksplisit memperhitungkan biaya modal atas ekuitas dan mengakui bahwa, karena lebih tingginya risiko yang dihadapi pemilik ekuitas, besarnya tingkat biaya modal atas ekuitas adalah lebih tinggi daripada tingkat biaya modal atas hutang.

Dari berbagai keunggulannya, EVA juga mempunyai beberapa kelemahan sebagaimana yang disebutkan oleh Utama (1997), antara lain EVA hanya menggambarkan penciptaan nilai pada suatu tahun tertentu. Selain itu, secara praktis EVA belum tentu dapat diterapkan dengan mudah karena proses penghitungan EVA memerlukan estimasi atas biaya modal, dan estimasi ini terutama untuk perusahaan yang belum *go public* sulit untuk dilakukan dengan tepat.

2.2. *Shareholder Value*

Shareholder value diukur dengan dua cara, yaitu *Market Value Added* (MVA) dan *Created Shareholder Value* (CSV). Metoda MVA menggambarkan perbedaan antara nilai pasar total perusahaan dengan jumlah total modal yang diberikan pemegang saham..MVA merupakan nilai tambah yang diberikan pasar, yang kuncinya dapat kita lihat melalui harga pasar saham perusahaan (*market price*). Jika *market price* lebih besar dari *nominal price*, maka semakin besar nilai tambah yang diberikan pasar. Selain dengan metoda MVA, *shareholder value* dapat diukur pula dengan menggunakan *Created Shareholder Value* (CSV). CSV merupakan cara baru dalam pengukuran kinerja yang dikembangkan oleh Fernandez (2001). CSV dapat didefinisikan sebagai nilai yang diciptakan perusahaan untuk para pemegang saham, ketika *return* yang didapatkan pemegang saham melebihi biaya (*the required return to equity*). Dengan kata lain, perusahaan menciptakan nilai dalam satu tahun ketika menghasilkan kinerja yang melebihi dari apa yang diharapkan.

2.3. Corporate Governance

Corporate governance didefinisikan sebagai seperangkat peraturan yang menetapkan hubungan antara pemegang saham, pengurus, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya sehubungan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, atau dengan kata lain sistem yang mengarahkan dan pengawasan terhadap perusahaan (Herawaty, 2008). Utama (2003) dalam Ferdawati (2009) mengatakan bahwa, penerapan prinsip-prinsip *corporate governance* dalam perusahaan memberikan manfaat, yaitu: (1) meminimalkan biaya keagenan dengan mengontrol konflik kepentingan yang mungkin terjadi antara pemilik dengan agen; (2) meminimalkan biaya modal dengan menciptakan sinyal positif kepada para penyedia modal; (3) meningkatkan citra perusahaan; (4) meningkatkan nilai perusahaan yang dapat dilihat dari biaya modal yang rendah; dan (5) peningkatan kinerja keuangan dan persepsi pihak-pihak yang berkepentingan terhadap masa depan perusahaan yang lebih baik.

Berdasarkan hasil penelitian-penelitian terdahulu, ada empat mekanisme *corporate governance* yang sering dipakai dalam berbagai penelitian yang bertujuan untuk mengurangi konflik keagenan (*agency conflict*), yaitu; komisaris independen, komite audit, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Mekanisme *corporate governance* tersebut dapat dibagi menjadi dua kelompok, yaitu; (1) mekanisme internal, seperti komposisi dewan direksi/komisaris, kepemilikan manajerial dan kompensasi eksekutif; (2) mekanisme eksternal, seperti pengendalian oleh pasar dan kepemilikan institusional dan auditor eksternal (Babic, 2001 dalam Ferdawati, 2009). Konflik keagenan yang berkurang karena diterapkannya *corporate governance* secara baik, dapat mengurangi biaya keagenan, mengurangi manajemen laba dan pelaporan laba yang diberikan dapat lebih dipercaya serta dapat digunakan untuk memprediksi kinerja ataupun nilai perusahaan.

2.4. Pengembangan Hipotesis

2.4.1. Economic Value Added dan Shareholder Value

EVA yang positif menandakan perusahaan berhasil menciptakan nilai (*creates value*). Kinerja perusahaan yang baik ini akan ditangkap oleh pasar, sehingga dapat menciptakan nilai bagi pemegang saham. Dengan kata lain terdapat hubungan yang positif antara EVA dengan *shareholder value*.

Shareholder value dapat diukur melalui *Market Value Added* (MVA) dan *Created Shareholder Value* (CSV). MVA menggambarkan perbedaan antara nilai pasar total perusahaan dengan jumlah total modal yang diberikan pemegang saham. Jika perusahaan mempunyai EVA dengan sejarah yang negatif, maka terdapat kemungkinan bahwa MVA juga akan bernilai negatif, begitu sebaliknya jika perusahaan mempunyai EVA dengan sejarah yang positif. EVA yang positif menandakan perusahaan berhasil menciptakan nilai (*creates values*), dan ini tentunya diharapkan dapat menciptakan nilai bagi pemegang saham, atau dengan kata lain menyebabkan MVA bernilai positif juga. Akan tetapi, harga saham sebagai faktor kunci dalam penghitungan MVA lebih bergantung pada harapan kinerja masa datang dibandingkan pada kinerja masa lalu. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki EVA dengan sejarah yang negatif bisa saja memiliki MVA yang positif (Brigham and Ehrhardt, 2005). Berdasarkan hasil penelitian, ditemukan masih banyak pertentangan

hasil mengenai pengaruh EVA terhadap MVA. Menurut Stern (2004), EVA berpengaruh positif terhadap MVA., begitu juga dengan hasil penelitian Ghanbari dan More (2007). Ramana (2005), Kramer dan Peters (2001) serta Kyriazis dan Anastassis (2007) menemukan hasil yang sebaliknya, bahwa EVA bukanlah pengukuran yang lebih baik dibandingkan pengukuran tradisional dalam menjelaskan hubungan dengan MVA.

Selain dengan metoda MVA, *shareholder value* juga dapat diukur dengan menggunakan *Created Shareholder Value* (CSV). Yang dimaksud dengan CSV adalah nilai yang diciptakan perusahaan untuk para pemegang saham, ketika return yang didapatkan pemegang saham melebihi biaya (*the required return to equity*). CSV ini merupakan cara baru dalam pengukuran kinerja yang dikembangkan oleh Fernandez (2001). Salah satu peneliti yang telah menggunakan CSV dalam memperhitungkan *market value* adalah Mir dan Seboui (2008). Mir dan Seboui (2008) meneliti apakah EVA merupakan nilai yang relevan dalam menjelaskan CSV. Dari hasil penelitian mereka tersebut, didapatkan hasil penelitian yang sama dengan Fernandez (2001), bahwa EVA bukanlah nilai yang relevan dalam menjelaskan CSV dan MVA. Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dibangun hipotesis bahwa:

Hipotesis 1: *Economic Value Added* berpengaruh terhadap *shareholder value*.

2.4.2. Economic Value Added , Shareholder Value dan Corporate Governance

Corporate governance merupakan seperangkat mekanisme yang saling menyeimbangkan antara tindakan dan pilihan manajer dengan kepentingan pemegang saham. Dengan penerapan *corporate governance* diharapkan dapat menjamin berkurangnya kemungkinan bahwa, manajemen bertindak sesuai keinginannya dan bertindak menyimpang dari tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

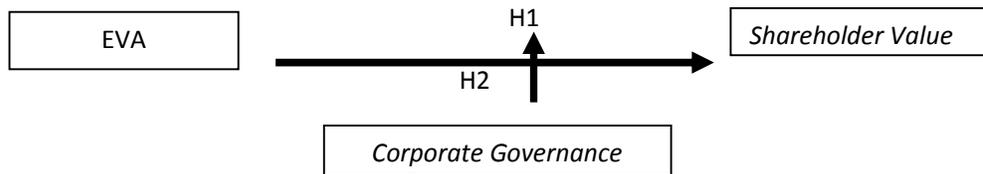
Pelaksanaan *corporate governance* dapat menjamin kredibilitas laporan keuangan dan akuntansi. Oleh karena itu, hal ini dapat mempengaruhi baik data akuntansi maupun nilai pasar. EVA merupakan salah satu contoh data akuntansi, sedangkan MVA dan CSV merupakan salah satu pengukuran terhadap nilai pasar (*market value*) dalam menciptakan *shareholder value*. Hubungan yang positif antara EVA dengan penciptaan *shareholder value* ini berdasarkan hasil penelitian masih menemukan hasil yang bertentangan. Hal ini dapat disebabkan karena adanya kemungkinan terjadi manajemen laba dalam perusahaan, sehingga laba yang digunakan dalam penghitungan EVA tidak mencerminkan laba yang sesungguhnya, sehingga memberikan hasil yang berbeda terhadap nilai yang diterima oleh pemegang saham. Terdapatnya konflik hasil penelitian, menyebabkan peneliti mencoba untuk memasukkan dan melihat pengaruh penerapan *corporate governance* terhadap hubungan EVA dengan *shareholder value*. Konsep *corporate governance* diajukan demi tercapainya pengelolaan perusahaan yang transparan bagi semua pengguna laporan keuangan. Bila konsep *corporate governance* ini diterapkan dengan baik, maka akan memberikan perlindungan bagi investor dan kreditor sehingga mereka akan memperoleh informasi yang benar tentang kinerja perusahaan, yang pada akhirnya tidak salah dalam mengambil keputusan, dan nilai perusahaan akan menggambarkan keadaan yang sebenarnya.

Cahan *et al.* (2002), Chen dan Dodd (2001), Fernandez (2001) menemukan bahwa, terdapatnya perbedaan antara nilai pasar dan data akuntansi dapat dijelaskan sebagian melalui mekanisme *corporate governance*. Sedangkan Mir dan Seboui (2008) mencoba meneliti pengaruh *corporate governance*, dengan menggunakan empat kategori, yaitu karakteristik dewan komisaris, karakteristik auditor, struktur kepemilikan (kepemilikan saham oleh *executives*, anggota dewan komisaris dan *block-holdings*), serta *compensation mix*, terhadap perbedaan antara EVA dan CSV. Hasil penelitian mereka menemukan bahwa, sumber perbedaan antara EVA dan CSV sebagian besar dapat dijelaskan melalui penerapan *corporate governance*. Dalam penelitian ini, mekanisme *corporate governance* yang menjadi fokus yaitu komisaris independen, kualitas audit, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dibangun hipotesis bahwa:

Hipotesis 2: Pengaruh *Economic Value Added* terhadap *shareholder value* semakin kuat dengan adanya penerapan *corporate governance*.

Adapun kerangka pemikiran dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



3. METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di BEI. Sampelnya adalah perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di BEI yang datanya tersedia untuk menghitung variabel-variabel yang diuji dalam penelitian ini. Periode penelitian adalah dari tahun 2003 sampai dengan 2007. Perusahaan yang terdaftar di BEI selama tahun tersebut sebanyak 300 perusahaan. Dari 300 perusahaan yang terdaftar, yang dapat digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini adalah 240 perusahaan selama 5 tahun pengamatan dengan total observasi 1200.

3.2. Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, yaitu data yang dikumpulkan dari *database*BEI berupa Laporan Tahunan perusahaan yang terdaftar di BEI yang tersedia di DPM UGM, dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan data dari OSIRIS.

3.3. Operasionalisasi Variabel

3.3.1. *Economic Value Added* (EVA)

EVA merupakan variabel independen dalam penelitian ini. EVA menggambarkan sisa pendapatan perusahaan setelah dikurangi dengan biaya modal secara keseluruhan. Dengan kata lain, EVA dapat mengukur sampai di mana perusahaan telah meningkatkan nilai bagi pemegang saham. Definisi operasi EVA adalah sebagai berikut:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Biaya Modal}$$

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT}(1 - \text{Pajak})$$

$$\text{Biaya Modal} = \text{Total Modal Yang Diinvestasikan} \times \text{WACC}$$

$$\text{WACC} = (\text{biaya hutang} \times \text{proporsi hutang}) + (\text{biaya modal saham} \times \text{proporsi modal saham})$$

$$\text{Biaya hutang} (k_d^*) = k_d (1 - \text{Pajak})$$

$$k_d = \frac{\text{Biaya Bunga Tahunan}}{\text{Total Hutang}}$$

Total Hutang

$$\text{Biaya modal saham} (k_e) = k_{rf} + (k_m - k_{rf})$$

3.3.2. *Shareholder Value* (SV)

Shareholder value merupakan variabel dependen dalam penelitian ini. *Shareholder value* diukur dengan pendekatan, yaitu *Market Value Added* (MVA) dan *Created Shareholder Value* (CSV).

Market Value Added (MVA)

MVA merupakan nilai tambah yang diberikan pasar, yang kuncinya dapat kita lihat melalui harga pasar saham perusahaan (*market price*). Hasil yang didapatkan dari penghitungan MVA, menggambarkan perbedaan antara nilai pasar total perusahaan dengan jumlah total modal yang diberikan pemegang saham. Definisi operasi MVA adalah:

$$\text{MVA} = \text{Nilai Pasar Saham} - \text{Nilai Buku Saham}$$

Nilai Pasar Saham = jumlah saham yang beredar x harga saham

Created Shareholder Value (CSV)

CSV merupakan cara baru dalam pengukuran kinerja yang dikembangkan oleh Fernandez (2001). CSV dapat didefinisikan sebagai nilai yang diciptakan perusahaan untuk para pemegang saham, ketika return yang didapatkan pemegang saham melebihi biaya (*the required return to equity*). Definisi operasi CSV menurut rumus yang dikembangkan oleh Fernandez (2001), yaitu:

$$\text{CSV} = \text{Shareholder Value Added} - (\text{Equity market value} \times k_e)$$

$$\text{SVA} = \text{Increase of equity market value} - \text{payments from shareholders} + \text{dividends} + \text{repurchases} - \text{conversions}$$

$$\text{Increase of equity market value} = \text{Equity market value}_t - \text{Equity market value}_{t-1}$$

$$\text{Equity market value} = \text{jumlah lembar saham} \times \text{harga saham}$$

$$k_e = \text{biaya modal} = k_{rf} + (k_m - k_{rf})$$

3.3.3. Corporate Governance (CG)

Corporate governance dalam penelitian ini merupakan variabel pemoderasi. *Corporate governance* adalah seperangkat peraturan yang menetapkan hubungan antara pemegang saham, pengurus, pihak kreditor, karyawan serta pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya, sehubungan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan (Herawaty, 2008). Praktik *corporate governance* yang menjadi fokus penelitian ini adalah: komisisaris independen, kualitas audit, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Untuk menangkap aspek keseluruhan dari *corporate governance*, maka dibuat skor yang diberi nama skor *corporate governance* (Ferdawati, 2009). Masing-masing proksi mempunyai skor tertinggi 1 dan skor terendah 0, sehingga total skor *corporate governance* tertinggi adalah 4 dan terendah adalah 0. Jika porsi komisisaris independen (KOM) sesuai aturan yaitu sekurang-kurangnya 30%, maka penulis beri skor 1, sedangkan untuk perusahaan yang porsi komisisaris independennya tidak sesuai aturan diberi skor 0. Untuk kualitas audit (KA), skor 1 adalah untuk perusahaan yang diaudit oleh KAP *Big 4* dan 0 adalah untuk perusahaan yang tidak diaudit oleh KAP *Big 4*. Sedangkan kepemilikan manajerial (KM) diberi skor 1 untuk perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajerial dan 0 adalah untuk perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial. Dan untuk kepemilikan institusional (KI) diberi skor 1 untuk kepemilikan institusional besar dan sama dengan 50% dan 0 untuk kepemilikan institusional yang kurang dari 50%. Masing-masing proksi dijumlahkan, sehingga $\text{CG} = \text{KOM} + \text{KA} + \text{KM} + \text{KI}$, dengan total skor *corporate governance* (CG) tertinggi adalah 4 dan terendah adalah 0.

3.3.4. Ukuran dan Leverage Perusahaan

Ukuran dan *leverage* perusahaan merupakan variabel kontrol dalam penelitian ini. Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma total aset yang dimiliki perusahaan. Semakin besar perusahaan, semakin besar nilai perusahaan (Herawaty, 2008). Perusahaan besar mempunyai kecenderungan melakukan tindakan manajemen laba lebih kecil dibandingkan perusahaan yang ukurannya lebih

kecil. Sedangkan *leverage* merupakan total hutang dibagi dengan total asset. Menurut penelitian Siallagan dan Machfoedz (2006) dalam Rachmawati dan Triatmoko (2007) menyatakan bahwa *leverage* dapat mengurangi konflik kepentingan antara manajer, pemilik maupun *bondholders*. Perusahaan yang memiliki *leverage* yang besar dapat menurunkan nilai perusahaan (Rachmawati dan Triatmoko, 2007).

3.4. Teknik Analisis Data dan Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis 1 digunakan analisis regresi biasa.

Hipotesis 1 diuji dengan menggunakan persamaan:

$$SV_{i,t} = a_0 + a_1EVA_{i,t} + a_2LogASST_{i,t} + a_3LEV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Hipotesis 1 akan terdukung bila a_1 signifikan.

Untuk menguji hipotesis 2 digunakan analisis regresi berjenjang.

Hipotesis 2 diuji dengan menggunakan dua persamaan berikut:

$$SV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1EVA_{i,t} + \beta_2CG_{i,t} + \beta_3LogASST_{i,t} + \beta_4LEV_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$SV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1EVA_{i,t} + \beta_2CG_{i,t} + \beta_3EVA * CG_{i,t} + \beta_4LogASST_{i,t} + \beta_5LEV_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

Hipotesis 2 akan terdukung bila β_3 pada persamaan 2 positif dan signifikan

4. ANALISA HASIL PENELITIAN

4.1. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif variabel yang menjadi fokus penelitian ini digambarkan pada tabel 4.1 berikut ini:

Tabel 4.1

Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Deviasi Standar
EVA	1200	-1679.10 ¹²	6644.10 ¹²	5985.10 ⁹	2351.10 ¹¹
MVA	1200	-1506.10 ¹²	1049.10 ¹²	-6180.10 ⁶	8412.10 ¹⁰
CSV	1200	-3671.10 ¹²	2873.10 ¹¹	-6319.10 ⁹	1174.10 ¹¹
CG	1200	0	4	1,922	1,001
LOGASST	1200	5,027	13,315	10,532	1,870
LEV	1200	7,389	5037,053	12,735	196,298

Tabel 4.1 di atas memperlihatkan bahwa nilai terendah EVA perusahaan bernilai negatif yang menandakan bahwa perusahaan memiliki total biaya modal yang lebih besar dibandingkan laba operasi setelah pajak atau dengan kata lain perusahaan tidak dapat menciptakan nilai tambah ekonomis. Nilai mean MVA yang bertanda negatif menunjukkan bahwa rata-rata sampel yang diobservasi memiliki total modal saham yang lebih besar dibandingkan nilai pasar saham perusahaan atau dengan kata lain rata-rata sampel yang diobservasi tidak dapat menciptakan nilai bagi pemegang saham. Nilai mean CSV yang bertanda negatif juga menunjukkan bahwa rata-rata sampel

yang diobservasi dalam penelitian memiliki biaya yang lebih besar dibandingkan *return* yang diberikan kepada pemegang saham atau dengan kata lain rata-rata sampel yang diobservasi dalam penelitian ini tidak dapat menciptakan nilai bagi pemegang saham. Sedangkan untuk penerapan *corporate governance* di Indonesia belum merata walaupun aturannya sudah ada. Hal tersebut dapat dibuktikan dengan masih adanya perusahaan yang mempunyai skor nol, yang berarti mereka salah satunya tidak mengindahkan Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor: Kep-305/BEJ/07-2004 yang menetapkan bahwa anggota dewan komisaris independen sekurang-kurangnya adalah 30% dari seluruh anggota dewan komisaris.

4.2. Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian atas hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi biasa dan analisis regresi berjenjang. Teknik estimasi variabel dependen yang melandasi analisis regresi disebut *Ordinary Least Squares* (OLS). Menurut Gujarati (2003), terdapat sepuluh asumsi utama yang mendasari model regresi linier klasik dengan menggunakan model OLS. Dari sepuluh asumsi tersebut, terdapat 4 asumsi yang penting untuk diperhatikan, yaitu normalitas, heteroskedastisitas, multikolinearitas, dan autokorelasi. Uji normalitas dilakukan dengan uji Kolmogorov-Smirnov, uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji Park, uji multikolinearitas dengan melihat nilai VIF dan *tolerance*, sedangkan untuk uji autokorelasi digunakan *Runs Test*. Berdasarkan pengujian yang dilakukan, hanya asumsi multikolinearitas yang terpenuhi dalam model regresi penelitian ini. Untuk mengatasi masalah tersebut, maka dilakukan transformasi logaritma terhadap variabel dependen dan independen sehingga persamaan regresi untuk hipotesis pertama menjadi:

$$\text{LogSV}_{i,t} = a_0 + a_1 \text{LogEVA}_{i,t} + a_2 \text{LogASST}_{i,t} + a_3 \text{LogLEV}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Sedangkan untuk hipotesis kedua menjadi:

$$\text{LogSV}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{LogEVA}_{i,t} + \beta_2 \text{LogCG}_{i,t} + \beta_3 \text{LogASST}_{i,t} + \beta_4 \text{LogLEV}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\text{LogSV}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{LogEVA}_{i,t} + \beta_2 \text{LogCG}_{i,t} + \beta_3 \text{LogEVA} * \text{CG}_{i,t} + \beta_4 \text{LogASST}_{i,t} + \beta_5 \text{LogLEV}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

Setelah dilakukan transformasi dengan menggunakan persamaan regresi di atas, seluruh asumsi klasik telah terpenuhi.

4.3. Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan dua model, yaitu analisis regresi biasa dan analisis regresi berjenjang. Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui tingkat signifikansi statistik masing-masing variabel independen dan variabel moderasi. Ringkasan hasil pengujian regresi dapat dilihat pada tabel 4.2.

Hipotesis 1 menguji pengaruh EVA terhadap *shareholder value* yang diukur dengan menggunakan MVA dan CSV.

Tabel 4.2
Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel	Model 1		Model 2	
Variabel Dependen:	LogMVA	LogCSV	LogMVA	LogCSV
Variabel Independen:	Koefisien (t stat)	Koefisien (t stat)	Koefisien (t stat)	Koefisien (t stat)
C	6,749 (12,260)*	7,901 (10,973)*	8,056 (9,710)*	8,855 (8,735)*
LogEVA	0,540 (12,419)*	0,401 (7,330)*	0,372 (4,950)*	0,282 (3,068)*
LogASST	0,085 (4,456)*	0,087 (3,185)*	0,057 (2,842)*	0,068 (2,214)**
LogLEV	-0,302 (-2,825)*	0,019 (0,172)	-0,288 (-2,718)*	0,068 (0,595)
LogCG			4,905 (2,186)**	3,897 (1,336)**
Moderasi			0,519 (2,485)*	0,405 (1,479)**
R ²	0,379	0,258	0,401	0,269
R ² sesuaian	0,374	0,248	0,392	0,253
F	71,615	27,336	45,529	16,440
Sig.	0,000	0,000	0,000	0,000

Ket: * signifikan 1%, ** signifikan 5%, *** signifikan 10%.

Tabel 4.2 model 1 digunakan untuk menguji hipotesis pertama. Berdasarkan pengujian hipotesis di atas menunjukkan bahwa hipotesis pertama didukung secara statistis. Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan semakin tinggi nilai EVA maka semakin tinggi *shareholder value*. Hasil penelitian ini konsisten dengan Stern (2004) yang menyatakan bahwa EVA berpengaruh positif terhadap MVA. Selain itu penelitian ini juga mendukung hasil temuan Ghanbari dan More (2007) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang positif antara EVA terhadap MVA, hasil penelitian mereka ini mendukung hasil penelitian Stern Stewart Management Services selaku lembaga yang mengembangkan pengukuran EVA dan MVA. Hasil ini menunjukkan bahwa kinerja baik yang dihasilkan oleh perusahaan akan ditangkap oleh pasar, sehingga pasar memberikan respon positif terhadap kinerja perusahaan. Hal ini akan membuat investor tertarik dan semakin percaya terhadap perusahaan, sehingga harga saham perusahaan naik dan terjadi peningkatan nilai pasar (*market value*) perusahaan, yang pada akhirnya dapat menciptakan nilai bagi pemegang saham, sehingga terdapat hubungan yang positif antara EVA dengan *shareholder value*.

Namun hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil Fernandez (2001) yang menyatakan bahwa EVA bukanlah nilai yang relevan dalam menjelaskan CSV dan MVA. Menurut Fernandez, nilai yang didapat oleh pemegang saham tidak dapat ditentukan melalui nilai EVA yang diperoleh

perusahaan. Perbedaan hasil ini salah satunya disebabkan karena tujuan Fernandez (2001) memunculkan metoda CSV sebagai salah satu metoda dalam mengukur *shareholder value* adalah untuk mengatasi kritik terhadap metoda EVA.

Pengujian hipotesis 2 bertujuan untuk menjawab pertanyaan penelitian apakah penerapan *corporate governance* dapat memperkuat pengaruh EVA terhadap *shareholder value*. Tabel 4.2 model 2 digunakan untuk menguji hipotesis 2. Berdasarkan pengujian hipotesis di atas menunjukkan bahwa hipotesis 2 yang menyatakan bahwa *corporate governance* merupakan pemoderasi hubungan EVA dengan *shareholder value* terdukung secara statistis. Terdukungnya hipotesis 2 ini juga terlihat dari adanya kenaikan R^2 pada model 2 antara persamaan 1 (persamaan regresi yang hanya terdapat efek utama saja) dengan persamaan 2 (persamaan regresi yang berisi efek-efek utama dan efek moderasi). Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Stern (2004) yang menyatakan bahwa pelaksanaan *corporate governance* dapat semakin memperkuat hubungan antara EVA dengan *shareholder value*. Selain itu penelitian ini juga mendukung hasil penelitian Mir dan Seboui (2008) yang menyatakan bahwa sumber perbedaan antara EVA dan CSV sebagian besar dapat dijelaskan melalui penerapan *corporate governance*. Hasil yang didapatkan ini semakin memperkuat teori keagenan yang menyatakan bahwa penerapan *corporate governance* dapat mengurangi manajemen laba dan memberikan pelaporan laba yang dapat lebih dipercaya, sehingga dapat digunakan untuk memprediksi kinerja ataupun nilai perusahaan.

Ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol yang diukur melalui logaritma total asset, mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *shareholder value* dalam kedua bentuk model regresi. Hal ini menandakan bahwa semakin besar perusahaan maka semakin besar pula *shareholder value*. Temuan ini mendukung penelitian Herawaty (2008) yang menyatakan bahwa semakin besar perusahaan, semakin besar nilai perusahaan. Sedangkan *leverage* perusahaan sebagai variabel kontrol pada kedua model regresi hanya berpengaruh signifikan terhadap *shareholder value* yang diukur dengan metoda MVA. Koefisien *leverage* menunjukkan tanda negatif yang berarti semakin besar hutang perusahaan maka semakin kecil *shareholder value*. Temuan ini mendukung hasil penelitian Rachmawati dan Triatmoko (2007) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki *leverage* yang besar dapat menurunkan nilai perusahaan.

5. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa terdapat bukti yang mendukung bahwa *Economic Value Added* (EVA) berpengaruh positif terhadap *shareholder value* atau dengan kata lain semakin tinggi EVA maka semakin tinggi pula *shareholder value*. Penerapan *corporate governance* dapat meningkatkan nilai bagi pemegang saham. Hal ini dibuktikan dengan hasil penelitian yang mendukung bahwa *corporate governance* berpengaruh positif terhadap *shareholder value*. *Corporate governance* terbukti sebagai pemoderasi pengaruh antara *Economic Value Added* (EVA) terhadap *shareholder value*, sehingga dengan adanya *corporate governance* dapat semakin memperkuat pengaruh EVA terhadap *shareholder value*. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *shareholder value* di setiap model regresi yang dilakukan. Artinya semakin besar perusahaan semakin besar *shareholder value*. *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *shareholder value* yang diukur dengan menggunakan metoda MVA. Artinya semakin besar hutang perusahaan semakin kecil *shareholder value*.

DAFTAR PUSTAKA

- A. Cynthia. 2005. *Praktek Corporate Governance dan Penciptaan Nilai Perusahaan: Studi Empiris di BEJ. Usahawan No.8 Th XXXIV.*
- Brigham, Eugene F., and Michael C. Ehrhardt. 2005. *Financial Management: Theory and Practice.* Thomson-South Western, 11th edition.
- Cahan, S.F., M. Lal, and S.S. Ricemen. 2002. Do Managers Perform Better Under EVA Bonus Schemes?. *European Accounting Review* 11 (3), 537-572.
- Chen, S., and L. Dodd. 2001. Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric is More Value Relevant?. *Journal of Managerial Issues* 13 (1), 65-86.
- Ferdawati. 2009. Pengaruh Managemen Laba Real terhadap Nilai Perusahaan dengan Tata Kelola Perusahaan sebagai Variabel Pemoderasi. *Tesis Program Magister Sains dan Doktor Ilmu-Ilmu Ekonomi UGM.* Yogyakarta.
- Fernandez, Pablo. 2001. A Defenition of Shareholder Value Creation. *Working Paper*, SSRN, Rochester, New York.
- Ghanbari, A.M., and V.S. More. 2007. The Relationship Between EVA and MVA: An Empirical Analysis in Indian Automobile Industry. *The Icfai Journal of Accounting Research* 6 (3), 7-22.
- Ghozali, I. 2009. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS.* Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro, cetakan IV.
- Gujarati, D.N. 2003. *Basic Econometrics.* New York: McGraw-Hill Companies, International Edition, 4th edition.
- Hanafi, Mamduh M. 2004. *Manajemen Keuangan.* Yogyakarta: BPFE, edisi 1.
- Herawaty, V. 2008. Peran Praktek Corporate Governance sebagai Moderating Variable dari Pengaruh Earnings Management terhadap Nilai Perusahaan. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi XI.*
- Kramer, J.K., and J.R. Peters. 2001. An Interindustry Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added. *Journal of Applied Finance*, 41-50.
- Kyriazis, D., and C. Anastassis. 2007. The Validity of the Economic Value Added Approach: An Empirical Application. *European Financial Management* 13 (1), 71-100.
- Mir, Ali E., and S. Seboui. 2006. Corporate Governance and Earnings Management and the Relationship Between EVA and Created Shareholder Value. *Journal of Asset Management* 7 (3/4), 242-254.
- _____. 2008. Corporate Governance and the Relationship Between EVA and Created Shareholder Value. *Corporate Governance* 8 (1), 46-58.
- Rachmawati, A., dan H. Triatmoko. 2007. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi X.*
- Ramana, D.V. 2005. Market Value Added and Economic Value Added: Some Empirical Evidences. *Working Paper*, SSRN, Xavier Institute of Management, Bhuabneswar.
- Stern, Joel. 2004. Corporate Governance, EVA and Shareholder Value. *Journal of Applied Corporate Finance* 16 (2/3), 91-99.
- Utama, S. 1997. EVA: Pengukur Penciptaan Nilai Perusahaan. *Usahawan No.4.*