

PENGARUH KINERJA BERBASIS PENCIPTAAN NILAI DAN VARIABEL MAKROEKONOMI TERHADAP *RETURN* SAHAM INDUSTRI PAKAN TERNAK

Evi Karmilah^{*)}, Rita Nurmalina^{**)}, dan Budi Setiawan^{**)}

^{*)} Direktorat Jenderal Anggaran (DJA), Kementerian Keuangan Republik Indonesia
Jl. DR. Wahidin Raya No.1 Jakpus 10710

^{**)} Departemen Agribisnis, Fakultas Ekonomi dan Manajemen, Institut Pertanian Bogor
Jl. Kamper Wing 2 Level 5, Kampus IPB Darmaga Bogor 16680

^{***)} Departemen Gizi Masyarakat, Fakultas Ekologi Manusia, Institut Pertanian Bogor
Jl. Lingkar Kampus, Kampus IPB Darmaga Bogor 16680

ABSTRACT

The creation of value-based performance measurement can be an alternative in measuring the company's financial performance. Results can be used as indicators of assessments by investors, and these indicators can influence the stock returns. Besides, macroeconomic variables also affect stock returns. This study aimed to analyze the financial performance of companies in the process of creation of value-added with EVA, MVA, and Tobin's Q approach. Impacts of these performance measurements and macroeconomic variables (exchange rates, interest rates, and inflation) on stock returns of the subsector animal feed industry were studied. Descriptive analysis was applied in analyzing the company's financial performance. The impacts of the company financial performance and macroeconomic variables were assessed by using panel data regression analysis. The results related to the company's performance showed that 1) EVA performance dominantly obtained a positive EVA value; 2) MVA performance predominantly produced a positive MVA value in 3 companies and a negative MVA value in the other company; 3) Tobin's Q performance predominantly generated a value of $Q > 1$ in 2 companies and a value of $Q < 1$ in the other 2 companies. The results of the panel data regression analysis concluded the independent variables influencing the stock return were the performance variables while the macroeconomic variables had no effects on stock return.

Keywords: macroeconomic variables, panel data regression, stock return, subsector of animal feed, value-based performance

ABSTRAK

Pengukuran kinerja berbasis penciptaan nilai dapat menjadi alternatif dalam mengukur kinerja keuangan perusahaan dan hasilnya dapat dijadikan indikator penilaian oleh investor, sehingga berpengaruh terhadap return saham. Variabel makroekonomi juga dapat memengaruhi return saham. Penelitian ini bertujuan menganalisis kinerja keuangan perusahaan dalam proses penciptaan nilai tambah melalui pendekatan EVA, MVA, dan Tobin's Q serta menganalisis pengaruhnya sekaligus dengan variabel makroekonomi (nilai tukar, tingkat suku bunga, dan inflasi) terhadap return saham subsektor industri pakan ternak. Penelitian mengenai kinerja keuangan perusahaan menggunakan analisis deskriptif, sedangkan penelitian mengenai pengaruh variabel kinerja keuangan perusahaan dan variabel makroekonomi terhadap return saham menggunakan analisis regresi data panel. Hasil penelitian terkait kinerja perusahaan menunjukkan: 1) kinerja EVA dari keempat perusahaan secara umum hampir dominan memperoleh nilai EVA positif; 2) kinerja MVA secara dominan menghasilkan nilai MVA positif pada tiga perusahaan, dan nilai MVA negatif pada satu perusahaan lainnya; 3) kinerja Tobin's Q secara dominan menghasilkan nilai $Q > 1$ untuk dua perusahaan, dan nilai $Q < 1$ pada dua perusahaan lainnya. Berdasarkan hasil analisis regresi data panel dapat disimpulkan bahwa variabel independen yang berpengaruh terhadap return saham adalah variabel kinerja, sedangkan variabel makroekonomi tidak berpengaruh terhadap return saham.

Kata kunci: kinerja berbasis penciptaan nilai, regresi data panel, return saham, subsektor pakan ternak, dan variabel makroekonomi

¹ Alamat Korespondensi:
Email: evikarmilah@gmail.com

PENDAHULUAN

Pasar modal memiliki peranan strategis dalam menunjang pembangunan dan perekonomian nasional, antara lain menjadi salah satu sumber pembiayaan dan investasi. Indikator perekonomian suatu negara selain diukur melalui pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) juga dapat diukur melalui kinerja pasar modal yang merupakan cerminan kepercayaan dari para investor. Faktor-faktor yang biasanya menjadi pertimbangan para investor untuk menanamkan modalnya di pasar modal adalah kinerja dan kesehatan perusahaan serta tingkat pengembalian (*rate of return*) yang menguntungkan.

Industri pakan ternak memiliki peranan yang cukup penting dalam mendukung sektor hulu agribisnis atau pertanian, terutama subsektor peternakan. Pesatnya perkembangan industri peternakan di Indonesia tidak terlepas dari industri penunjang utama lainnya, yaitu industri pakan ternak (Septiani dan Alexandi, 2014). Pertumbuhan konsumsi masyarakat Indonesia terhadap produk-produk peternakan, baik di sektor hulu maupun hilir telah mendorong peningkatan kebutuhan produksi pakan ternak. Berdasarkan data dari Kementerian Pertanian, kebutuhan pakan ternak mengalami peningkatan setiap tahunnya, yaitu yang ditandai oleh kecenderungan meningkatnya tingkat produksi. Pada tahun 2014, produksi pakan ternak mencapai 16,4 juta ton atau naik 8,6% dari tahun 2013 yang mencapai 15,1 juta ton, dan pada Tahun 2013 juga mengalami kenaikan sebesar 9,4% dari tahun 2012 yang hanya sebesar 13,8 juta ton.

Perkembangan saham subsektor industri pakan ternak di pasar modal juga menunjukkan kinerja yang cukup menjanjikan. Hal ini terlihat dari perkembangan nilai kapitalisasi pasar atas saham subsektor industri pakan ternak di pasar modal. Nilai serta pertumbuhan dari kapitalisasi pasar suatu perusahaan menjadi salah satu tolak ukur penting dalam menilai keberhasilan atau kegagalan perusahaan publik. Nilai kapitalisasi pasar dalam istilah bisnis menunjukkan nilai/harga keseluruhan dari saham-saham perusahaan, yaitu harga total yang harus dibayar untuk membeli perusahaan tersebut. Subsektor industri pakan ternak, berdasarkan data dari Bursa Efek Indonesia (BEI), juga tercatat memberikan kontribusi nilai kapitalisasi pasar yang cukup signifikan terhadap pasar modal Indonesia, khususnya di sektor industri dasar dan kimia. Nilai kapitalisasi pasar subsektor industri pakan ternak selama kurun waktu lima tahun belakangan ini mengalami peningkatan setiap tahunnya dan menduduki peringkat kedua setelah subsektor industri semen, di kelompok saham sektor industri dasar dan kimia. Hal ini sebagaimana terlihat pada Tabel 1.

Return saham menjadi indikator utama kemampuan keuangan perusahaan dalam menciptakan nilai bagi para investor, dalam bentuk pembayaran dividen atau *capital gain* (Kurniadi *et al.* 2013). Para investor berkepentingan untuk melihat kinerja dan prospek perusahaan di masa yang akan datang, agar dapat menentukan keputusan investasinya secara tepat. Investasi tersebut tentunya merupakan investasi yang dapat memberikan *return* yang menguntungkan bagi investor.

Tabel 1. Perbandingan nilai kapitalisasi pasar masing-masing subsektor di sektor industri dasar dan bahan kimia tahun 2010–2014 (dalam miliar Rp)

Klasifikasi subsektor	2010		2011		2012		2013		2014	
	Nilai kapitalisasi pasar	%	Nilai kapitalisasi pasar	%	Nilai kapitalisasi pasar	%	Nilai kapitalisasi pasar	%	Nilai kapitalisasi pasar	%
Semen	132.010	53	147.348	55	198.881	57	178.235	55	219.943	58
keramik, porselin, dan kaca	6.425	3	7.322	3	12.942	4	15.859	5	16.801	4
Logam dan sejenisnya	24.774	10	21.884	8	17.602	5	17.155	5	16.788	4
Kimia	16.168	7	18.336	7	19.347	6	16.657	5	16.413	4
Plastik dan kemasan	6.101	2	4.935	2	4.410	1	3.902	1	18.596	5
pakan ternak	38.495	16	45.402	17	77.460	22	74.200	23	76.424	20
kayu dan pengolahannya	403	0	396	0	338	0	283	0	280	0
Pulp dan kertas	22.521	9	24.732	9	17.110	5	17.705	5	16.391	4
Total	246.897	100	270.355	100	348.090	100	323.996	100	381.636	100

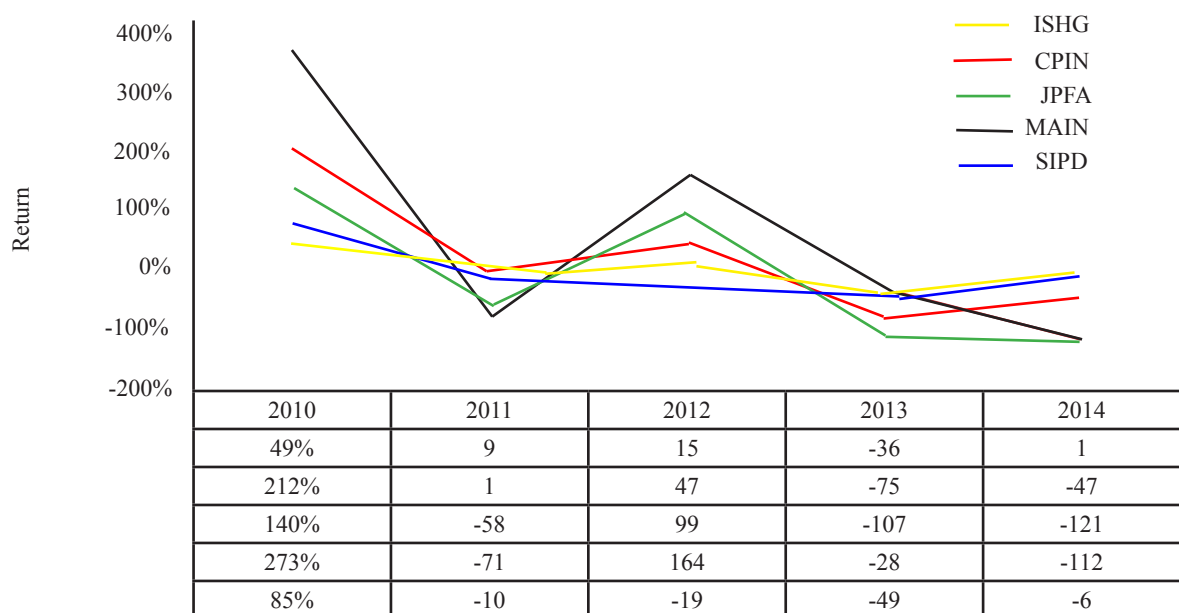
Perkembangan harga dan *return* saham perusahaan pakan ternak di BEI dalam periode 2010-2014 apabila dicermati cukup menarik. Harga saham dari keempat perusahaan tersebut mengalami fluktuasi dan masih dibawah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Namun demikian, nilai *annualised return* yang berasal dari capital gain dari tiga perusahaan (CPIN, JPFA, dan MAIN) selama periode 2010–2014 dapat melebihi nilai *annualised return* IHSG pada tahun 2010 dan 2012, meskipun tahun 2013 dan 2014 mengalami penurunan yang cukup tajam dengan memperoleh *annualised return* yang negatif. Hal itu seiring dengan tekanan kondisi ekonomi yang mengalami pelambatan pada tahun 2013. Perkembangan harga saham dan *annualised return* dapat dilihat pada Gambar 1. Dengan fenomena tersebut, menjadi menarik untuk melihat lebih jauh kinerja keuangan perusahaan-perusahaan pakan ternak publik pada periode yang bersangkutan dan melihat pengaruhnya terhadap *return* saham.

Pengukuran kinerja perusahaan dan kinerja pasar saham melalui pendekatan *Economic Value Added* (EVA), *Market Value Added* (MVA), dan Tobin'Q dapat dijadikan indikator penciptaan nilai dari suatu investasi (Kurniadi *et al.* 2013). Cara pandang investor terhadap kinerja perusahaan yang berkembang saat ini juga telah banyak yang menekankan kepada bagaimana perusahaan melakukan proses penciptaan nilai perusahaan. Melalui penilaian kinerja berbasis penciptaan nilai dengan menggunakan pendekatan EVA, MVA, dan Tobin's Q diharapkan dapat

memberikan gambaran mengenai proses penciptaan nilai perusahaan tersebut kepada para investor sehingga dapat dijadikan dasar pertimbangan dalam menentukan investasinya.

Selain dipengaruhi oleh kinerja perusahaan, *return* saham sebagaimana dijelaskan di atas juga dipengaruhi oleh variabel makroekonomi. Industri pakan ternak merupakan industri yang cukup rentan terhadap fluktuasi variabel makroekonomi, terutama nilai tukar. Hal ini mengingat sebagian besar komponen bahan baku industri pakan ternak berasal dari barang impor. Selain nilai tukar, variabel makroekonomi yang dapat memengaruhi kinerja pasar saham antara lain adalah tingkat suku bunga dan inflasi. Menurut Tirapat dan Nitayagasetwat (1999), banyak faktor yang memengaruhi naik turunnya kinerja saham, diantaranya adalah faktor makroekonomi seperti inflasi, nilai tukar uang, dan suku bunga.

Tujuan penelitian ini adalah menganalisis kinerja keuangan perusahaan-perusahaan subsektor industri pakan ternak yang terdaftar di BEI melalui pendekatan EVA, MVA, dan Tobin's Q. Selanjutnya, menganalisis pengaruh kinerja Tobin's Q, EVA, dan MVA, serta variabel makroekonomi (nilai tukar, tingkat suku bunga, dan inflasi) terhadap *return* saham pada perusahaan subsektor industri pakan ternak yang terdaftar di BEI. Penelitian ini juga menyusun implikasi manajerial dari hasil analisis.



Gambar 1. Perkembangan *annualised return* IHSG dan emiten saham subsektor industri pakan ternak dari tahun 2010-2014 (Bursa Efek Indonesia, 2015 (data diolah))

METODE PENELITIAN

Penelitian dilakukan dengan menggunakan data sekunder yang berupa data panel triwulanan (*series* dan *cross section*) yang diperoleh dari BEI (IDX, 2015a; IDX, 2015b), Bank Indonesia (BI, 2015a; BI, 2015b; BI, 2015c), dan Bloomberg (Bloomberg, 2015). Pengamatan dilakukan dari tahun 2010-2014 dengan data *cross section* sebanyak empat perusahaan pakan ternak publik yang telah terdaftar di BEI. Pengambilan dan pengolahan data pada penelitian ini dilaksanakan dalam waktu lima bulan, dari bulan Agustus – Desember 2015.

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan pendekatan deskriptif kualitatif untuk menjelaskan kondisi dan kinerja perusahaan selama periode 2010 – 2014, sedangkan pendekatan kuantitatif ekonometrik digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, dengan menggunakan teknik analisis regresi data panel dengan bantuan *software* program E-views versi 7. Perhitungan untuk penilaian kinerja EVA, MVA dan Tobin's Q menggunakan formula sebagai berikut:

1. Kinerja EVA

$$EVA = NOPAT - (WACC \times \text{Invested Capital})$$

Keterangan:

NOPAT : *Net Operating Profit after Tax* (Laba usaha setelah dikurangi pajak tetapi belum dikurangi biaya bunga)

WACC : Biaya rata-rata modal tertimbang (yang dihitung dengan menggunakan pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM))

Invested Capital : Seluruh sumber pembiayaan yang digunakan oleh perusahaan untuk menghasilkan profit, dan dalam penelitian ini *Invested Capital* terdiri dari *Long Term Liabilities* dan *Equitas*

2. Kinerja MVA

MVA = Nilai pasar ekuitas - Nilai buku ekuitas

Keterangan:

Nilai pasar ekuitas : Harga pasar saham perusahaan x jumlah saham beredar (harga pasar saham yang digunakan merupakan harga pasar triwulanan, yang diambil dari harga pasar pada akhir triwulan)

Nilai buku ekuitas : Nilai ekuitas secara keseluruhan yang terdapat dalam neraca

3. Kinerja Tobin's Q

$$Q = \frac{(MVS + D)}{TA}$$

Keterangan:

Q : Nilai Tobin's Q

MVS : *Market value of all outstanding shares*

D : *Debt*

TA : *Total firm's asset's*

Market value of all outstanding share (MVS) merupakan nilai pasar saham yang diperoleh dari hasil perkalian jumlah saham yang beredar dengan dengan harga saham. Sedangkan, debt merupakan besarnya nilai pasar hutang, yang dapat dihitung dengan menggunakan persamaan berikut:

$$D = (AVCL - AVCA) + AVLTD$$

$$AVCL = \text{Short Term Debt} + \text{Tax Payable}$$

$$AVCA = \text{Cash} + \text{Account Receivable} + \text{Inventories}$$

$$AVLTD = \text{Long Term Debt}$$

Keterangan:

NOPAT : *Accounting value of the firm's Current Liabilities*

WACC : *Accounting value of the firm's Current Assets*

Invested Capital : *Accounting value of the firm's Long Term Debt*

Nilai kinerja perusahaan dan variabel makroekonomi yang akan dianalisis pengaruhnya terhadap *return* saham merupakan nilai *return* atau laju pergerakannya (EVARET, MVARET, TOBINQRET, USDRET, BIRET, dan INFRET). Hal ini merupakan adaptasi dari beberapa penelitian sebelumnya seperti Kurniadi *et al.* (2013) dan Irwansyah (2001).

Analisis regresi data panel dalam penelitian ini digunakan untuk mengetahui pengaruh kinerja perusahaan (EVARET, MVARET, dan TOBINQRET) serta variabel makroekonomi (USDRET, BIRET, dan INFRET) terhadap *return* saham perusahaan pakan ternak. Model persamaan yang akan digunakan dalam persamaan adalah sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 EVARET_{it} + \beta_2 MVARET_{it} + \beta_3 TOBINQRET_{it} + \beta_4 USDRET_t + \beta_5 BIRET_t + \beta_6 INFRET_t + e_{it}$$

Keterangan:

i	:	n saham perusahaan
t	:	n tahun pengamatan
α	:	Intercept
β	:	Koefisien regresi variabel bebas (slope)
R_{it}	:	<i>Return</i> saham i pada triwulan t
$EVARET_{it}$:	Nilai perubahan EVA saham i pada triwulan t
$MVARET_{it}$:	Nilai perubahan MVA saham i pada triwulan t
$TOBINQRET_{it}$:	Nilai perubahan Tobin Q saham i pada triwulan t
$USDRET_t$:	Nilai perubahan nilai tukar pada triwulan t
$BIRATE_t$:	Nilai perubahan BI <i>rate</i> pada triwulan t
$INFRET_t$:	Nilai perubahan inflasi pada triwulan t
e_{it}	:	<i>Sampling Error</i>

Dalam melakukan regresi data panel, dilakukan pemilihan model terbaik melalui tiga pendekatan: Model Kuadrat Terkecil (*Pooled Least Square/PLS Model*), Model Efek Tetap (*Fixed Effect Model/FEM*), dan Model Efek Acak (*Random Effect Model/REM*). Pemilihan model terbaik untuk analisis data panel menurut Juanda dan Junaidi (2012) dapat dilakukan melalui tiga alat pengujian, yaitu Uji Chow (*Chow Test*) untuk memilih model PLS Model atau FEM, Uji Hausman (*Hausman Test*) untuk memilih REM atau FEM dan Uji *Langrange Multiplier* (*LM Test*) untuk memilih PLS Model atau REM. Model terbaik yang dihasilkan selanjutnya dapat diuji secara statistik dengan pengujian asumsi klasik dan pengujian hipotesis (uji koefisien determinasi, uji F, dan uji T) untuk mengetahui apakah model yang akan digunakan dalam penelitian sudah cukup baik dan layak, dimana keragaman variabel dependen dapat dijelaskan oleh

keragaman variabel independen. Setelah dilakukan pengolahan data kuantitatif dan diperoleh nilainya, selanjutnya dilakukan analisis secara deskriptif untuk menjelaskan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Kerangka pemikiran penelitian ini digambarkan pada Gambar 2.

Hipotesis Penelitian

Perusahaan yang memperoleh EVA positif berarti perusahaan tersebut berhasil menciptakan nilai (*value creation*) bagi pasar dan pemilik modal karena perusahaan dapat menghasilkan laba atau tingkat pengembalian yang melebihi biaya modal yang diharapkan oleh pemegang saham. Sebaliknya perusahaan dengan EVA yang negatif berarti perusahaan telah menghancurkan nilai (*value destruction*) dengan menghabiskan modal dan sumber daya yang diinvestasikan para pemegang saham tanpa memberikan tingkat laba atau pengembalian yang diharapkan oleh para pemegang saham (Desai dan Ferri 2006). Keunggulan MVA menurut Young dan O'Byrne (2002), diantaranya dapat mencerminkan keputusan pasar mengenai bagaimana manajer suatu perusahaan sukses meningkatkan kinerja perusahaan dengan menginvestasikan modal yang sudah dipercayakan kepadanya. Tobin's Q merupakan rasio dari nilai pasar aset perusahaan yang diukur oleh nilai pasar dari jumlah saham yang beredar dan hutang (*enterprise value*) terhadap *replacement cost* dari aktiva perusahaan. Penggunaan Tobin's Q sangat membantu para investor dalam menilai hasil investasinya pada saat ini karena nilai Tobin's Q mencerminkan profitabilitas modal perusahaan di masa depan yang merupakan *return* yang diduga atas profitabilitasnya saat ini (Mankiw, 2004).

Beberapa faktor fundamental makroekonomi, memiliki pengaruh terhadap fluktuasi harga saham, yang pada gilirannya akan berpengaruh juga terhadap *return* saham. Dalam Tirapat dan Nitayagasetwat (1999) disebutkan bahwa banyak faktor yang memengaruhi naik turunnya kinerja saham, diantaranya adalah faktor makroekonomi seperti inflasi, nilai tukar uang, dan suku bunga. Nilai tukar merupakan indikator penting yang akan berpengaruh kepada aktivitas di pasar saham maupun pasar uang. Melemahnya nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat akan menyebabkan pasar modal dalam negeri kurang menarik karena adanya resiko nilai tukar yang menyebabkan penurunan nilai investasi dan mempunyai hubungan negatif terhadap *return* saham. Tingkat suku bunga mempunyai pengaruh

yang besar terhadap harga dan *return* saham. Suku bunga yang makin tinggi (i) memperlambat perekonomian, (ii) menaikkan biaya bunga dan dengan demikian menurunkan laba perusahaan, dan (iii) menyebabkan para investor menjual saham serta mentransfer dana ke pasar obligasi. Masing-masing faktor ini cenderung menekan harga saham (Weston dan Bringham, 1993). Tingginya tingkat inflasi dapat menurunkan daya beli masyarakat dan juga meningkatnya harga faktor produksi. Hal tersebut selanjutnya akan berdampak pada anggapan pesimis mengenai prospek perusahaan yang menghasilkan barang atau jasa yang terkena dampak inflasi sehingga dapat memengaruhi penawaran harga saham perusahaan tersebut dan pada akhirnya berakibat pada pergerakan indeks harga saham dan *return* saham perusahaan-perusahaan yang menawarkan sahamnya di pasar modal.

Berdasarkan teori, kajian-kajian terdahulu, serta variabel-variabel yang akan digunakan dalam penelitian, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

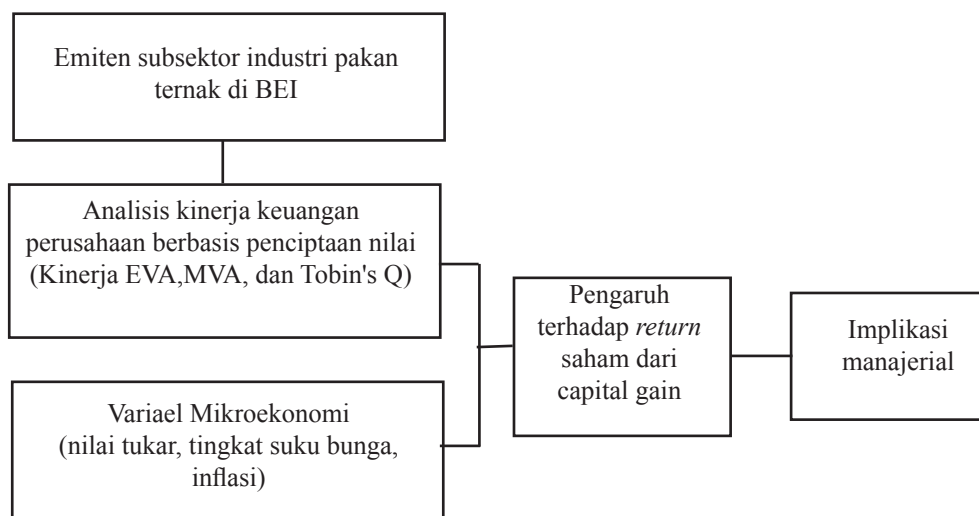
- H₁ : Kinerja EVA berpengaruh positif terhadap *return* saham
- H₂ : Kinerja MVA berpengaruh positif terhadap *return* saham
- H₃ : Kinerja Tobin's Q berpengaruh positif terhadap *return* saham
- H₄ : Nilai tukar berpengaruh negatif terhadap *return* saham

- H₅ : Tingkat suku bunga berpengaruh negatif terhadap *return* saham
- H₆ : Inflasi berpengaruh negatif terhadap *return* saham

HASIL

Analisis Kinerja EVA

Hasil penilaian kinerja perusahaan dengan metode EVA menghasilkan nilai EVA yang bervariasi. Besaran nilai EVA yang bervariasi tersebut disebabkan oleh besaran nilai aset dan modal yang dimiliki oleh masing-masing perusahaan. Nilai EVA tahunan dan perkembangan nilai EVA triwulanan dari perusahaan pakan ternak publik selama periode tahun 2010–2014 dapat dilihat pada Tabel 2. Tren nilai EVA tahunan mengalami kenaikan, yaitu dari tahun 2010–2013 dan kemudian menurun pada tahun 2014. Nilai EVA tertinggi dihasilkan CPIN dengan nilai Rp4.140 miliar, sedangkan nilai EVA terendah dihasilkan oleh SIPD, yaitu sebesar negatif Rp31 miliar pada tahun 2011. Selain itu, perkembangan nilai EVA triwulanan selama periode lima tahun, Kinerja EVA secara dominan menghasilkan nilai MVA positif pada tiga perusahaan (CPIN, JPFA, dan MAIN), dan nilai EVA negatif pada SIPD. Hal ini berarti CPIN, JPFA, dan MAIN dalam melakukan pengelolaan modal yang diinvestasikan oleh para pemegang saham telah berhasil menciptakan nilai tambah bagi para pemegang sahamnya, sedangkan SIPD belum berhasil.



Gambar 2. Kerangka pemikiran konseptual pengaruh kinerja EVA, MVA, Tobin's Q dan variabel makroekonomi terhadap *return* saham

Analisis Kinerja MVA

Hasil perhitungan kinerja MVA untuk nilai MVA tahunan dan perkembangan nilai MVA triwulanan perusahaan pakan ternak publik selama tahun 2010-2014 dapat dilihat pada Tabel 3. Tren nilai MVA tahunan mengalami kenaikan selama tiga tahun, kemudian menurun mulai tahun 2013 untuk CPIN dan JPFA dan mulai tahun 2014 untuk MAIN. Nilai MVA tertinggi masih dihasilkan CPIN dengan nilai Rp51.754 miliar, sedangkan nilai EVA terendah dihasilkan oleh SIPD yaitu sebesar negatif Rp807 miliar pada tahun 2012. Nilai MVA yang dominan positif pada tiga perusahaan pakan ternak yaitu CPIN, JPFA, dan MAIN disebabkan nilai pasar ekuitas pada perusahaan tersebut lebih tinggi dibandingkan dengan nilai bukunya. Sebaliknya, nilai MVA pada SIPD yang dominan negatif, disebabkan nilai pasar ekuitas yang lebih rendah dibandingkan dengan nilai bukunya. Dengan kondisi lebih tingginya nilai pasar dari nilai buku perusahaan berarti saham-saham perusahaan tersebut dinilai lebih tinggi (*overvalued*) oleh pasar. Hal ini menunjukkan bahwa pasar ataupun investor memiliki kepercayaan yang tinggi terhadap performa perusahaan yang bersangkutan. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa untuk CPIN, JPFA, dan MAIN sepanjang periode tahun 2010-2014 telah berhasil meningkatkan dan memaksimalkan kekayaan para pemegang saham dalam mengelola modal yang diinvestasikan oleh investor. SIPD belum berhasil meningkatkan kekayaan para pemegang sahamnya dalam mengelola modal yang ditanamkan dalam perusahaan oleh para investor.

Analisis Kinerja Tobin's Q

Hasil perhitungan kinerja Tobin's Q, nilai Tobin's Q tahunan dan perkembangan nilai Q triwulanan dari perusahaan pakan ternak publik selama tahun 2010-2014 dapat dilihat pada Tabel 4. Nilai Tobin's Q tertinggi dihasilkan MAIN pada tahun 2013 dengan nilai Q sebesar 12,51, sedangkan nilai Tobin's Q terendah dihasilkan oleh SIPD pada tahun 2010 dengan nilai Q sebesar 0,25.

Perusahaan yang memperoleh nilai $Q > 1$ berarti perusahaan memiliki nilai Tobin's Q yang tinggi, dan sebaliknya perusahaan yang memperoleh nilai $Q < 1$ berarti memiliki nilai Tobin's Q yang rendah. Nilai Tobin's Q yang tinggi disebabkan nilai pasar aset perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai penggantian atas aset-aset perusahaan tersebut. Dengan kondisi lebih tingginya nilai pasar aset perusahaan dari nilai penggantian aset perusahaan berarti perusahaan memiliki tingkat profitabilitas modal yang tinggi dimasa depan, sehingga diperkirakan akan memberikan tingkat pengembalian yang optimal kepada investor atas investasi yang dilakukannya saat ini. Hal ini juga mengindikasikan tingginya kepercayaan investor terhadap performa perusahaan yang bersangkutan. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa untuk CPIN dan MAIN sepanjang periode tahun 2010–2014 telah berhasil menciptakan nilai tambah bagi para pemegang sahamnya. Sementara untuk JPFA, yang memperoleh nilai Q berfluktuasi, yaitu beberapa periode menghasilkan nilai $Q > 1$ (8 kali) dan sebagian besar periode lainnya menghasilkan nilai $Q < 1$ (12 kali) serta SIPD yang sama sekali belum berhasil memperoleh nilai $Q > 1$ sepanjang periode, dapat dikatakan belum berhasil menciptakan nilai tambah bagi para pemegang sahamnya.

Tabel 2. Nilai EVA tahunan dan perkembangan EVA triwulanan selama lima tahun (tahun 2010–2014)

Emiten	Nilai EVA tahunan (dalam miliar Rp)					Perkembangan EVA triwulan	
	2010	2011	2012	2013	2014	EVA positif	EVA negatif
CPIN	1.771	2.092	2.419	4.140	2.517	20 kali	0 kali
JPFA	872	668	1.070	1.708	1.032	19 kali	1 kali
MAIN	153	224	280	330	(39)	18 kali	2 kali
SIPD	(31)	44	14	1	(25)	5 kali	15 kali

Tabel 3. Nilai MVA tahunan dan perkembangan MVA triwulanan selama lima tahun (tahun 2010–2014)

Emiten	Nilai EVA tahunan (dalam miliar Rp)					Perkembangan MVA triwulan	
	2010	2011	2012	2013	2014	MVA positif	MVA negatif
CPIN	25.736	29.120	51.754	45.461	51.118	20 kali	0 kali
JPFA	3.039	4.139	8.349	7.761	4.838	20 kali	0 kali
MAIN	829	1.239	3.344	4.519	2.737	20 kali	0 kali
SIPD	(566)	(764)	(807)	(816)	(789)	0 kali	20 kali

Tabel 4. Nilai Tobin's Q tahunan dan perkembangan Tobin's Q triwulanan selama lima tahun (tahun 2010–2014)

Emiten	Nilai EVA tahunan (dalam miliar Rp)					Perkembangan MVA triwulan	
	2010	2011	2012	2013	2014	Q > 1	Q < 1
CPIN	4,30	3,71	4,63	3,34	2,98	20 kali	0 kali
JPFA	0,85	0,95	1,23	0,97	0,80	8 kali	12 kali
MAIN	3,30	4,77	9,97	1,251	4,73	17 kali	3 kali
SIPD	0,25	0,29	0,30	0,37	0,28	0 kali	20 kali

Pengaruh Variabel Kinerja Berbasis Penciptaan Nilai dan Variabel Makroekonomi terhadap Return Saham Perusahaan Pakan Ternak

Berdasarkan uji pemilihan model dengan menggunakan program E-views, diperoleh model terbaik yaitu REM, dengan hasil regresi data panel sebagaimana terlihat pada Tabel 5.

Model REM yang telah diuji dengan uji asumsi klasik dan memperoleh nilai probabilitas F statistik sebesar 0,000000 serta nilai *R-squared* 0,924412, berarti model hanya bisa menjelaskan 92% tentang *return* saham, sedangkan sisanya sebesar 8% dijelaskan oleh variabel lain di luar model. Dengan demikian model tersebut sudah dapat memenuhi kriteria statistik untuk menjadi model yang layak dalam melakukan pendugaan parameter yang ada dalam fungsi. Dengan tingkat signifikansi 0,01 dan 0,1 maka variabel yang secara nyata memengaruhi *return* saham perusahaan pakan ternak adalah variabel kinerja (EVARET, MVARET, dan TOBINQRET), sedangkan variabel makroekonomi (USDRET, BIRET, dan INFRET) tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Berdasarkan uji t, selanjutnya dapat dijelaskan hubungan antara masing-masing variabel independen (EVARET, MVARET, TOBINQRET, USDRET, BIRET, dan INFRET) dengan variabel dependen (*return* saham). EVARET dengan nilai probabilitas atau nilai *p-value* sebesar 0,1053 dan koefisien 0,007817, maka terkait hipotesis pertama (H1) bahwa EVARET berpengaruh

positif terhadap *return* saham, pada tingkat $\alpha = 10\%$ tolak H0. Hal berarti pada tingkat signifikansi 10%, variabel EVARET memiliki korelasi nyata yang searah dan sangat lemah terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Astuti (2006) yang melakukan penelitian terhadap industri manufaktur di BEJ dengan kesimpulan bahwa EVA memiliki pengaruh lemah terhadap *return* saham. Namun demikian, beberapa hasil penelitian terdahulu juga menyimpulkan bahwa EVA memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *return* saham, seperti hasil penelitian Christanty (2009) yang meneliti emiten LQ 45 di BEI periode 2003–2007, Chen dan Dodd (1997) yang meneliti 566 perusahaan pada bursa saham Amerika Serikat, Bacidore *et al.* (1997) yang meneliti perusahaan-perusahaan besar di Amerika Serikat, serta hasil penelitian Lehn dan Makhija (1996) yang meneliti 241 perusahaan pada bursa saham Amerika Serikat. Akan tetapi, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan beberapa hasil penelitian lainnya yang menyimpulkan bahwa EVA tidak berpengaruh terhadap *return* saham, seperti hasil penelitian Kurniadi *et al.* (2013) yang meneliti perusahaan *go public* sektor pertanian di BEI, Irwansyah (2001) yang meneliti perusahaan *go public* sektor manufaktur di BEJ, dan Usman (2004) yang meneliti 37 perusahaan yang terdaftar di BEJ. Selain itu, Sparling dan Turvey (2003) yang meneliti perusahaan-perusahaan agribisnis juga menyatakan tidak ada hubungan yang signifikan antara EVA dan kinerja pasar saham, setidaknya pada kelompok saham agribisnis.

Dalam hasil penelitian ini, variabel EVARET memiliki pengaruh yang sangat lemah terhadap *return* saham, antara lain disebabkan hampir di seluruh periode penelitian, keempat perusahaan pakan ternak dominan memiliki nilai laju pergerakan EVA (EVARET) yang berkebalikan dengan nilai *return* saham. Hal ini disebabkan kinerja EVA belum menjadi fokus dan perhatian para investor pada saat melakukan investasi di perusahaan pakan ternak terutama para investor dengan tujuan investasi jangka pendek yang mengabaikan faktor fundamental perusahaan. Pengaruh kinerja EVA yang lebih lemah dibandingkan dengan kinerja MVA dan Tobin's Q terhadap *return* saham, kemungkinan juga disebabkan oleh penggunaan alat ukur kinerja keuangan dengan metode EVA yang belum digunakan secara luas baik oleh perusahaan maupun investor pada saat akan mempertimbangkan keputusan investasinya. Rumitnya langkah-langkah yang harus ditempuh dalam melakukan penghitungan kinerja EVA serta belum didukungnya pelaporan keuangan publikasi yang telah terstandarisasi untuk mendukung penghitungan kinerja EVA, kemungkinan juga menjadi salah faktor yang menyebabkan belum digunakannya metode EVA secara lebih luas.

MVARET dengan nilai probabilitas atau *p-value* sebesar 0,0000 dan koefisien 0,357240, maka terkait hipotesis kedua (H_2) bahwa MVARET berpengaruh positif terhadap *return* saham, pada tingkat $\alpha = 1\%$ tolak H_0 . Dengan demikian dapat dikatakan bahwa dengan tingkat signifikansi 1%, variabel MVARET memiliki korelasi nyata yang cukup kuat dan searah dengan *return* saham. Hasil penelitian ini dapat dikatakan sesuai dengan beberapa hasil penelitian terdahulu, seperti Kurniadi *et al.* (2013) dan Irwansyah (2001) yang

menyatakan bahwa MVARET berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Akan tetapi, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Astuti (2006) bahwa MVA memiliki pengaruh yang lemah terhadap *return* saham serta Usman (2004) yang menemukan bahwa MVA tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Variabel MVARET yang berpengaruh positif secara nyata dan cukup kuat terhadap *return* saham antara lain disebabkan bahwa secara umum, laju pergerakan nilai MVA (MVARET) selaras dengan nilai *return* saham, terutama pada tiga perusahaan yaitu CPIN, JPFA, dan MAIN. Perusahaan yang memiliki laju pergerakan nilai MVA positif cenderung akan menghasilkan *return* saham yang positif, demikian pula sebaliknya.

Pergerakan nilai MVA searah dengan pergerakan *return* saham. Kondisi tersebut menggambarkan pasar yang merespon positif kinerja dari saham dari tiga perusahaan, yaitu CPIN, JPFA, dan MAIN. Para pelaku pasar kemungkinan mempertimbangkan kinerja perusahaan yang memiliki nilai pasar ekuitas yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai buku ekuitas, yaitu yang tercermin sebagai nilai MVA sebelum melakukan investasinya. Selain itu, pengukuran kinerja keuangan perusahaan dengan metode MVA lebih mudah untuk dilakukan dibanding dengan metode EVA sehingga pengaruh MVARET terhadap *return* saham menjadi lebih kuat dan nyata dibandingkan dengan EVARET. Unsur-unsur pembentuk nilai MVA lebih mudah diperoleh dari laporan keuangan yang telah terpublikasi, sehingga para investor akan lebih mudah untuk melakukan penghitungan kinerja MVA dan menggunakannya sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan investasi.

Tabel 5. Hasil regresi data panel pengaruh kinerja keuangan perusahaan berbasis penciptaan nilai dan makroekonomi terhadap *return* saham

Variable	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	-0,903446	0,472653	-1,911435	0,0606
EVARET	0,007817*	0,004755	1,643897	0,1053
MVARET	0,357240**	0,040021	8,926391	0,0000
TOBONQRET	0,556321**	0,079435	7,003471	0,0000
USDRET	0,057557	0,050607	-1,137335	0,2598
BIRET	-0,056804	0,151341	-0,375339	0,7087
INFRET	-0,021707	0,035223	0,616280	0,5400
<i>R-squared</i>	0,924412	<i>Mean dependent var</i>		0,001224
<i>Adjusted R-squared</i>	0,916977	<i>S.D dependent var</i>		0,258710
Prob (F-statistic)	0,000000			

TOBINQRET dengan nilai probabilitas atau *p-value* sebesar 0,0000 dan koefisien 0,556321, maka terkait hipotesis ketiga (H_3) bahwa TOBINQRET berpengaruh positif terhadap *return* saham, pada tingkat $\alpha = 1\%$ tolak H_0 . Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa dengan tingkat signifikansi 1%, variabel TOBINQRET memiliki korelasi nyata yang sangat kuat dan searah dengan *return* saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Kurniadi *et al.* (2013) yang menyatakan bahwa TOBINQRET memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *return* saham serta Vadii dan Hosseini (2012) yang menemukan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara Tobin's Q dengan *return* saham. Dalam hasil penelitian ini, bahwa variabel TOBINQRET berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham, sebagaimana halnya dengan MVARET, antara lain disebabkan bahwa secara umum laju pergerakan nilai Tobin's Q (TOBINQRET) juga selaras dengan nilai *return* saham, terutama pada tiga perusahaan yaitu CPIN, JPFA, dan MAIN.

Perusahaan dengan nilai pasar ekuitas yang tinggi serta pengelolaan aset yang baik sehingga menghasilkan nilai Tobin's Q yang positif akan direspon dengan baik oleh pasar melalui peningkatan nilai *return* saham. Tobin's Q dapat digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mengelola aktiva dari para pemilik modal, sehingga dapat tercipta nilai pasar modal yang menguntungkan (Lang *et al.* 1989). Seperti halnya pengukuran kinerja MVA, pengukuran kinerja keuangan perusahaan dengan metode Tobin's Q juga relatif lebih mudah untuk dilakukan dibanding dengan metode EVA, sehingga pengaruhnya terhadap *return* saham menjadi lebih signifikan dibandingkan dengan EVARET. Hal tersebut tentunya menyebabkan para investor juga akan lebih mudah untuk melakukan penghitungan kinerja Tobin's Q dan menggunakannya sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan investasi.

Dampak dari hasil penilaian kinerja keuangan berbasis penciptaan nilai untuk keempat perusahaan pakan ternak, terutama untuk penilaian kinerja MVA dan Tobin's Q, juga dapat terlihat dari nilai *annualised return* yang berasal dari *capital gain* keempat perusahaan tersebut. CPIN dan MAIN yang memperoleh nilai MVA positif dan nilai Tobin's Q lebih dari 1 di sepanjang periode penelitian (2010-2014), menghasilkan nilai rata-rata *annualised return* tertinggi di sepanjang periode tersebut. Sementara itu, untuk JPFA yang memperoleh nilai MVA positif disepanjang periode 2010–2014, tetapi untuk kinerja Tobin's Q hanya

memperoleh nilai $Q > 1$ sebanyak 8 kali, berada di peringkat ketiga. Sedangkan untuk SIPD yang dinilai tidak berhasil memperoleh nilai MVA positif dan nilai $Q > 1$ di sepanjang periode 2010–2014, memiliki nilai *annualised return* terendah, bahkan memperoleh nilai negatif di empat tahun terakhir periode penelitian (2011–2014).

USDRET dengan nilai probabilitas atau *p-value* sebesar 0,2598 dan koefisien -0,057557, terkait hipotesis keempat (H_4) bahwa USDRET berpengaruh negatif terhadap *return* saham, maka tidak menolak H_0 . Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa variabel USDRET tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Kurniadi *et al.* (2013), Nkoro dan Uko (2013) dan Yuswandi (2012), yang menyatakan bahwa nilai tukar tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Akan tetapi, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Sohail dan Hussain (2012) yang menemukan bahwa nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap *return* saham di pasar modal India dan Pakistan dan Riantani dan Tambunan (2013) yang juga menemukan bahwa nilai tukar secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *return* saham.

BIRET dengan nilai probabilitas atau *p-value* sebesar 0,7087 dan koefisien -0,056804, terkait hipotesis kelima (H_5) bahwa BIRET berpengaruh negatif terhadap *return* saham, maka tidak menolak H_0 . Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa variabel BIRET tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Nkoro dan Uko (2013) yang menyatakan bahwa suku bunga tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Akan tetapi, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Halim (2013) yang menemukan bahwa BI Rate berpengaruh signifikan terhadap *return* saham kapitalisasi besar, serta Riantani dan Tambunan (2013) yang juga menemukan bahwa suku bunga secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *return* saham.

INFRET dengan nilai probabilitas atau *p-value* sebesar 0,5400 dan koefisien 0,021707, terkait hipotesis keenam (H_6) bahwa INFRET berpengaruh negatif terhadap *return* saham, maka tidak menolak H_0 . Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa variabel INFRET tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Kurniadi *et al.* (2013) serta Nkoro dan Uko (2013) yang menyatakan bahwa inflasi tidak memiliki pengaruh

signifikan terhadap *return* saham. Akan tetapi, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Sohail dan Hussain (2012), Ahmad *et al.* (2012), Halim (2013), serta Riantani dan Tambunan (2013) yang menemukan bahwa inflasi berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Keterbatasan Penelitian

Variabel makroekonomi yang digambarkan tidak berpengaruh terhadap *return* saham dalam hasil penelitian ini, kemungkinan masih menunjukkan bias yang disebabkan oleh penggunaan teknik analisis regresi data panel. Keempat perusahaan pakan ternak yang menjadi data *cross section* tidak memiliki keragaman dari masing-masing variabel makroekonomi yang digunakan dalam penelitian. Oleh karena itu, untuk melihat apakah faktor variabel makroekonomi berpengaruh terhadap *return* saham, kemungkinan akan lebih baik apabila dianalisis dengan teknik analisis lain, seperti analisis regresi berganda. Hasil penelitian sebelumnya yang menggunakan analisis regresi data panel adalah Kurniadi *et al.* (2013) dan hasil penelitiannya terkait pengaruh variabel makroekonomi terhadap *return* saham menyimpulkan sama dengan penelitian ini bahwa variabel makroekonomi tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Namun, beberapa penelitian yang menggunakan teknik analisis regresi linier berganda, banyak yang menyimpulkan bahwa variabel makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, seperti dalam Halim (2013) serta Riantani dan Tambunan (2013). Selain itu, mengingat *return* saham yang berasal dari *capital gain* sangat bersifat dinamis dan dipengaruhi oleh aksi *profit taking* dari para investor jangka pendek maka untuk melihat pengaruh variabel makroekonomi terhadap *return* saham yang berasal dari *capital gain*, kemungkinan akan lebih relevan apabila data variabel makroekonomi juga dihitung berdasarkan nilai harian atau nilai rata-rata harian. Oleh karena itu, hasil penelitian terkait variabel makroekonomi dalam penelitian ini kemungkinan masih bersifat bias dan harus lebih disempurnakan oleh penelitian-penelitian selanjutnya dengan menggunakan metode penelitian yang lebih baik.

Implikasi manajerial

Bagi investor dan calon investor, melalui hasil analisis kinerja EVA, MVA, dan Tobin's Q terhadap perusahaan pakan ternak publik, dapat melihat kinerja dari masing-masing perusahaan dalam hal penciptaan nilai tambah perusahaan, yaitu perusahaan yang telah melakukan pengelolaan modal dan aset secara optimal sehingga memberikan nilai tambah kepada investor, untuk kemudian dijadikan pedoman dalam menentukan keputusan investasinya. Selain itu, terkait dengan *return* saham yang berasal dari *capital gain*, investor dapat menggunakan kinerja MVA dan Tobin's Q dalam mengukur kinerja pasar dari saham-saham perusahaan, yang menjadi tujuan investasinya karena dari hasil penelitian ini, perusahaan yang memiliki kinerja MVA dan Tobin's Q yang paling baik, menghasilkan nilai rata-rata *annualised return* tertinggi.

Bagi perusahaan, hasil analisis kinerja EVA, MVA, dan Tobin's Q ini dapat dijadikan salah satu alternatif untuk menilai sejauh mana perusahaan telah menciptakan nilai tambah yang optimal bagi para pemegang sahamnya, sehingga dapat menyusun langkah-langkah strategis untuk memperbaiki kinerja sahamnya di masa yang akan datang. Untuk perusahaan yang masih menghasilkan nilai $Q < 1$ disepanjang periode (SIPD) ataupun masih berfluktuatif (JPFA), perlu melakukan upaya untuk meningkatkan nilai Q sehingga investasi dapat tumbuh dan meningkat melalui optimalisasi pengelolaan aset dan modal kerja.

Bagi otoritas pasar modal, hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai salah satu alternatif dalam melakukan pengukuran kinerja perusahaan yang telah *go public*, dan selanjutnya digunakan sebagai bahan masukan perumusan kebijakan dalam upaya menjaga dan meningkatkan kinerja emiten saham subsektor pakan ternak dengan memperhatikan faktor-faktor yang paling memengaruhi saham subsektor pakan ternak tersebut.

Bagi para akademisi dan peneliti, dengan hasil penelitian yang masih beragam terkait dengan penelitian terhadap pengaruh kinerja EVA, MVA, dan Tobin's Q serta variabel makroekonomi terhadap *return* saham, serta beberapa keterbatasan dari penelitian ini, menuntut untuk dilakukan penelitian serupa dengan memperkaya objek dan periode penelitian serta menggunakan metode penelitian yang lebih baik lagi.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Hasil analisis kinerja berbasis penciptaan nilai terhadap perusahaan pakan ternak publik yang listed di BEI, diketahui bahwa dari hasil analisis kinerja EVA dan MVA periode 2010–2014, CPIN, JPFA, dan MAIN dapat dikatakan telah mampu menciptakan nilai tambah bagi para pemegang sahamnya karena rata-rata memperoleh nilai EVA dan MVA positif. SIPD belum mampu menciptakan nilai tambah bagi para pemegang sahamnya karena rata-rata memperoleh nilai EVA dan MVA yang negatif. Hasil analisis Tobin's Q periode 2010–2014, CPIN dan MAIN dapat dikatakan telah berhasil menciptakan nilai tambah bagi para pemegang sahamnya karena dominan memperoleh nilai rata-rata $Q > 1$. Sementara itu, untuk JPFA dan SIPD dapat dikatakan belum berhasil karena JPFA dominan menghasilkan nilai $Q < 1$ dan SIPD bahkan belum berhasil menghasilkan nilai $Q > 1$.

Hasil analisis regresi data panel untuk mengetahui pengaruh variabel kinerja berbasis penciptaan nilai dan variabel makroekonomi terhadap *return* saham industri pakan ternak, diperoleh model REM yang diuji dengan menghasilkan koefisien determinasi R^2 sebesar 92%. Hal ini berarti model tersebut cukup signifikan dalam menjelaskan *return* saham. Selanjutnya, melalui uji t diketahui bahwa variabel kinerja berbasis penciptaan nilai (EVARET, MVARET dan TOBINQRET) berpengaruh nyata dan searah terhadap *return* saham, dengan pengaruh yang lemah untuk EVARET dan pengaruh yang kuat untuk MVARET dan TOBINQRET. Variabel makroekonomi (nilai tukar, suku bunga, dan inflasi) tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Saran

Investor dalam mempertimbangkan keputusan investasinya perlu memperhatikan kinerja MVA dan Tobin's Q, mengingat kinerja MVA dan Tobin's Q yang dipengaruhi harga pasar saham dapat mencerminkan kinerja pasar dari saham-saham yang bersangkutan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan pakan ternak dengan kinerja MVA dan Tobin's Q terbaik, memperoleh nilai rata-rata *annualised return* tertinggi.

Otoritas pasar modal perlu dipertimbangkan untuk menjadikan penilaian kinerja berbasis penciptaan nilai sebagai alternatif penilaian kinerja terhadap perusahaan *go public*. Untuk itu perlu disusun kriteria dan standar penyusunan laporan keuangan oleh perusahaan-perusahaan *go public* sehingga dapat memberikan informasi yang lengkap dan akurat dalam mendukung penilaian kinerja dengan menggunakan metode penilaian kinerja berbasis penciptaan nilai.

Bagi para peneliti dan akademisi yang akan melakukan penelitian serupa ataupun bersifat lanjutan terkait dengan faktor-faktor yang memengaruhi *return* saham, perlu memperhatikan metode maupun karakteristik dari variabel-variabel yang akan digunakan dalam penelitian. Keterbatasan dari penelitian ini dapat digunakan untuk memperbaiki hasil penelitian selanjutnya, dengan memperkaya objek penelitian serta menggunakan metodologi penelitian yang lebih baik lagi.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad Z1, Ahmad Z2, Khan MS, Zavaid U. 2012. Capturing the stock price movements at Karachi stock exchange: are macroeconomic variables relevant?. *African Journal of Business Management* 6(8): 3026–3034.
- Astuti SP. 2006. Analisis pengaruh faktor-faktor fundamental, EVA, MVA terhadap return saham (studi kasus perusahaan manufaktur di BEI) [tesis]. Semarang: Sekolah Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Bacidore JM, Boquist JA, Milbourn TT, Thakor AV. 1997. The search for the best financial performance measure. *Financial Analysts Journal* 53(3): 11–20. <http://dx.doi.org/10.2469/faj.v53.n3.2081>.
- [BI] Bank Indonesia. 2015a. BI Rate. <http://www.bi.go.id/id/moneter/bi-rate/data/Default.aspx>. [18 Juli 2015].
- [BI] Bank Indonesia. 2015b. Inflasi. <http://www.bi.go.id/id/moneter/inflasi/data/Default.aspx>. [18 Juli 2015].
- [BI] Bank Indonesia. 2015c. Informasi Kurs. <http://www.bi.go.id/id/moneter/informasi-kurs/transaksi-bi/Default.aspx>. [18 Juli 2015].
- Bloomberg. 2015. Harga Saham. Kementerian Keuangan: Paket berlangganan akses Bloomberg Direktorat Jenderal Anggaran [1 Juli 2015].

- Chen S, Dodd JL. 1997. Economic Value Added (EVA): An empirical examination of a new corporate performance measure. *Journal of Managerial Issues* 9(3): 318–333.
- Christanty M. 2009. Pengaruh faktor fundamental dan Economic Value Added (EVA) terhadap return saham (studi kasus LQ 45 periode 2003-2007) [tesis]. Semarang: Sekolah Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Desai MA, Ferri F. 2006. *Understanding Economic Value Added*. Boston: Harvard Business Scholl Publishing.
- [IDX] Indonesia Stock Exchange. 2015a. IDX Yearly Statistics. <http://www.idx.co.id/id-id/beranda/publikasi/statistik.aspx>. [18 Juni 2015].
- [IDX] Indonesia Stock Exchange. 2015b. Laporan Keuangan dan Tahunan. <http://www.idx.co.id/id-id/beranda/perusahaantercatat/laporankeuangandantahunan.aspx>. [18 Juni 2015]
- Irwansyah. 2001. Analisis pengaruh kinerja keuangan perusahaan dengan alat ukur EVA, MVA, dan ROA terhadap return pada saham perusahaan manufaktur di BEJ [tesis]. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Juanda B, Junaidi. 2012. *Ekonometrika Deret Waktu – Teori dan Aplikasi*. Bogor: IPB Press.
- Kurniadi A, Achسانی NA, Sasongko H. 2013. Kinerja keuangan berbasis penciptaan nilai, faktor makroekonomi dan pengaruhnya terhadap return saham sektor pertanian. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 15(2): 63–74. <http://dx.doi.org/10.9744/jak.15.2.63-74>.
- Lang, LHP, Stulz, RM, Walking RA. 1989. Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers. *Journal of Financial Economic* 24: 137–154. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90075-5](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(89)90075-5).
- Lehn K, Makhija AK. 1996. EVA & MVA: As performance measures and signals for strategic change. *Strategy & Leadership* 24(3): 34–38. <http://dx.doi.org/10.1108/eb054556>.
- Halim L. 2013. Pengaruh makro ekonomi terhadap return saham kapitalisasi besar di Bursa Efek Indonesia. *FINESTA* 1(2):108–113.
- Mankiw NG. 2007. *Makroekonomi*. 6th ed. Jakarta: PT Erlangga.
- Nkoro E, Uko AK. 2013. A generalized autoregressive conditional heteroskedasticity model of the impact of macroeconomic factors on stock returns: empirical evidence from the Nigerian stock market. *International Journal of Financial Research* 4(4):38–51. <http://dx.doi.org/10.5430/ijfr.v4n4p38>.
- Riantani S, Tambunan M. 2013. Analisis pengaruh variabel makroekonomi dan index global terhadap return saham. Seminar Nasional Teknologi Informasi dan Komunikasi Terapan 2013 (SEMANTIK 2013).
- Septiani M, Alexandi MF. 2014. Struktur perilaku kinerja dalam persaingan industri pakan ternak di Indonesia periode tahun 1986–2010. *Jurnal Manajemen dan Agribisnis* 11(2):77–88.
- Sohail N, Hussain Z. 2012. Macroeconomic policies and stock returns in Pakistan: a comparative analysis of three stock exchanges. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research and Business* 3(10): 905–918.
- Sparling D, Turvey CG. 2003. Further thoughts on the relationship between Economic Value Added and stock market performance. *Agribusiness ABI/INFORM* 19(2): 255–267. <http://dx.doi.org/10.1002/agr.10054>.
- Tirapat S, Nitayagasetwat A. 1999. An investigation of Thai listed firm's financial distress using macro and micro variables. *Multinational Finance Journal* 3(2): 103–125. <http://dx.doi.org/10.17578/3-2-2>.
- Usman Y. 2004. Analisis pengaruh EVA, MVA, dan kinerja keuangan konvensional terhadap return saham di Bursa Efek Jakarta [tesis]. Semarang: Sekolah Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Vadiei MH, Hosseini SM. 2012. Accounting criteria and economic performance evaluation with stock return: Iranian scenario. *Asian Journal of Management Sciences and Education* 1(3): 5–9.
- Weston JF, Brigham EF. 1993. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Ed ke-9 Jilid ke-1 dan ke-2. Jakarta: Terjemahan Erlangga.
- Yuswandi Y. 2012. Analisis pengaruh harga minyak dunia, harga emas dunia, nilai tukar rupiah dan indeks IHSG terhadap return saham (studi kasus saham Sinarmas Group) [tesis]. Bogor: Sekolah Pascasarjana Institut Pertanian Bogor.
- Young SD, O'Byrne SF. 2002. *Eva dan Manajemen Berbasis Nilai, Panduan Praktis untuk Penerapan*. Terjemahan: Lusy Widhaya. Jakarta: Salemba Empat.