

PENGARUH *ECONOMIC VALUE ADDED*, *MARKET VALUE ADDED* DAN *FINANCIAL DISTRESS* TERHADAP VOLATILITAS *STOCK RETURN* DENGAN *CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY* SEBAGAI VARIABEL MODERATING

Meiliana Jaunanda, Roy Sembel, Edison Hulu, Gracia Shinta S. Ugut
 Universitas Pelita Harapan

 ARTICLE INFO

Keywords: *Economic Value Added, Market Value Added, Altman Z Score, Corporate Social Responsibility, Stock Return,*

Kata Kunci: *Economic Value Added, Market Value Added, Altman Z Score, Corporate Social Responsibility, Stock Return,*

 Corresponding author:

Meiliana Jaunanda
meilianajaunanda@gmail.com

Abstract. *This study was conducted to effect of economic value added, market value added, altman zscore, and corporate social responsibility on volatility Stock Return. Samples were taken from companies that conducted an Initial Public Offering on the Indonesia Stock Exchange from 2018 to 2020 using a purposive sampling method, thus obtaining sample data of 71 companies. Data will be tested using data panel eviews10 program. The results of this study indicate that (1) Economic Value Added have negative effect and no significant effect on Stock Return , (2) Market Value Added have negative effect and no significant effect on Stock Return, (3) Altman Zscore have negative effect and significant effect on Stock Return, (4) Corporate Social Responsibility have negative effect and significant effect on Stock Return, (5) Corporate Social Responsibility have memoderate economic value added on Stock Return , (6) Corporate Social Resposibility have memoderate market value added on Stock Return*

Abstrak. *Penelitian ini menguji pengaruh economic value added, market value added, altman zscore, dan corporate social responsibility terhadap volatilitas likuiditas saham. Sampel diambil dari perusahaan yang melakukan Initial Public Offering di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2018 sampai dengan tahun 2020 dengan menggunakan metode purposive sampling, sehingga diperoleh data sampel sebanyak 71 perusahaan. Data akan diuji menggunakan program data panel eviews10. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa (1)Economic Value Added berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap likuiditas saham, (2)Market Value Added berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap likuiditas saham, (3)Altman Zscore berpengaruh negatif dan berpengaruh signifikan terhadap likuiditas saham, (4)Corporate Social Responsibility berpengaruh negatif dan signifikan terhadap likuiditas saham, (5)Corporate Social Responsibility dapat memoderasi economic value added terhadap likuiditas saham, (6) Corporate Social Responsibility dapat memoderasi market value added terhadap likuiditas saham*

PENDAHULUAN

Pada era globalisasi dan yang terjadi pada saat ini, laporan keuangan masih memiliki peran yang sangat penting dalam memberikan keputusan bagi penggunanya dan mempertahankan kelangsungan hidup dari perusahaan yang sedang berjalan. Laporan keuangan dapat menggambarkan kondisi keuangan perusahaan pada periode tertentu. Laporan keuangan perusahaan merupakan suatu instrumen yang sangat bermanfaat bagi perusahaan dan pihak eksternal yang memerlukan laporan keuangan dalam analisa fundamental.

Analisis laporan keuangan diperlukan untuk memberikan informasi terkait perusahaan dan membandingkan antar perusahaan yang lain untuk melihat apakah perusahaan bersaing secara sehat didalam pasar modal. Analisis laporan keuangan dapat dilakukan oleh pihak eksternal seperti investor dalam menentukan keputusan investasi yang tepat terhadap suatu perusahaan. Investor dalam melakukan analisis tidak hanya mengacu pada analisis teknikal saja yaitu melihat pergerakan saham secara historis, tetapi juga mengacu pada analisis fundamental yaitu mengukur performa atau kinerja keseluruhan perusahaan.

Seorang investor yang berinvestasi pada suatu perusahaan artinya investor tersebut mengharapkan suatu keberhasilan sehingga investor pun mendapatkan suatu return yang senilai dengan apa yang telah diinvestasikan terhadap perusahaan tersebut. Dengan kata lain, seorang investor melakukan analisis laporan keuangan untuk melakukan investasi terhadap perusahaan yang tepat dan pada akhirnya seorang investor mendapatkan return saham sesuai dengan yang diharapkan.

Selama triwulan 1 tahun 2020, nilai investasi mengalami fluktuatif terutama dalam beberapa sektor tertentu. Hal tersebut terjadi akibat adanya tekanan pandemi Covid-19 yang terjadi. Salah satu sektor penanaman modal yang mengalami kenaikan adalah industri manufaktur. Melalui data yang diperoleh hingga 14 April, industri Manufaktur mengalami kenaikan sebesar 2,29%. Disisi lain, industri perdagangan, jasa, dan investasi mengalami penurunan yang begitu drastis yaitu hingga 20,88%.

Pandemi Covid-19 yang terjadi pada tahun 2020 sangat mempengaruhi nilai dari laba perusahaan yang merupakan instrumen terpenting dalam memperhitungkan Economic Value Added (EVA) Perusahaan. Tetapi pandemi yang terjadi secara menyeluruh memberikan dampak negatif, beberapa perusahaan pun mengalami kenaikan yang cukup signifikan akibat dari pandemi Covid-19 yang terjadi. Kelemahan pada laporan keuangan kemudian dikembangkan oleh para ahli sebagai metode alternatif sehingga dapat memperlihatkan

komponen harapan keuntungan dari biaya modal secara menyeluruh yang disebut EVA (Economic Value Added).

Penggunaan pendekatan EVA juga memiliki kekurangan diantaranya adalah cukup sulit dalam menentukan biaya modal yang sangat akurat dan analisis EVA hanya digunakan untuk mengukur faktor kuantitatif saja. Sementara dalam pengukuran kinerja perusahaan, dibutuhkan suatu pendekatan yang dapat mengukur secara keseluruhan yaitu berdasarkan faktor kualitatif dan faktor kuantitatifnya sehingga memberikan hasil yang lebih optimum dalam pengambilan keputusan investasi.

Pendekatan lain yang dapat digunakan dengan memperhitungkan kinerja perusahaan berdasarkan nilai dari pasar yang dikenal dengan MVA (Market Value Added). MVA adalah besaran yang langsung mengukur penciptaan dari nilai perusahaan berupa selisih nilai pasar ekuitas (market value of equity) dengan jumlah yang ditanamkan oleh investor dalam perusahaan. Nilai pasar dapat mencerminkan keputusan pasar mengenai bagaimana seorang manajer berhasil menginvestasikan modal yang telah dipercayakan oleh investor dengan mengembangkan nilai investasi tersebut menjadi lebih besar. MVA yang positif menandakan bahwa semakin baik nilai pasar daripada perusahaan dalam menciptakan kekayaan pemilik modal. Sementara MVA negatif menandakan nilai pasar perusahaan kurang dari nilai yang diinvestasikan oleh pemilik modal.

Seorang investor tidak semata-mata hanya kemampuan perusahaan dalam menghasilkan return saham hanya dari faktor EVA maupun MVA. Di luar itu, seorang investor akan melakukan analisa dan penilaian melalui faktor Corporate Social Responsibility yang dijalankan oleh suatu perusahaan. Corporate Social Responsibility sendiri merupakan komitmen perusahaan atau dunia bisnis untuk berkontribusi dalam pembangunan ekonomi yang berkelanjutan dengan menitikberatkan pada keseimbangan aspek ekonomi, sosial, dan lingkungan. Corporate Social Responsibility yang baik akan memberikan suatu sinyal yang baik kepada seorang investor dalam meningkatkan citra perusahaannya. Dengan melaksanakan CSR, suatu perusahaan mempunyai bentuk tanggung jawab secara moral kepada masyarakat dan bertujuan bukan hanya mencari laba untuk seorang pemegang saham.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah, adanya penambahan variabel altman zscore, perhitungan EVA dan MVA dilihat dari sisi volatilitasnya, Altman dijadikan variabel tambahan dikarenakan pada era covid-19 tingkat prediksi kebangkrutan perusahaan menjadi lebih meningkat menjadi zona merah dikarenakan sulitnya mendapatkan dana tambahan, produk yang tidak sepenuhnya terjual bahkan beban yang lebih besar dari pendapatan sehingga hal ini membuat indikator Altman menarik untuk digunakan. Volatilitas

Return Saham dikarenakan return yang diterima dari saham cenderung berubah-ubah hal ini dipengaruhi oleh aktifitas market yang berfluktuasi Perbedaan yang kedua dilihat dari sisi sample penelitian, pada penelitian ini menggunakan sample seluruh perusahaan go public dari tahun 2018 – 2020.

TINJAUAN LITERATUR

Agency Theory

Teori keagenan yang dipopulerkan (Jensen & Meckling, 1976) menyatakan bahwa suatu perusahaan merupakan kumpulan kontrak (*nexus of contract*) antara seorang pemilik sumber daya ekonomis (*principal*) dan manajer (*agent*) yang mengurus setiap penggunaan dan pengendalian sumber daya tersebut. Teori agensi tersebut dapat dijadikan sebagai suatu dasar pengungkapan informasi akuntansi maupun noakuntansi dari seorang manajemen sebagai agen kepada pihak pemegang saham sebagai seorang prinsipal.

Menurut (Messier, Glover, & Prawitt, 2006) menyatakan bahwa suatu hubungan keagenan dapat menyebabkan dua permasalahan yaitu (a) Terjadinya suatu informasi asimetris (*information asymmetry*), dimana seorang manajemen secara umum memiliki lebih banyak informasi mengenai posisi keuangan yang sebenarnya dan posisi operasi entitas dari pemilik; dan (b) terjadinya konflik kepentingan (*conflict of interest*) akibat ketidaksamaan tujuan, dimana manajemen tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik.

Menurut (Rock, 1986) menjelaskan bahwa asimetri informasi terjadi pada kelompok informed investor dengan uninformed investor. Informed investor memiliki informasi lebih banyak mengenai perusahaan emiten yang akan membeli IPO jika harga pasar yang diharapkan melebihi harga perdana. Sementara itu, Uninformed investor memiliki informasi yang kurang sehingga emiten cenderung akan melakukan penawaran secara sembarangan baik pada saat IPO yang underpriced ataupun yang overpriced.

Teori keagenan sangat berkaitan dengan elemen return saham. Seorang investor yang memiliki informasi lebih banyak, akan membeli saham jika ditawarkan lebih rendah dari nilai yang telah dipersepsikan oleh investor tersebut. Sebaliknya, jika informasi yang diperoleh seorang investor kurang, maka investor tersebut akan mengambil harga saham sesuai dengan apa yang ditawarkan oleh pemilik perusahaan. Akibatnya investor akan memperoleh return saham yang tidak sesuai dengan yang diharapkan.

Signaling Theory

Menurut (Wolk, 2001) teori sinyal menjelaskan alasan suatu perusahaan menyajikan informasi untuk pasar modal. Pada teori sinyal, ditunjukkan bahwa adanya suatu asimetri informasi antara seorang manajemen perusahaan dengan pihak-pihak yang berkepentingan dengan informasi tersebut. Teori sinyal yang pada mulanya dikembangkan oleh (Ang, 1997) itu menyatakan bahwa pihak eksekutif perusahaan memiliki

informasi yang lebih baik mengenai perusahaannya akan terdorong untuk menyampaikan informasi tersebut kepada calon investor agar harga saham dari perusahaannya meningkat. (Jorgiyanto, 2013) menyatakan bahwa teori sinyal menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap suatu keputusan investasi yang ada diluar perusahaan. Informasi merupakan suatu unsur yang penting bagi seorang investor dan pelaku bisnis karena suatu informasi dapat menyajikan keterangan, catatan atau gambaran baik untuk keadaan masa lalu, masa kini, maupun masa depan.

Hubungan antara teori sinyal dan nilai perusahaan yang baik dapat menjadi suatu sinyal yang positif atau sinyal negatif. Hal tersebut terjadi karena motivasi seorang investor melakukan investasi adalah untuk memperoleh keuntungan, sehingga perusahaan yang memiliki nilai tidak baik cenderung akan dihindari oleh investor. Sebaliknya, investor akan melakukan investasi jika telah melakukan penilaian terhadap suatu perusahaan dengan baik dan mendapatkan kesimpulan bahwa perusahaan tersebut baik untuk diinvestasikan.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengaruh Economic Value Added (EVA) terhadap Return Saham

Economic Value Added (EVA) merupakan suatu alat yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja yang menunjukkan ukuran yang baik mengenai sejauh mana perusahaan telah memberikan suatu nilai tambah bagi seorang investor. Economic Value Added digunakan untuk mengukur nilai tambah yang dihasilkan perusahaan dengan cara mengurangi cost of capital yang timbul akibat suatu investasi yang telah dilakukan. Economic Value Added (EVA) yang bernilai positif artinya menunjukkan bahwa suatu perusahaan telah berhasil menciptakan suatu nilai bagi para pemilik modal karena perusahaan mampu menghasilkan tingkat pengembalian yang telah melebihi tingkat modalnya. Hal tersebut telah sejalan dengan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Hasil dari penelitian yang telah dilakukan oleh (Purwanti, 2016) menyatakan bahwa adanya pengaruh yang signifikan antara Economic Value Added (EVA) dengan return saham. Selanjutnya, penelitian yang dilakukan oleh (Anggreni, Sujana, & Purnamawati, 2017) menyatakan hal yang sama bahwa adanya hubungan yang positif signifikan antara Economic Value Added (EVA) dengan return saham. Penelitian yang dilakukan oleh (Nugroho, 2018) menyatakan bahwa terdapat hubungan yang positif antara Economic Value Added (EVA) dengan return saham pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI.

H1: Economic Value Added (EVA) memiliki pengaruh positif terhadap Return Saham perusahaan.

Pengaruh Market Value Added (EVA) terhadap Return Saham

Market Value Added (MVA) merupakan suatu selisih yang timbul akibat adanya perbedaan antara nilai buku yang tercatat dengan nilai pasar yang ada. Jika nilai daripada Market Value Added (MVA) lebih tinggi, hal tersebut menunjukkan bahwa kinerja yang dilakukan oleh seorang manajemen semakin baik bagi perusahaan maupun pemegang saham perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukan (Purwanti, 2016) menyatakan bahwa Market Value Added (MVA) berpengaruh secara tidak signifikan terhadap return saham. Sementara itu, penelitian yang telah dilakukan oleh (Anggreni, Sujana, & Purnamawati, 2017) menyatakan sebaliknya, bahwa adanya suatu pengaruh positif antara hubungan daripada Market Value Added (MVA) dengan return saham. Sementara itu, penelitian yang dilakukan oleh Sang Sang Andrias dan (Andrias & Margasari, 2018) menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara Market Value Added (MVA) dengan return saham pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2014-2016

H2: Market Value Added (MVA) memiliki pengaruh positif terhadap Return Saham perusahaan.

Pengaruh Altman Zscore terhadap Return Saham

Dalam berbagai studi akademis, model kebangkrutan Altman Zscore telah digunakan sebagai pemeriksaan terukur pada kesehatan keuangan bisnis yang sedang berjuang melawan insolvency. Dengan kata lain, Altman Zscore digunakan sebagai alat untuk memprediksi kegagalan suatu bisnis. Di pasar saham, investor menggunakan Z-Score untuk keputusan jual atau beli sebuah perusahaan. Investor mempertimbangkan untuk membeli saham jika nilai Altman Z-Score mendekati 3 dan menjual saham jika nilainya mendekati 1,8. Dengan kata lain, dapat disimpulkan bahwa altman Z Score memberikan pengaruh positif terhadap return saham. Hasil penelitian yang dilakukan oleh (Tandiontong, 2017) memiliki pengaruh positif terhadap return saham dan sebaliknya penelitian yang dilakukan oleh (Özyeşil, 2020) menyatakan bahwa altman zscore berpengaruh signifikan terhadap return saham

H3: Altman Zscore memiliki pengaruh positif terhadap Return Saham perusahaan.

Pengaruh Corporate Social Responsibility (CSR) terhadap Return Saham

Suatu perusahaan yang melaksanakan kegiatan Corporate Social Responsibility tentunya akan memperoleh nama baik bagi perusahaan itu sendiri. Sementara itu, Return Saham merupakan suatu imbalan atas sejumlah dana yang telah diinvestasikan dalam bentuk saham. Jika suatu perusahaan melaksanakan kegiatan Corporate Social Responsibility, maka dapat mempengaruhi harga dari pergerakan saham karena seorang investor sendiri akan menilai citra baik perusahaan yang akan diinvestasikan. Hasil penelitian yang dilakukan (Bagaskhara, 2016) menyatakan bahwa pengungkapan Corporate Social Responsibility (CSR) berpengaruh negatif terhadap Return Saham. Sementara itu, penelitian yang telah dilakukan oleh (Mandasari, Azib, & Lasmanah, 2019) menyatakan sebaliknya, bahwa secara parsial Corporate Social Responsibility berpengaruh secara signifikan terhadap Return Saham. Sementara itu, penelitian yang dilakukan oleh (Nitasari, 2016) menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh antara variabel Corporate Social Responsibility dengan variabel Return Saham. Terdapat hasil penelitian yang berbeda setiap tahunnya,

H4: Corporate Social Responsibility (CSR) memiliki pengaruh positif terhadap Return Saham Perusahaan

Pengaruh Corporate Social Responsibility (CSR) dan Economic Value Added (EVA) Terhadap Return Saham

Seorang investor melakukan penanaman modal didalam suatu perusahaan dengan melakukan analisis terhadap laporan keuangannya. Salah satu analisis yang dilakukan adalah dengan memperhitungkan laba ekonomi dalam suatu perusahaan yang dikena dengan Economic Value Added (EVA). Tetapi, banyak hal lain yang dapat mempengaruhi keputusan seorang investor dalam menanamkan modalnya. Citra dari perusahaan merupakan salah satu faktor penting yang dapat mempengaruhi keputusan seorang investor. Corporate Social Responsibility (CSR) merupakan salah satu yang dapat menggambarkan bagaimana citra perusahaan, apakah perusahaan tersebut bekerja dengan memperhitungkan kesejahteraan lingkungannya. Hasil penelitian (Bagaskhara, 2016) berpendapat bahwa Corporate Social Responsibility berpengaruh negatif terhadap Return Saham pada perusahaan partisipan Sustainability Report Award periode 2010-2014. Sementara menurut (Arnel & Setyani, 2018) berpendapat bahwa pengungkapan Corporate Social Responsibility (CSR) berpengaruh terhadap Return Saham secara parsial. Oleh karena perbedaan tersebut,

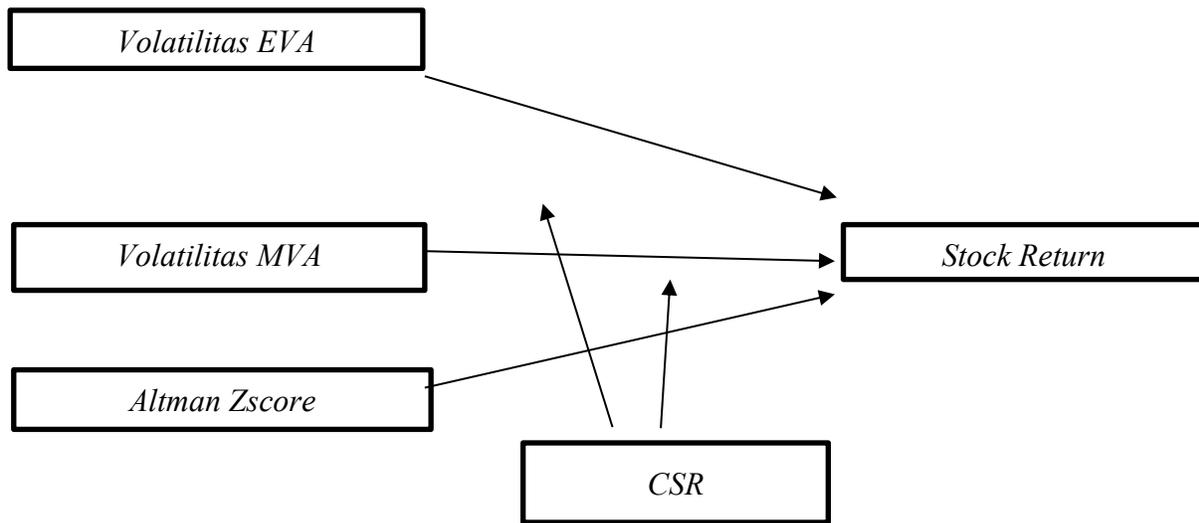
peneliti tertarik untuk melakukan penelitian mengenai pengaruh Economic Value Added (EVA) terhadap Return Saham dengan Corporate Social Responsibility sebagai variabel Moderating

H5: Corporate Social Responsibility (CSR) memperkuat hubungan antara Economic Value Added (EVA) dengan return saham pada perusahaan

Pengaruh Corporate Social Responsibility (CSR) dan Market Value Added (MVA) Terhadap Return Saham

Market Value Added (MVA) merupakan analisis yang dapat digunakan oleh seorang investor dalam membuat keputusan investasi didalam suatu perusahaan. Market Value Added (MVA) digunakan untuk melihat kinerja keuangan dan pasar yang terjadi. Diluar kinerja keuangan dan pasar, seorang investor pun seringkali melihat bagaimana citra perusahaan dari sudut pandang pihak eksternal seperti masyarakat, pemerintah, ataupun investor sendiri. Corporate Social Responsibility merupakan salah satu hal yang dapat menggambarkan citra perusahaan. Hasil Penelitian (Bagaskhara, 2016) mengatakan bahwa Corporate Social Responsibility berpengaruh negatif terhadap Return Saham pada perusahaan partisipan Sustainability Report Award periode 2010-2014. Sementara menurut (Arnel & Setyani, 2018) berpendapat bahwa pengungkapan Corporate Social Responsibility (CSR) berpengaruh terhadap Return Saham secara parsial. Oleh karena perbedaan tersebut, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian mengenai pengaruh Market Value Added (MVA) terhadap Return Saham dengan Corporate Social Responsibility sebagai variabel Moderating.

H6: Corporate Social Responsibility (CSR) memperkuat hubungan antara Market Value Added (MVA) dengan Return Saham pada perusahaan



Gambar 1. Model Penelitian

METODELOGI DAN ANALISIS DATA

Teknik Pengambilan Sampel

Populasi yang menjadi dasar penelitian merupakan semua perusahaan *go public* di Indonesia yang terlisting pada BEI dari periode 2018-2020. Dalam pengolahan data menggunakan aplikasi Eviews 10. Dari total 706 sample penelitian, dikurang dengan perusahaan yang tidak memberikan dividen sebanyak 556, perusahaan yang tidak menerbitkan *sustainability report* sebanyak 116 sehingga total sample menjadi 34 dan dikali dengan 3 periode penelitian maka sample menjadi 102.

Variabel Dependen

Return Saham merupakan suatu hasil yang telah diperoleh dari investasi dalam bentuk capital gain ataupun dividen. Return total merupakan return yang diperoleh secara keseluruhan dari investasi yang dilakukan pada periode tertentu. Pada penelitian ini menggunakan rasio (Hartono, 2014):

$$\text{Return Saham} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}}$$

$$\text{Volatilitas Stock Return} = \sigma = \sqrt{\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}}}$$

Variabel Independen

Ada beberapa variabel independen yang digunakan meliputi:

1. *Economic Value Added*

merupakan ukuran kinerja keuangan yang lebih mampu dalam menangkap laba ekonomis perusahaan yang sebenarnya daripada ukuran-ukuran lain. Dalam menciptakan suatu nilai, perusahaan harus memperoleh pengembalian atas modal yang diinvestasikan lebih besar daripada biaya modal melalui suatu konsep nilai tambah ekonomi. EVA diukur dengan menggunakan rumus (Van Horne & Machowicz, 2007):

$$\text{Economic Value Added} = \text{NOPAT} - \text{Cost of Equity}$$

2. *Market Value Added*

Merupakan selisih antara nilai pasar atas sebuah modal suatu perusahaan dengan nilai buku seperti disajikan didalam suatu neraca. MVA diukur dengan menggunakan rumus (Brigham & Houston, 2010)

$$\text{Return on Asset} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}}$$

Dimana: 1) Jika Market Value Added (MVA) > 0, atau bernilai positif, menunjukkan bahwa perusahaan telah berhasil meningkatkan nilai modal yang telah diinvestasikan oleh pemilik modal. 2) Jika Market Value Added (MVA) < 0, atau bernilai negatif, menunjukkan bahwa perusahaan tidak berhasil dalam meningkatkan nilai modal yang telah diinvestasikan oleh pemilik modal

3. *Altman Zscore*

Merupakan rumus yang digunakan untuk memprediksi resiko *financial distress* yang terjadi pada perusahaan. Rasio ini diukur dengan menggunakan rumus :

(Altman, 1968:594)

$$Z\text{-Score} = 1,2X1 + 1,4X2 + 3,3X3 + 0,6X4 + 1,0X5$$

Keterangan :

X1 = *Working Capital to Total Assets*

X2 = *Retained Earnings to Total Assets*

$X3 = \text{Earnings Before Interest and Taxes to Total Assets}$

$X4 = \text{Market value equity to book value of total debt}$

$X5 = \text{Sales to Total Asset}$

Penjelasan:

Bila $Z < 1,81$ = perusahaan masuk dalam kategori bangkrut.

Bila $1,81 < Z < 2,99$ = perusahaan masuk dalam kategori grey area atau rawan.

Bila $Z > 2,9$ = perusahaan masuk dalam kategori sehat/tidak bangkrut.

Jika suatu perusahaan mempunyai nilai Z dibawah 1,8 maka perusahaan diprediksikan mengalami kebangkrutan.

Variabel Moderasi

Corporate Social Responsibility harus dianggap sebagai sebuah strategi jangka panjang yang akan memberikan suatu keuntungan bagi perusahaan, bukan sebuah aktivitas yang merugikan. Pada penelitian ini, data diambil dengan memperoleh informasi melalui *Sustainability Report* yang diterbitkan oleh perusahaan. Kemudian, informasi tersebut disesuaikan dengan *Global Reporting Initiative Standard (GRI Standard)* sebagai sebagai dasar pengambilan kesimpulan. CSR diukur dengan menggunakan CSR Index:

$$CSRI_t = \frac{\sum X_{yt}}{n_t}$$

Variabel Kontrol

Variabel kontrol yang digunakan pada penelitian ini adalah ukuran perusahaan (size). Ukuran perusahaan merupakan pengelompokan perusahaan dalam bentuk skala untuk mengetahui besar kecilnya perusahaan yang didasarkan dari total asset perusahaan.

$$Size = \ln Total Asset$$

Metode Analisis Data

Analisis regresi panel digunakan dalam hal penelitian ini menggunakan Eviews Programmer Versi 10

Ada 3 pendekatan untuk menentukan model apa yang digunakan :

1) Common Constant Model

2) Fixed Effect Model

3) Random Effect Model

Untuk menentukan model yang akan digunakan dalam analisis data panel, Chow and Hausman tests diterapkan. Chow test dilakukan untuk menentukan apakah common model atau fixed model yang akan digunakan dalam penelitian ini, sedangkan Hausman Test digunakan untuk menentukan apakah fixed model atau random efek digunakan dalam penelitian ini

A. Pengujian yang dilakukan menggunakan Chow-test atau Likelihood ratio test, yaitu:

H0: model mengikuti Common Model

H1: model mengikuti Fixed Model

B. Pengujian yang dilakukan menggunakan Hausman test, yaitu:

H0: model mengikuti Random Effect

H1: model mengikuti Fixed Effect.

Dalam pengujian yang akan diuji berupa analisa dari statistika deskriptif. Selanjutnya, pengujian dari asumsi klasik berupa Uji Normalitas menggunakan Jarque-Bera, Uji Autokorelasi menggunakan Serial Correlation, Uji Multikolinearitas dengan Breusch-Pagan-Godfrey, Uji Hipotesis yang terdiri dari uji koefisien determinasi *r-square*, uji t dan uji F.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil uji Chow-test menggunakan Redundant Fixed Effect

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	0.921353	(29,55)	0.5856
Cross-section Chi-square	35.636050	29	0.1844

Hasil tersebut menunjukkan baik F test **0.5856** maupun Chi-square **0.1844** memiliki signifikansi (p-value lebih besar dari 5%) sehingga H0 diterima dan H1 ditolak, maka model mengikuti **Common Effect**.

Hasil uji Random Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	4.066407	5	0.5399

Hasil pengujian tersebut signifikansi (**p-value 0,5399** lebih besar dari 5%), sehingga H0 diterima dan H1 ditolak. Oleh karena itu, model mengikuti **Random Effect**.

Hasil Uji Langrange Multiplier (LM) Test

Pengujian yang dilakukan menggunakan Langrange Multiplier, yaitu:

H0: model mengikuti Common Effect

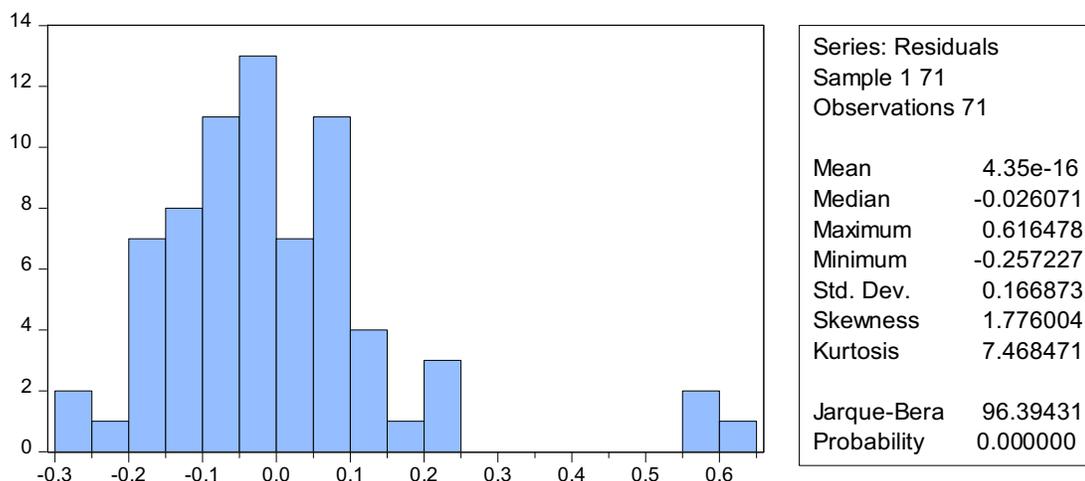
H1: model mengikuti Random Effect.

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	2.266775 (0.1322)	0.682107 (0.4089)	2.948882 (0.0859)
Honda	-1.505581 (0.9339)	-0.825898 (0.7956)	-1.648605 (0.9504)
King-Wu	-1.505581 (0.9339)	-0.825898 (0.7956)	-1.247219 (0.8938)
GHM	--	--	0.000000 (0.7500)

Nilai P Value ditunjukkan oleh angka Uji Langrange Multiplier yaitu sebesar 0,1322 dimana nilainya lebih besar dari 0,05. Sehingga Lagrange Multiplier Test ini menunjukkan bahwa **menolak H1 yang berarti metode estimasi terbaik adalah Common Effect**.

Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas menggunakan Jarque-Bera



Deteksi data terdistribusi normal, dapat dilakukan dengan membandingkan nilai Probabilitas Jarque-Bera yang dihitung dengan tingkat Alpha. Nilai dari dari Jarque-Bera sebesar 1.169953 dengan probabilitas 96.39431. Artinya bahwa data terdistribusi normal.

2. Uji Autokorelasi menggunakan Serial Correlation

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
F-statistic	1.725661	Prob. F(2,23)	0.2003
Obs*R-squared	4.044826	Prob. Chi-Square(2)	0.1323

Dari hasil di atas, nilai Probabilitas F lebih besar dari tingkat alpha 0.05 (5%) yaitu sebesar 0.2003 dan Prob Chi-square sebesar 0.1323, sehingga berdasarkan uji ini tidak terjadi autokorelasi

3. Uji Heterokedastisitas dengan Breusch-Pagan-Godfrey

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	0.786682	Prob. F(7,63)	0.6010
Obs*R-squared	5.707185	Prob. Chi-Square(7)	0.5743
Scaled explained SS	14.53309	Prob. Chi-Square(7)	0.0425

Nilai p value yang ditunjukkan dengan nilai Prob. chi square(2) pada Obs*R-Squared yaitu sebesar 0,5743. Oleh karena nilai p value 0,5743 > 0,05 maka H0 diterima dengan kata lain tidak ada masalah multikolonearisitas.

Uji Hipotesis

Dependent Variable: VOL_SR Method: Least Squares Date: 09/27/21 Time: 20:38 Sample: 1 71 Included observations: 71				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.357485	0.760397	1.785232	0.0790
CSRMVA	1.04E-14	6.22E-15	1.671803	0.0995
CSREVA	2.02E-13	8.46E-14	2.383733	0.0202
ALTMAN	-0.014826	0.006658	-2.226934	0.0295
EVA	-3.82E-14	2.74E-14	-1.395131	0.1679
MVA	-2.27E-15	1.83E-15	-1.237701	0.2204
CSR	-0.306969	0.163984	-1.871939	0.0659
SIZE	-3.380131	2.479396	-1.363288	0.1776
R-squared	0.179019	Mean dependent var	0.218041	
Adjusted R-squared	0.087799	S.D. dependent var	0.184170	
S.E. of regression	0.175899	Akaike info criterion	-0.532002	
Sum squared resid	1.949257	Schwarz criterion	-0.277052	
Log likelihood	26.88608	Hannan-Quinn criter.	-0.430617	
F-statistic	1.962501	Durbin-Watson stat	1.424844	
Prob(F-statistic)	0.074419			

Uji Koefisien Determinasi

Berdasarkan tabel diatas nilai koefisien korelasi (R) lebih kecil dari 0,5 yaitu sebesar 0,179019 atau 17,90%, sehingga antara variable dependen dengan variable independen memiliki hubungan yang lemah dan positif. Sedangkan, nilai Adjusted sebesar 0,087799 yang dapat diartikan bahwa R² dapat menjelaskan sebesar 8,78% dan sisanya sebesar 91.22% dijelaskan oleh variable lain yang tidak digunakan pada penelitian ini.

Uji F

Berdasarkan hasil dari uji F yang dilakukan, tingkat signifikansi < 0,10 yaitu sebesar 0,074419. Sehingga model dalam penelitian dapat diartikan bahwa variabel independent yang terdiri dari MVA, EVA, CSR, ALTMAN, CSR*EVA, CSR*MVA secara simultan mempengaruhi variabel dependennya yaitu volatilitas *return* saham

Hasil Uji Statistik t

Nilai prob t EVA sebesar 0.1679 > 0.10, maka Ha1 ditolak. Variabel *Economic Value Added* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *Return Saham*. Hasil penelitian yang dilakukan serupa dengan hasil penelitian sebelumnya yaitu Iwin Arnova (2012) yang menyatakan bahwa Economic Value Added 76 (EVA) memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap Return Saham. Hal tersebut memiliki makna bahwa hubungan yang dihasilkan Economic Value Added (EVA) tidak searah dengan Return Saham. Apabila nilai dari Economic Value Added (EVA) mengalami kenaikan maka nilai Return Saham akan mengalami penurunan.

Hal tersebut bisa terjadi karena beberapa faktor, nilai laba perusahaan yang tinggi sekalipun belum dapat menunjukkan bahwa perusahaan telah dapat menghasilkan nilai tingkat pengembalian modal yang baik sehingga dapat menutup resiko dan biaya investasi yang telah ditanamkan oleh pemilik modal.

Nilai prob t EVA sebesar $0.2204 > 0.10$, maka H_2 ditolak. Variabel *Market Value Added* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *Return Saham* Hasil penelitian yang dilakukan serupa dengan hasil penelitian sebelumnya yaitu (Andrias & Margasari, 2018). Banyaknya investor baru ditahun 2020 seharusnya dapat meningkatkan harga saham dan memberikan *return* yang positif namun hal ini tidak memberikan dampak yang positif terhadap *return* saham dikarenakan pasar saham di Indonesia masih sensitif dengan adanya resesi yang terjadi, kasus positif covid serta melambatnya pertumbuhan ekonomi memberikan pengaruh yang besar. Sebagian besar pada sample penelitian ditahun 2020 memiliki return yang negatif atau *capital loss* lebih dominan.

Nilai prob t Altman sebesar $0.0295 < 0.10$, maka H_3 diterima. Variabel *Altman* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Return Saham* Hasil penelitian yang dilakukan serupa dengan hasil penelitian sebelumnya yaitu (Özyeşil, 2020). Di pasar saham, investor menggunakan Z-Score untuk keputusan jual atau beli sebuah perusahaan. Investor mempertimbangkan untuk membeli saham jika nilai Altman Z-Score mendekati 3 dan menjual saham jika nilainya mendekati 1,8. Dengan kata lain, dapat disimpulkan bahwa altman Z Score memberikan pengaruh positif terhadap *return* saham.

Nilai prob t CSR sebesar $0.0659 < 0.10$, maka H_4 diterima. Variabel CSR berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Return Saham* Hasil penelitian yang dilakukan serupa dengan hasil penelitian sebelumnya yaitu (Bagaskhara, 2016) *Corporate Social Responsibility* (CSR) dapat menggambarkan bagaimana citra perusahaan tersebut dari sudut pandang masyarakat. Melalui *Sustainability* yang telah dibuat, perusahaan memberikan gambaran secara rinci dan jelas bagaimana kegiatan yang dijalankan perusahaan dari berbagai aspek seperti ekonomi, lingkungan, dan sosial. Hal tersebut dapat memberikan pengaruh bagi seorang investor dalam melakukan investasinya terhadap suatu perusahaan. Seorang investor akan melihat apakah perusahaan bekerja dengan mematuhi segala aspek-aspek yang ada atau tidak. Namun ditahun 2020 banyak perusahaan yang tidak melaporkan CSR ataupun melakukan hal tersebut sehingga hal ini tidak memberikan gambaran yang jelas terkait CSR yang dilakukan oleh perusahaan dan keterbatasan informasi ini membuat investor ragu akan *sustainability* perusahaan

Nilai prob t CSR*EVA sebesar $0.0202 < 0.10$, maka Ha5 diterima. Variabel CSR*EVA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Return Saham*. Hal ini menjelaskan bahwa variabel *Corporate Social Responsibility* (CSR) memperkuat hubungan antara variabel independen *Economic Value Added* (EVA) dengan variabel dependen *Return Saham*. Sebagai variabel independen merupakan suatu cara yang digunakan untuk mengukur kinerja suatu keuangan perusahaan. Sementara *Corporate Social Responsibility* (CSR) merupakan tanggung jawab sebuah organisasi terhadap suatu dampak dari keputusan yang telah diambil terhadap masyarakat dan lingkungan yang diwujudkan dalam bentuk perilaku yang transparan dan etis. Melalui hal tersebut dapat dilihat bahwa *Corporate Social Responsibility* (CSR) dapat mendukung keputusan seorang investor karena seorang investor tidak hanya melihat kinerja keuangan perusahaan saja, tetapi juga akan melihat bukti secara nyata melalui tanggung jawab yang telah diambil perusahaan dalam setiap keputusannya

Nilai prob t CSR*MVA sebesar $0.0995 < 0.10$, maka Ha6 diterima. Variabel CSR*MVA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Return Saham*. Hal ini menjelaskan bahwa variabel *Corporate Social Responsibility* (CSR) memperkuat hubungan antara variabel independen *Economic Value Added* (EVA) dengan variabel dependen *Return Saham*. Hasil penelitian yang dilakukan serupa dengan hasil penelitian sebelumnya yaitu (Tanjung, 2014) CSR dapat memoderasi MVA terhadap return saham secara negatif bagi perusahaan dikarenakan dalam menggunakan sumber daya perusahaan memiliki suatu biaya pengeluaran. Biaya pengeluaran yang ada tersebut dapat mengorbankan perusahaan dalam menciptakan suatu nilai bagi pemegang saham dan pada akhirnya seorang investor akan kurang tertarik dalam menginvestasikan dananya terhadap suatu perusahaan. Budaya yang terjadi di Indonesia dan di Barat cukup berbeda, dimana budaya di Indonesia lebih melihat terhadap nilai perusahaan yang ada. Jika perusahaan lebih memfokuskan terhadap peningkatan CSR maka akan mengakibatkan menurunnya nilai daripada perusahaan dan pada akhirnya mempengaruhi return saham yang akan diterima oleh pemegang saham

KESIMPULAN

Economic Value Added (EVA) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *Return Saham*. Dengan demikian hipotesis pertama (Ha1) ditolak, *Market Value Added* (MVA) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *Return Saham*. Dengan demikian hipotesis kedua (Ha2) ditolak, *Altman Zscore* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Return Saham*. Dengan demikian hipotesis ketiga (Ha3) diterima *Corporate Social Responsibility* (CSR) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Return Saham*. Dengan demikian hipotesis keempat (Ha4) diterima, *Corporate Social Responsibility* (CSR) dapat memperkuat

hubungan EVA dengan *Return saham*.. Dengan demikian hipotesis kelima (Ha5) diterima, *Corporate Social Responsibility* (CSR) dapat memperkuat hubungan MVA dengan *Return saham*.. Dengan demikian hipotesis keenam (Ha6) diterima

Implikasi dan Keterbatasan

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah yang pertama penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 30 perusahaan yang terdaftar didalam Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 3 tahun. Jumlah tersebut masih sebagian kecil dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam periode yang singkat, sehingga hasil dari penelitian 71 setelah dikurangi dengan outlier sebanyak 19 sample yang dilakukan belum dapat mewakili keseluruhan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI. Kedua, penelitian ini menggunakan laporan keberlanjutan (*Sustainability Report*) sebagai dasar pengambilan keputusan dalam variabel *Corporate Social Responsibility*, sementara itu masih banyak perusahaan Bursa Efek Indonesia (BEI) yang belum menerbitkan laporan keberlanjutan dan sebagian besar perusahaan yang menerbitkan laporan keberlanjutan adalah sektor perbankan. Hal tersebut membuat penelitian ini kurang luas dan menyeluruh dalam memberikan hasil dari uji yang telah dilakukan. Dan ketiga, penelitian ini terjadi disaat pandemi Covid-19 terjadi, sehingga hasil dari penelitian yang dilakukan memiliki kemungkinan dipengaruhi oleh faktor lainnya.

Berdasarkan dari keterbatasan penelitian diharapkan untuk penelitian selanjutnya dapat menambah sample, tahun penelitian dan variabel independen dan Peneliti selanjutnya memperhatikan aspek timelag antara data setelah laporan keuangan dipublikasikan terhadap rekasi Return saham perusahaan. Dan Bagi perusahaan harus lebih meningkatkan kinerja keuangannya sehingga persepsi dari seorang investor terhadap perkembangan perusahaan dimasa depan dapat terjaga dengan baik.

Daftar Pustaka

- Altman,. I., Edward. 2000. "*Predicting Financial Distress Of Companies: Revisiting The Z-Score And Zeta Models*". Journal Of Banking & Finance. Pp 1-54
- Andrias, S. S., & Margasari, N. (2018). "*Pengaruh Economic Value Added (EVA) dan market Value Added (MVA) terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI*". Jurnal Ilmiah, 491-499.
- Ang, R. (1997). Buku Pintar Pasar Modal Indonesi. Jakarta: Mediasoft

- Anggreni, P. D., Sujana, E., & Purnamawati, I. A. (2017). *Pengaruh Operating Leverage, Economic Value Added, dan Market Value Added Terhadap Return Saham*. e-Jurnal S1 Ak (Vol: 8 No.2), 86.
- Arnel, E., & Setyani, A. Y. (2018). *Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility dan Kinerja Keuangan Perusahaan terhadap Return Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2016*. Prosiding 4th seminar Nasional dan Call for Papers, 87-103.
- Bagaskhara, G. (2016). *Pengaruh pengungkapan Corporate Social Responsibility, Kinerja Keuangan dan Beta Fundamental Terhadap Return Saham*. Jurnal Akuntansi Bisnis, Vol. XIV No.28, 150-170.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2010). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 11. Jakarta: Salemba Empat.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate Dan Ekonometrika Teori, Konsep dan Aplikasi dengan Eviews 10*, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hanafi. (2004). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Hartono, J. (2014). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE- Yogyakarta.
- Hermuningsih, S., Rahmawati, A. D., & Mujino. (2018). *Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Return Saham*. Jurnal Ilmiah, 79.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, 306-307.
- Jorgiyanto, H. (2013). *Metodologi Penelitian Bisnis Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*, Edisi keenam. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Kusuma, R. A., & Topowijono. (2018). *Pengaruh Economic Value Added (EVA) Dan Market Value Added (MVA) Terhadap Return Saham*. Jurnal Ilmiah, 68.
- Mandasari, L., Azib, & Lasmanah. (2019). *Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility dan Return on Asset terhadap Return Saham*. Jurnal Ilmiah Volume 6, No. 1, 429-430.
- Mojambo, G. A., Tulung, J. E., & Saerang, R. T. (2020). The Influence of Top Management Team (TMT) Characteristics Toward Indonesian Banks Financial Performance During the Digital Era (2014-2018). *JMBI UNSRAT (Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi)*, 7(1). 1-25
- Margali, G.E., & Mangantar, M. M. & Saerang, I.S. (2020) Analisis Pengaruh Likuiditas Saham Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Keputusan Manajemen Keuangan (Studi Pada Perusahaan Lq45 Di Bursa Efek Indonesia, Periode 2016 - 2018), *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis Dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi (JMBI UNSRAT) Vol. 7 No. 1. Januari - April, pp. 167-176*

- Messier, W. F., Glover, S. M., & Prawitt, D. F. (2006). *Auditing and Assurance Services a Systematic Approach*. Singapore: McGraw-Hill Irwin.
- Nitasari, N. J. (2016). *Pengaruh Pengungkapan CSR Terhadap Return Saham Dengan Profitabilitas sebagai Variabel Moderating*. Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi: Volume 5, No.9, 2-14.
- Nugroho, M. (2018). *The Effect of Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), Refined Economic Value Added (REVA) on Stock Prices and Returns Stock*. Archives of Business Research (Vol.6, No.12), 173- 188.
- Purwanti, I. (2016). *Pengaruh Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), dan Arus Kas Operasi Terhadap Return Saham*. Jurnal Ilmiah, 86.
- Rock, K. (1986). *Why New Issues are Underpriced*. Journal of Financial Economics, 187.
- Sugiyono. (2015). *Metode Penelitian Kombinasi (Mix Methods)*. Bandung: Alfabeta.
- Sunariyah. (2004). *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi Kelima. Bandung: CV Alfabeta.
- Tanjung, P. R. (2014). *Analisis Pengaruh Economic Value Added Dan Faktor Fundamental Perusahaan Lainnya Terhadap Return Saham Dengan Corporate Social Responsibility Sebagai Variabel Pemoderasi*. Jurnal MIX, 243.
- Van Horne, J. C., & Machowicz, J. M. (2007). *Fundamentals of Financial Management, Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Widayati, E., Yunaz, H., Rambe, T., Siregar, W.B., Fauzi, A. & Romli (2019). *Pengembangan Kewirausahaan Dengan Menciptakan Wirausaha Baru Dan Mandiri* Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis Dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi Vol.6 No.2. Mei 2019, Hal.98-105
- Wolk, e. (2001). *Signaling, Agency Theory, Accounting Policy Choice*. Accounting and Business Research. Vol.18,47-56.