



Pengaruh Ukuran Kinerja Keuangan Tradisional dan *Value Based Management* terhadap *Market Value Added* pada Perusahaan Badan Usaha Milik Negara di Bursa Efek Indonesia

Andini Vatiady*¹, Fajar Gustiawaty Dewi²

^{1,2} Universitas Lampung, Indonesia

Alamat: Jalur dua Univeristas Lampung, Jalan Prof. Dr Jl. Prof. Dr. Ir. Sumantri Brojonegoro No.1,
Kota Bandar Lampung, Lampung 35141

Korespondensi Penulis : vatiadyandini@gmail.com*

Abstract. *This study examines the impact of traditional financial performance measures and Value-Based Management on Market Value Added (MVA) in State-Owned Enterprises (SOEs) listed on the Indonesia Stock Exchange from 2018 to 2022. The sampling technique employed was purposive sampling, resulting in the selection of 19 companies based on predetermined criteria. Secondary data was obtained from the Indonesia Stock Exchange website, and panel data regression analysis was used for data analysis. The results indicate that ROA and EVA positively and significantly influence MVA. In contrast, ROE, DPS, EBITDA, and CFROI do not significantly affect MVA. Notably, EPS demonstrates a negative impact on MVA, suggesting that higher earnings per share may not correlate with increased market value.*

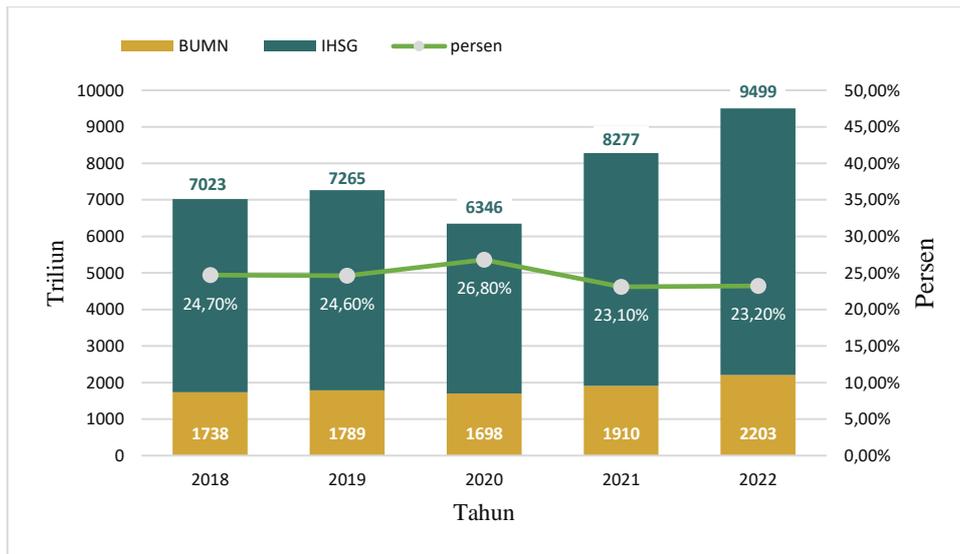
Keywords: *Market Value Added, Economic Value Added, Traditional Measures of Performance, Value Based Management*

Abstrak. Penelitian ini mengkaji pengaruh ukuran kinerja keuangan tradisional dan Manajemen Berbasis Nilai terhadap Market Value Added (MVA) pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2018 hingga 2022. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah purposive sampling, yang menghasilkan pemilihan 19 perusahaan berdasarkan kriteria yang telah ditentukan. Data sekunder diperoleh dari situs web Bursa Efek Indonesia, dan analisis data dilakukan dengan menggunakan analisis regresi data panel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Return on Assets (ROA) dan Economic Value Added (EVA) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap MVA. Sebaliknya, Return on Equity (ROE), Dividend Per Share (DPS), Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (EBITDA), dan Cash Flow Return on Investment (CFROI) tidak berpengaruh signifikan terhadap MVA. Secara khusus, Earnings Per Share (EPS) menunjukkan dampak negatif terhadap MVA, yang mengindikasikan bahwa peningkatan laba per saham tidak selalu berkorelasi dengan peningkatan nilai pasar.

Kata kunci: Nilai Tambah Pasar, Nilai Tambah Ekonomi, Ukuran Kinerja Tradisional, Manajemen Berbasis Nilai

1. LATAR BELAKANG

Perusahaan BUMN (Badan Usaha Milik Negara) berperan penting dalam perekonomian Indonesia, dengan kontribusi signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi dan pembangunan. Penyertaan Modal Negara (PMN) pada perusahaan yang kepemilikan pemerintah lebih dari 51 persen menjadikannya sebagai BUMN (LKPP, 2022).



Gambar 1. Kapitalisasi Pasar BUMN Tahun 2018-2022

Sumber: Laporan BUMN, 2018-2022

Dalam beberapa tahun terakhir, harga saham BUMN menunjukkan fluktuasi yang mencolok, terutama akibat dampak pandemi COVID-19. Kenaikan harga saham biasanya meningkatkan Market Value Added (MVA), yang dihitung sebagai selisih antara nilai pasar perusahaan dan modal yang diinvestasikan oleh pemegang saham. Namun, penurunan harga saham pada tahun 2020-2021 menunjukkan menurunnya kepercayaan investor. Kontribusi BUMN di pasar modal sangat signifikan, dengan rata-rata kapitalisasi pasar mencapai 24,48% dari total kapitalisasi pasar di BEI. Meskipun jumlah BUMN yang mencatatkan sahamnya di BEI pada tahun 2022 hanya sekitar 4,32% dari total emiten, yang terdiri dari 20 BUMN dan 8 anak perusahaan BUMN dari total 825 perusahaan yang terdaftar, hal ini menunjukkan bahwa BUMN memiliki pengaruh besar terhadap dinamika pasar modal.

Kapitalisasi pasar dan harga saham BUMN sebagai emiten pelat merah dipengaruhi oleh berbagai faktor, termasuk kebijakan pemerintah, program sosial, dan tanggung jawab terhadap masyarakat. Oleh karena itu, manajemen BUMN perlu menyeimbangkan pencapaian keuntungan dengan tanggung jawab sosial. Analisis mendalam mengenai kinerja keuangan BUMN, baik melalui ukuran tradisional maupun pendekatan Value-Based Management (VBM), dapat memberikan wawasan penting dalam mencapai tujuan tersebut. Metrik kinerja tradisional seperti Return on Assets (ROA) dan Return on Equity (ROE), Dividen Per Share (DPS), Earning Per Share (EPS) dan Earning Before Interest, Tax, Amortization and Depreciation (EBITDA) serta pendekatan Value-Based Management (VBM) seperti Economic

Value Added (EVA) dan Cash Flow Return On Investment (CFROI) perlu dianalisis untuk memahami pengaruhnya terhadap Market Value Added (MVA).

Penelitian tentang market value added ini sudah banyak dilakukan oleh beberapa peneliti seperti Supriani & Pernamasari (2021), Mizan (2018), Putri et.al (2019), Ali dan Ibrahim (2015). Adapun perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada variable dan sampelnya, Variabel penelitian ini yaitu *Return On Asset (ROA)*, *Return On Equity (ROE)*, *Dividen Per Share (DPS)*, *Earning Per Share (EPS)*, *Earning Before Interest, Tax, Amortization and Depreciation (EBITDA)*, *Economic Value Added (EVA)* dan *Cash Flow Return On Investment (CFROI)*. Sampel yang digunakan adalah perusahaan Badan Usaha Milik Negera yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini memiliki urgensi tinggi karena pemahaman tentang pengaruh ukuran kinerja tradisional dan VBM terhadap MVA BUMN dapat membantu perusahaan, pemerintah, dan pemangku kepentingan dalam mencapai tujuan ekonomi, sosial, dan keuangan. MVA sebagai variabel dependen mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai berkelanjutan bagi pemegang saham dan melibatkan unsur nilai ekonomi jangka panjang. Hal ini sejalan dengan peran BUMN sebagai pilar ekonomi yang berdampak positif. Dengan menggunakan MVA, penelitian ini tidak hanya mengukur kinerja finansial, tetapi juga mengevaluasi dampaknya pada ekosistem bisnis dan sosial, mencerminkan tanggung jawab unik BUMN dalam masyarakat.

2. KAJIAN TEORITIS

Pengukuran Kinerja Keuangan

Pengukuran kinerja keuangan adalah elemen fundamental dalam manajemen keuangan yang memberikan informasi penting tentang kesehatan finansial dan efisiensi operasional perusahaan. Ini melibatkan berbagai alat untuk mengevaluasi hasil keuangan, yang krusial untuk pengambilan keputusan strategis (Brigham & Houston, 2019). Analisis ini membantu perusahaan menilai efisiensi operasional, profitabilitas, dan kemampuan menghasilkan laba dari aset dan ekuitas. Selain itu, pengukuran kinerja keuangan penting untuk komunikasi dengan pemangku kepentingan eksternal, karena laporan yang akurat membangun kepercayaan (Palepu & Healy, 2013). Pengukuran ini dapat dikelompokkan menjadi tiga kategori: ukuran laba (ROA, ROE, DPS, EPS, EBITDA), ukuran arus kas (CFROI), dan ukuran nilai (EVA, MVA). Analisis tren dan perbandingan juga membantu mengidentifikasi pola dan posisi kompetitif. Dengan demikian, pengukuran kinerja keuangan berperan penting dalam pengambilan keputusan manajerial dan investasi, serta berkontribusi pada kesuksesan perusahaan dan pencapaian tujuan investasi.

Ukuran Kinerja Keuangan Tradisional

Ukuran kinerja keuangan tradisional, atau akuntansi konvensional, berfokus pada penyusunan laporan keuangan berdasarkan data masa lalu perusahaan. Pendekatan ini menggunakan prinsip akuntansi yang telah diterima untuk mengevaluasi hasil operasional secara kuantitatif. Manajemen dan investor mengandalkan ukuran ini untuk keputusan strategis dan penilaian risiko (Handayanto et al., 2023). Keandalan dan konsistensi ukuran ini memungkinkan analisis likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas (Harahap, 2000). Ukuran ini juga memudahkan benchmarking antar perusahaan dalam industri yang sama (Sitorus & Pangestuti, 2016). Namun, ada risiko manipulasi laporan keuangan, dikenal sebagai "earnings management." Ukuran ini mencakup rasio seperti Return On Assets (ROA), Return On Equity (ROE), dan Earning Per Share (EPS). Metrik ini dapat memengaruhi Market Value Added (MVA); misalnya, EPS tinggi meningkatkan persepsi investor dan nilai perusahaan, sementara ROA dan ROE mencerminkan efisiensi laba dari aset dan ekuitas.

Value-Based Management (VBM)

Penerapan Value-Based Management (VBM) dalam sektor publik berpengaruh signifikan terhadap Market Value Added dan pengambilan keputusan. VBM fokus pada penciptaan nilai bagi pemegang saham dan pemangku kepentingan, dengan nilai perusahaan tercipta ketika pengembalian modal melebihi biaya modal. Kritik terhadap ukuran kinerja tradisional seperti ROI dan EPS mendorong pengembangan ukuran berbasis nilai, seperti Economic Value Added (EVA) dan Cash Flow Return on Investment (CFROI), yang lebih mempertimbangkan biaya modal (Venanzi, 2012). Tujuan VBM adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui pengoptimalan sumber daya. BUMN bertanggung jawab tidak hanya untuk keuntungan finansial, tetapi juga untuk menciptakan nilai sosial. Proyek keberlanjutan mungkin tidak langsung menambah nilai pemegang saham, tetapi penting untuk keberlanjutan jangka panjang. Dengan VBM, BUMN dapat menyeimbangkan profitabilitas dan tanggung jawab sosial (Agustina et al., 2022).

Market Value Added

Perusahaan bertujuan memaksimalkan kekayaan pemegang saham, yang juga berkontribusi pada alokasi sumber daya yang efisien. Kekayaan ini diukur melalui Market Value Added (MVA), selisih antara nilai pasar saham dan total modal yang diinvestasikan. Semakin tinggi MVA, semakin baik kinerja manajemen dalam menghasilkan keuntungan (Stern et al., 1995). MVA, yang dipopulerkan oleh Stern Stewart & Co., mencerminkan ekspektasi pasar terhadap kinerja perusahaan di masa depan. MVA dihitung dengan mengurangkan total modal dari nilai pasar saham, yang diperoleh dari jumlah saham beredar

dikalikan harga per saham (Kumar, 2016). Peningkatan MVA menunjukkan kemampuan manajer dalam mengelola sumber daya dan menciptakan kekayaan bagi pemegang saham. MVA juga mempengaruhi persepsi investor terhadap harga saham; peningkatan MVA umumnya berdampak positif pada harga saham, menjadikannya indikator penting untuk evaluasi investasi jangka panjang (Diana & Sriyono, 2022).

Teori Sinyal

Teori sinyal, yang diperkenalkan oleh Michael Spence pada tahun 1973, menjelaskan bagaimana pihak yang memiliki informasi lebih (signalers) mengkomunikasikan informasi kepada pihak yang kurang informasi (receivers) untuk mengurangi asimetri informasi. Dalam konteks pasar, sinyal ini sering berupa atribut yang dapat diamati, seperti pendidikan atau struktur modal perusahaan (Conelly & Certo, 2011). Tujuan teori ini adalah membantu pihak yang kurang informasi membuat keputusan yang lebih baik. Misalnya, perusahaan yang menerbitkan utang sebagai sinyal percaya diri pada arus kasnya. Sinyal dapat bersifat positif atau negatif (Jogiyanto, 2000). Dalam konteks Value-Based Management (VBM), jika VBM memberikan sinyal positif, ini menunjukkan strategi nilai tambah yang kuat. Sebaliknya, jika ukuran kinerja tradisional lebih diterima, mungkin karena investor tidak familiar dengan VBM (Alipour & Pejman, 2015). Teori sinyal membantu memahami komunikasi antara perusahaan dan investor dalam keputusan keuangan dan nilai pasar.

3. METODE PENELITIAN

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) pada periode 2018-2022. Data sekunder diperoleh dari laporan keuangan dengan mengakses situs www.idx.ac.id. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria penelitian sebagai berikut: (1) Perusahaan BUMN yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2018-2022. (2). Anak perusahaan BUMN yang idnuknya juga terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dan memiliki lapoan konsolidasi terhadap induk perusahaan. (3) Perusahaan BUMN yang tidak lengkap menerbitkan sahamnya pada periode 2018-2022. Sebanyak 19 perusahaan BUMN telah memenuhi kriteria penelitian.

Variabel operasional dalam penelitian ini menggunakan ROA, ROE, DPS, EPS, EBITDA, EVA dan CFROI sebagai variable independent dan MVA merupakan variable dependen.

Tabel 1. Pengukuran Variabel Independen

Variabel	Pengukuran Variabel	Sumber
ROA	Laba bersih / Total asset	(De wet, 2005)
ROE	Laba bersih setelah pajak / Total ekuitas	(De wet, 2005)
EPS	Laba bersih setelah pajak / Jumlah lembar saham yang beredar	(Kumar & Sharma 2011a, 2011b)
DPS	Jumlah saham yang beredar / Total dividen yang dibagikan	(Alipour & Pejman, 2015)
EBITDA	Laba sebelum bunga dan pajak + penyusutan + amortisasi	(Eughine, et al., 2008)
EVA	Laba bersih – (Biaya modal x Modal yang tertanam)	(Eughine, et al., 2008)
CFROI	Arus kas operasi / Total investasi	(Venzani, 2012)

Jenis penelitian yang dipakai oleh peneliti dalam penelitian ini adalah jenis penelitian kuantitatif. Metode analisis data yang digunakan adalah regresi data panel dianalisis secara analitik menggunakan perangkat lunak EViews yang melibatkan analisis statistic deskriptif, estimasi regresi data panel, uji pemilihan regresi data panel, uji asumsi klasik dan uji hipotesis.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Estimasi Regresi Data Panel

Winarno (2017) metode estimasi menggunakan teknik regresi data panel dapat dilakukan dengan tiga pendekatan alternatif metode pengolahannya, yaitu metode Common Effect Model atau Pool Least Square (CEM), metode Fixed Effect Model (FEM), dan metode Randon Effect Model (REM) sebagai berikut :

Tabel 2. Hasil Estimasi Regresi Data Panel CEM, FEM dan REM

Independent Variabel	Common Effect Model		Fixed Effect Model		Random Effect Model	
	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob
C	-10,781,825	0.0362	5,385,186	0.5599	-9,930,271	0.2151
ROA	3,954,093	0.0007	539,104.50	0.6626	1,839,368	0.0867
ROE	-23,298.80	0.0223	-1,246.82	0.9882	-72,380.25	0.3493
DPS	-63,147.39	0.2540	34,760.82	0.4254	4,862.86	0.9047
EPS	-99,364.14	0.0001	-30,972.42	0.2308	-62,114.20	0.0068
EBITDA	3.401606	0.0000	0.7926	0.3109	2.793105	0.000
EVA	0.951534	0.1701	3.30439	0.0075	1.369141	0.1093
CFROI	1,807,316	0.8424	691,779.40	0.9134	-848,887.6	0.8912
R-squared	0,878976		0,964210		0,653229	

Sumber : Output Eviews 12

Pada model CEM, variabel ROE, EPS dan EBITDA terbukti memiliki pengaruh signifikan. ROE dan EPS, menunjukkan pengaruh negatif yang signifikan terhadap MVA,

sementara EBITDA, dengan koefisien 3.401606 dan p-value 0.0000, menunjukkan pengaruh positif yang sangat signifikan. Namun, variabel lain seperti ROA, DPS, EVA, CFROI tidak menunjukkan pengaruh signifikan. Dalam model FEM, hanya EVA yang signifikan mempengaruhi MVA dengan koefisien 3.304390 dan p-value 0.0075, menandakan pengaruh positif yang signifikan. Variabel lainnya, termasuk EPS dan EBITDA, tidak menunjukkan signifikansi, dengan nilai p di atas 0.05. Sementara itu, pada model REM, EBITDA kembali menunjukkan pengaruh yang signifikan dengan koefisien 2.793105 dan nilai p 0.0000, sedangkan EPS memiliki koefisien negatif -62,114.20 dengan p-value 0.0068, yang berarti keduanya berpengaruh signifikan terhadap MVA. Namun, variabel lainnya tetap tidak signifikan, mirip dengan temuan pada model sebelumnya.

Uji Asumsi Regresi Data Panel

Untuk menentukan model mana yang harus dipilih dan digunakan dalam analisis, dua pengujian akan diterapkan.

Teknik Pemilihan regresi Data Panel

1. Uji Chow

Uji ini meneliti keberadaan efek panel. Hipotesis nol dalam uji chow adalah bahwa varians antar entitas adalah nol. Hasil uji chow yang disajikan dalam tabel mengonfirmasi adanya efek panel, yang membenarkan perlunya model efek tetap atau acak.

Tabel 3. Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	9.129092	(18, 69)	0.0000
Cross-section Chi-square	115.740409	18	0.0000

Sumber : Output Eviews 12

2. Uji Hausman

Dalam uji Hausman, efek tetap dan efek acak dibandingkan dengan hipotesis nol bahwa efek individual tidak berkorelasi dengan regresor lain dalam model. Jika berkorelasi (H_0 ditolak), model efek acak menghasilkan estimator yang bias, sehingga pilihan jatuh pada model efek tetap.

Tabel 4. Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	19.747987	7	0.0061

Sumber : Output Eviews 12

Uji Asumsi Klasik

Menurut Basuki (2021), analisis data panel tidak selalu membutuhkan proses uji asumsi klasik. Hal ini dikarenakan metode data panel dapat meminimalkan bias serta memberikan hasil yang lebih informatif. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam Regresi Data Panel hanya dilakukan Uji Multikolinearitas dan Uji Heterokedastisitas

1. Uji Multikolinearitas

Hasil uji multikolinearitas dapat dilihat pada table 4.4 berikut:

Tabel 5. Hasil Uji Multikolinearitas

Variable	ROA	ROE	DPS	EPS	EBITDA	EVA	CFROI
VIF	4.52	3.36	1.64	2.60	2.36	2.25	1.07

Sumber : Output Eviews 11

Semua variabel dalam model memiliki nilai VIF yang kurang dari 10. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen dalam model regresi tidak memiliki korelasi yang tinggi satu sama lain.

2. Uji Heteroskedastisitas

Tabel 6. Hasil Uji Glejser

Variable	ROA	ROE	DPS	EPS	EBITDA	EVA	CFROI
Prob.	0.46	0.99	0.78	0.02	0.01	0.62	0.93

Sumber : Output Eviews 12

Hasil analisis uji heteroskedastisitas menggunakan metode Glejser menunjukkan bahwa variabel Earnings Per Share (EPS) dan Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (EBITDA) signifikan mempengaruhi varians residual, dengan p-value masing-masing sebesar 0.0271 dan 0.0160 yang keduanya kurang dari 0,05, sehingga harus diestimasi dengan metode weight : *Cross section weight*. Hasil estimasi menggunakan metode weight : *Cross section weight* dapat dilihat pada table 4.6 berikut:

Tabel 7. Hasil Analisis FEM dengan weight : Cross section weight

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	25.143,676	8,870,898	2.8344	0.0060
ROA	389,805.80	198,478.80	1.963967	0.0435
ROE	6,899.91	15,758.26	0.43786	0.6629
DPS	30,044.69	18,213.96	1.649541	0.1036
EPS	-20,126.47	8,583.57	-2.344768	0.0219
EBITDA	0.046232	0.459534	0.100607	0.9202
EVA	2.076244	0.786532	2.639747	0.0101
CFROI	694,467.90	885,483.40	0.784281	0.4356

Sumber : Output Eviews 12

Pembahasan

Tabel 4.7 di bawah ini merupakan ringkasan hasil analisis uji hipotesis dari persamaan regresi.

Tabel 8. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis

Kode	Hipotesis	Keterangan
H1	<i>Return on Asset (ROA)</i> berpengaruh positif terhadap <i>Market Value Added (MVA)</i>	Didukung
H2	<i>Return on Equity (ROE)</i> berpengaruh positif terhadap <i>Market Value Added (MVA)</i>	Tidak Didukung
H3	<i>Dividen Per Share (DPS)</i> berpengaruh positif terhadap <i>Market Value Added (MVA)</i>	Tidak Didukung
H4	<i>Earning Per Share (EPS)</i> berpengaruh positif terhadap <i>Market Value Added (MVA)</i>	Tidak Didukung
H5	<i>Earning Before Interest, Tax, Depreciation & Amortization</i> berpengaruh positif <i>Market Value Added (MVA)</i>	Tidak Didukung
H6	<i>Economic Value Added (EVA)</i> berpengaruh positif terhadap <i>Market Value Added (MVA)</i>	Didukung
H7	<i>Cash Flow Return On Investment (CFROI)</i> berpengaruh positif terhadap <i>Market Value Added (MVA)</i>	Tidak Didukung

Sumber : Data Sekunder Diolah (2024)

Pengaruh *Return On Asset (ROA)* terhadap *Market Value Added (MVA)*

Hasil analisis regresi menunjukkan koefisien regresi ROA sebesar 320,049.1 dengan nilai signifikansi 0.0499, yang berarti ROA berpengaruh signifikan terhadap MVA pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$. Laba bersih yang digunakan dalam perhitungan ROA mencerminkan kinerja operasional perusahaan yang stabil. MVA juga dipengaruhi oleh persepsi pasar terhadap prospek perusahaan. Nilai minimum ROA yang negatif menunjukkan kerugian, sementara nilai maksimum yang positif menunjukkan efisiensi dalam penggunaan sumber daya. Faktor-faktor seperti inovasi dan manajemen risiko juga berkontribusi pada peningkatan MVA. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Haruny et al. (2014).

Pengaruh *Return On Equity (ROE)* terhadap *Market Value Added (MVA)*

Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi ROE sebesar 0,4766, yang lebih besar dari 0,05, sehingga ROE tidak berpengaruh signifikan terhadap MVA. Koefisien regresi ROE adalah 11030,84, menunjukkan arah positif tetapi tidak signifikan. Meskipun ROE mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari ekuitas, MVA mempertimbangkan biaya modal secara keseluruhan. Oleh karena itu, ROE yang tinggi tidak selalu berbanding lurus dengan peningkatan MVA, terutama jika perusahaan memiliki struktur

modal yang berat pada utang. Penelitian ini sejalan dengan Sitorus & Pangestuti (2016) yang menemukan bahwa ROE tidak berpengaruh signifikan terhadap MVA.

Pengaruh Dividen Per Share (DPS) terhadap *Market Value Added* (MVA)

Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi DPS sebesar 0,1036, yang lebih besar dari 0,05, sehingga DPS tidak berpengaruh signifikan terhadap MVA. Koefisien regresi DPS adalah 6899,911, menunjukkan arah positif tetapi tidak signifikan. Nilai minimum DPS yang sebesar 0, terlihat pada beberapa perusahaan seperti PT Krakatau Steel dan PT Indofarma, mencerminkan situasi di mana perusahaan tidak membagikan dividen. Banyak BUMN mengalokasikan laba untuk proyek strategis atau investasi, yang dapat mengurangi relevansi DPS sebagai indikator MVA, karena pasar lebih fokus pada potensi jangka panjang daripada dividen jangka pendek. Penelitian ini sejalan dengan teori sinyal yang menjelaskan di mana dividen yang ditahan dapat memberikan sinyal negatif tentang kondisi keuangan perusahaan, mengurangi kepercayaan investor dan nilai pasar.

Pengaruh Earning Per Share (EPS) terhadap *Market Value Added* (MVA)

Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi EPS sebesar 0,0219 dengan koefisien regresi -20126,47. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05, EPS memiliki pengaruh signifikan terhadap MVA, namun arahnya negatif, sehingga hipotesis keempat ditolak. Koefisien negatif menunjukkan bahwa dalam beberapa kasus, peningkatan EPS dapat mengurangi MVA, terutama jika perusahaan lebih memilih membagikan laba sebagai dividen daripada menginvestasikannya untuk pertumbuhan jangka panjang. EPS tidak mencerminkan pengelolaan aset dan investasi perusahaan. BUMN sering mengalami fluktuasi laba bersih akibat kebijakan pemerintah dan intervensi regulasi, menjadikan EPS tidak stabil dan kurang dapat diandalkan sebagai indikator kinerja jangka panjang. Selain itu, biaya operasional yang tinggi pada BUMN dapat mengurangi laba bersih dan EPS, sehingga berdampak negatif pada MVA. Hasil penelitian ini sejalan dengan Sitorus & Pangestuti (2016) dan Mizan (2018),

Pengaruh Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (EBITDA) terhadap *Market Value Added* (MVA)

Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi EBITDA sebesar 0,9202 dengan koefisien regresi 0,046232. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05, EBITDA tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap MVA. Meskipun EBITDA dapat menunjukkan kinerja operasional yang baik, penelitian ini menunjukkan bahwa EBITDA tidak selalu berfungsi sebagai sinyal yang efektif untuk MVA. Hal ini karena EBITDA tidak memperhitungkan biaya bunga dan pajak yang signifikan, terutama pada perusahaan BUMN dengan beban utang tinggi akibat investasi besar. Biaya pajak juga berperan penting dalam kondisi regulasi yang ketat.

EBITDA lebih berfokus pada kinerja operasional jangka pendek dan tidak selalu mencerminkan strategi jangka panjang perusahaan. Investor cenderung lebih tertarik pada prospek pertumbuhan jangka panjang, yang mungkin tidak terlihat hanya dari EBITDA. Perusahaan BUMN juga menghadapi risiko regulasi dan politik yang tinggi, yang dapat mempengaruhi kinerja keuangan dan persepsi investor.

Pengaruh Economic Value Added (EVA) terhadap Market Value Added (MVA)

Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi EVA sebesar 0,0103 dengan koefisien regresi 2,076244. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05, EVA memiliki pengaruh positif signifikan terhadap MVA, sehingga hipotesis ini diterima. Hasil penelitian ini sejalan dengan teori sinyal, yang menunjukkan bahwa sinyal positif dari EVA diinterpretasikan dengan baik oleh pasar. Pasar merespons sinyal ini dengan meningkatkan nilai pasar perusahaan, terlihat dari pengaruh positif EVA terhadap MVA. EVA yang positif menunjukkan bahwa perusahaan dapat menghasilkan pengembalian yang cukup untuk menutupi biaya modal, yang berdampak positif pada nilai pasar dan MVA.

Pengaruh Cash Flow Return On Investment terhadap Market Value Added (MVA)

Hasil pengujian menunjukkan nilai signifikansi CFROI sebesar 0,4356, yang lebih besar dari 0,05, mengindikasikan bahwa CFROI tidak berpengaruh signifikan terhadap MVA. Meskipun nilai koefisien regresi CFROI sebesar 694467,9 menunjukkan arah positif, pengaruhnya tidak signifikan, terutama pada perusahaan dengan beban utang tinggi dan ketidakpastian regulasi, seperti BUMN di Indonesia. Proyek jangka panjang yang dimiliki BUMN sering kali membutuhkan waktu untuk menghasilkan pengembalian, sehingga arus kas jangka pendek mungkin tidak mencerminkan kinerja jangka panjang. Hasil penelitian ini sejalan dengan studi oleh Harberg & Myers (2012), yang menemukan bahwa CFROI tidak selalu berhubungan signifikan dengan MVA,

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah diuraikan pada bab sebelumnya, maka dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Return on Assets (ROA) berpengaruh positif signifikan terhadap Market Value Added (MVA). Semakin tinggi ROA, semakin besar nilai pasar perusahaan BUMN, menunjukkan pentingnya efisiensi operasional bagi investor.
2. Return on Equity (ROE) tidak berpengaruh signifikan terhadap MVA. Rasio profitabilitas ini kurang relevan bagi investor dalam mengevaluasi nilai pasar BUMN.

3. Dividends Per Share (DPS) tidak berpengaruh positif signifikan terhadap MVA. Nilai dividen per saham belum memiliki dampak signifikan terhadap nilai tambah pasar.
4. Earnings Per Share (EPS) berpengaruh negatif signifikan terhadap MVA. Peningkatan EPS diartikan sebagai indikasi negatif oleh pasar.
5. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (EBITDA) berpengaruh positif signifikan terhadap MVA. Arus kas operasional yang kuat dihargai oleh investor dalam menilai nilai pasar BUMN.
6. Economic Value Added (EVA) berpengaruh positif signifikan terhadap MVA. EVA dianggap penting bagi investor dalam menilai efisiensi penggunaan modal dan nilai tambah perusahaan.
7. Cash Flow Return on Investment (CFROI) tidak berpengaruh signifikan terhadap MVA. Dalam konteks BUMN, arus kas dari investasi kurang dihargai dibandingkan metrik keuangan lainnya.

Saran

Berdasarkan keterbasan yang ada dalam penelitian ini, maka saran untuk penelitian selanjutnya adalah :

1. Penelitian selanjutnya sebaiknya melibatkan ukuran sampel yang lebih besar untuk meningkatkan keandalan hasil dan memperluas generalisasi temuan.
2. Penelitian selanjutnya disarankan untuk memperpanjang periode pengamatan lebih dari lima tahun untuk menangkap tren jangka panjang yang lebih stabil.
3. Penelitian selanjutnya sebaiknya memperhitungkan faktor-faktor makroekonomi eksternal, seperti perubahan kebijakan pemerintah, inflasi, suku bunga, dan kondisi ekonomi global
4. Penelitian mendatang juga dapat mempertimbangkan studi komparatif antar sektor BUMN untuk melihat apakah ada perbedaan signifikan dalam pengaruh variabel keuangan terhadap MVA di berbagai sektor industri.

DAFTAR REFRENSI

- Alipour, M., & Pejman, M. E. (2015). The impact of performance measures, leverage and efficiency on market value added: Evidence from Iran. *Global Economics and Management Review*, 20, 8-9.
- Basuki, T. A. (2021). Analisis data panel dalam penelitian ekonomi dan bisnis (dilengkapi dengan penggunaan Eviews). Yogyakarta: UMY.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management* (15th ed.). Boston: Cengage Learning, Inc.

- Connelly, B. L., & Certo, T. S. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
- De Wet, J. H. (2005). EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value – A comparative analysis. *Meditari Accountancy Research*, 1-16.
- Diana, Y. M., & Sriyono. (2022). Penciptaan nilai dan dinamika harga saham dalam sektor konstruksi: Perspektif Indonesia. *Academia Open*, 7, 1-119.
- Handayanto, A. J., Himawan, S. W., & Ndelu, H. (2023). Kinerja keuangan perusahaan: Tinjauan analisis rasio likuiditas dan profitabilitas. *Paradigma Ekonomika*, XVIII(4), 43-52.
- Kumar, R. (2016). Perspectives on value and valuation. In A. Press (Ed.), *Valuation* (pp. 3-6). India: Elsevier Inc.
- Mizan, E. (2018). Pengaruh pengukuran return on asset, return on equity, earning per share, dan economic value added terhadap market value added. *AKTIVA Jurnal Akuntansi*, 39-41.
- Putri, G. A., Atmojo, W. T., R., & Widati, S. (2019). Economic value added (EVA) dan market value added (MVA). *Jurnal Ilmiah Komputerisasi Akuntansi*, 57-58.
- Sitorus, M., & Pangestuti, I. R. D. (2016). Analisis pengaruh ROE, ROA, EPS, DPS, DOL, dan DFL terhadap market value added pada industri manufaktur di BEI tahun 2011-2014. *Diponegoro Journal of Management*, 1-13.
- Stern, J., Stewart, G., & Chew, J. (1995). The EVA financial system. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(2), 32-46.
- Supriani, D., & Pernamasari, R. (2021). Pengaruh economic value added (EVA) dan kinerja perusahaan terhadap market value added (MVA). *Komunikasi Ilmiah Akuntansi dan Perpajakan*, 45-46.
- Venanzi, D. (2012). Competing financial performance measures. In *Financial performance measures and value creation: The state of the art* (pp. 9-32).
- Warsono. (2003). *Manajemen keuangan perusahaan* (Jilid 1 edisi ketiga). Malang: Bayumedia Publishing.
- Yaqub, S. M., et al. (2015). Is EVA a better performance measure than accounting measures? Evidence from Pakistani listed companies. *Sci.Int.(Lahore)*, 1425-1432.