

ANALISIS PENGARUH PENGUNGKAPAN ENVIRONMENTAL, SOCIAL, & GOVERNANCE (ESG) DAN PROFITABILITAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN (Studi Pada Saham Perusahaan Sektor Perbankan yang tercatat di BEI Periode 2017-2021)

Kencana Bayuaji¹, Catur Fatchu Ukhriyawati², Rizki Eka Putra³
k.bayuaji@gmail.com¹, caturfu354@gmail.com², rizkiekaputra@gmail.com³
Universitas Riau Kepulauan

Abstrak

Pasar modal merupakan sarana efektif untuk mempercepat pembangunan negara melalui penggalangan dana jangka panjang yang disalurkan ke sektor produktif. Perusahaan yang go public mencerminkan nilainya melalui harga saham yang diperdagangkan, sehingga menarik investor untuk menanamkan modal demi mencapai tingkat pengembalian maksimal. Penelitian ini berfokus pada pengaruh kinerja perusahaan terhadap return saham yang diukur menggunakan rasio keuangan seperti ROA, PER, QAI, DER, NPM, EPS, dan EVA pada perusahaan sektor telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017–2021. Selain itu, penerapan investasi berbasis ESG (Environmental, Social, and Governance) juga menjadi sorotan utama dalam meningkatkan nilai perusahaan secara berkelanjutan. ESG mendorong transparansi dan keberlanjutan perusahaan yang sejalan dengan Tujuan Pembangunan Berkelanjutan (SDGs). Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja perusahaan yang diukur dengan berbagai rasio keuangan memiliki hubungan yang beragam terhadap return saham, mengindikasikan perlunya strategi yang terintegrasi antara kinerja keuangan dan keberlanjutan perusahaan untuk menarik investor sekaligus meningkatkan daya saing perusahaan di pasar modal.

Kata Kunci: Pasar Modal, Kinerja Perusahaan, ESG.

1. PENDAHULUAN

Pasar Modal dipandang sebagai salah satu sarana yang efektif untuk mempercepat pembangunan negara. Hal ini dimungkinkan karena pasar modal merupakan wahana yang dapat menggalang pengerahan dana jangka panjang dari masyarakat untuk disalurkan ke sektor-sektor yang produktif. Bagi masyarakat pemodal kehadiran pasar modal merupakan tambahan alternatif pilihan untuk investasi. Tujuan para pemodal (investor) menanamkan dananya pada sekuritas antara lain adalah untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang maksimal pada risiko tertentu atau memperoleh hasil tertentu pada risiko yang minimal.

Investasi berbasis ESG (Environmental, Social, and Governance) mulai banyak diterapkan oleh para pelaku bisnis. Investasi ini merupakan upaya perusahaan untuk mempertimbangkan aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam menjalankan bisnisnya. Dengan investasi ESG, perusahaan dapat menjalankan bisnisnya secara berkelanjutan karena dapat menanggulangi dampak serta berkontribusi di ketiga bidang ESG. Investor pun bisa merasa lebih aman dalam berinvestasi.

Baru-baru ini, masyarakat menjadi lebih sadar akan pentingnya relevansi lingkungan dan kesejahteraan sosial, serta peran yang dimainkan bisnis dalam operasi mereka. Pemanasan global dan krisis pandemi juga menjadi dorongan bagi perusahaan untuk peduli terhadap lingkungan sekitar. Sebagai anggota Perserikatan Bangsa-Bangsa, perusahaan-perusahaan Indonesia juga perlu mencapai target Tujuan Pembangunan Berkelanjutan 12.6 dengan mengadopsi praktik-praktik berkelanjutan dan memasukkan laporan keberlanjutan kepada public pada tahun 2030. Untuk

mendorong target tersebut, Perserikatan Bangsa-Bangsa (PBB) meluncurkan Inisiatif Bursa Efek Berkelanjutan untuk mendukung perusahaan yang terdaftar untuk mengungkapkan informasi nonkeuangan mereka, termasuk data Lingkungan, Sosial, dan Tata Kelola (ESG) dalam laporan berkelanjutan (SSE Initiative, 2018). Diharapkan dengan memasukkan praktik perusahaan dan laporan keuangan yang berkelanjutan, upaya untuk meningkatkan dampak ekonomi perusahaan akan konsisten dengan nilai-nilai sosial dan lingkungan. Pelaporan keberlanjutan berfungsi mirip dengan model pengungkapan baru yang berfokus pada penggalan nilai potensial yang berlaku untuk kebijakan perusahaan (Buallay, 2019). Di Indonesia sendiri, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) juga mendukung pengungkapan LST melalui POJK No. 51 Tahun 2017 yang menerapkan peraturan bagi Lembaga Jasa Keuangan, Emiten, dan Perusahaan Publik untuk membuat pelaporan yang berkelanjutan.

Peran nilai perusahaan menunjukkan bagaimana kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan dan dapat mempengaruhi persepsi investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Perusahaan yang menjual sahamnya ke masyarakat (*go public*), nilai perusahaannya dapat tercermin dari harga pasar saham yang diperjualbelikan di bursa efek. Peningkatan harga saham identik dengan peningkatan kemakmuran para pemegang saham. Bagi investor, prospek perusahaan masa kini dan masa datang tergambarkan melalui nilai perusahaan yang baik. Nilai perusahaan yang baik direaksi positif oleh investor dan kreditur. Investor akan memilih berinvestasi pada perusahaan dengan nilai perusahaan yang maksimal karena dapat memberikan kemakmuran secara maksimum. Sedangkan bagi kreditur, nilai perusahaan yang baik mencerminkan kemampuan perusahaan dalam membayar utang.

Menurut beberapa penelitian, maksimalisasi kesejahteraan pemangku kepentingan akan meningkatkan nilai perusahaan dalam jangka panjang (Jensen, 2002; Mohammad & Wasiuzzaman, 2021). Peningkatan nilai perusahaan adalah hasil dari perilaku etis dan tanggung jawab perusahaan yang bertujuan untuk meningkatkan kesejahteraan masyarakat. Dalam rangka meningkatkan nilainya, perusahaan perlu memperhatikan kinerja non-keuangan seperti tanggung jawab sosial dan kepedulian terhadap lingkungan. Hal tersebut dapat memberikan dampak positif bagi kelangsungan hidup perusahaan di masa yang akan datang. Perusahaan harus meningkatkan model bisnis dan sistem pelaporan keberlanjutan. Salah satu aspek keberlanjutan yang berfokus pada pembangunan berkelanjutan adalah pembangunan yang memenuhi kebutuhan saat ini tanpa mengurangi kemampuan generasi mendatang untuk memenuhi kebutuhannya sendiri. Oleh karena itu, praktik pelaporan keberlanjutan harus menghasilkan pemikiran dan tindakan manajemen yang mengejar keberlanjutan (Adiasih & Lianawati, 2019). Selain menjalankan tanggung jawab sosial dan lingkungan, pelaksanaan tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance*) juga merupakan faktor penting dalam mengukur tingkat kesuksesan sebuah perusahaan.

Environmental, Social, Governance (ESG) adalah konsep yang mengedepankan kegiatan pembangunan/investasi/bisnis yang berkelanjutan dengan tiga faktor utama yaitu aspek lingkungan, sosial dan tata kelola perusahaan. *Environmental* memeriksa bagaimana bisnis bekerja dan dampaknya kepada lingkungan; *Social* melihat bagaimana perusahaan memperlakukan orang, dan berkonsentrasi pada hak asasi manusia, hubungan & keragaman karyawan, standar ketenagakerjaan dalam rantai

pasokan, kesehatan dan keselamatan; Governance memeriksa bagaimana perusahaan mengatur diri sendirinya sendiri. ESG merupakan kewajiban perusahaan untuk meningkatkan kesejahteraan sosial dalam jangka panjang yang adil dan berkelanjutan bagi para pemangku kepentingan (Jamali et.al, 2017; Mohammad & Wasiuzzaman, 2021). Pengukuran ESG bertujuan untuk menilai kinerja perusahaan yang tidak ditemukan dalam data akuntansi. Integrasi ESG ke dalam model penilaian perusahaan dapat meningkatkan indikator non-keuangan seperti kepuasan konsumen, penerimaan pasar, biaya utang yang lebih rendah dan nilai-nilai sosial yang dibawanya kepada para pemangku kepentingan. Jadi, ESG adalah sebuah indikator yang mampu mencakup data non-keuangan yang lebih luas pada kinerja lingkungan, sosial dan tata kelola perusahaan dan dapat digunakan untuk mengevaluasi kemampuan manajemen perusahaan serta untuk mendukung manajemen risiko (Tarmuji et al., 2016).

Perusahaan yang mengadopsi strategi keberlanjutan memiliki keuangan yang baik karena adanya keterlibatan pemangku kepentingan dan transparansi yang lebih baik (Cheng et al., 2014). Perusahaan dengan kinerja ESG yang baik tidak hanya akan berusaha untuk mengoptimalkan laba tetapi juga menciptakan solusi yang meningkatkan kualitas perusahaan agar tercapainya keunggulan kompetitif jangka panjang. Perusahaan dengan kinerja ESG yang baik memiliki pengetahuan tentang isu-isu strategis jangka panjang sehingga para manajer mengelola dengan tujuan jangka panjang. Perusahaan tersebut membuat keputusan jangka panjang yang diperlukan untuk memastikan keberhasilan bisnis mereka agar tetap berkelanjutan (Tarmuji et al., 2016). Terlibat dalam kegiatan ESG, perusahaan dapat mendefinisikan kembali penawaran produk mereka sesuai dengan kebutuhan masyarakat dengan adanya perlindungan lingkungan dan kualitas hidup yang lebih baik.

Meskipun perkembangan ESG masih dalam tahap awal, efeknya lebih dapat menonjol ketika terjadinya krisis yang parah. Ditambah dengan kemerosotan ekonomi dan sosial yang tajam yang disebabkan oleh pandemi COVID-19. Ketika pandemi COVID-19 mempengaruhi volatilitas pasar modal pada kuartal pertama tahun 2020, kondisi keuangan sebagian besar perusahaan memburuk secara signifikan (Hwang et al., 2021). Sehingga krisis ini menyebabkan guncangan kesehatan masyarakat yang tidak terduga yang berdampak pada ekonomi global. Hal ini dibuktikan dengan terjadinya penurunan Produk Domestik Bruto Global pada tahun 2020 sebesar 6,7% (El Khoury et al., 2022). Oleh karena itu, belakangan ini perusahaan lebih memperhatikan dan mengerahkan lebih banyak upaya dalam pengelolaan lingkungan, sosial dan tata kelola (ESG). Pengelolaan ESG bukanlah metode pengelolaan baru, namun merupakan metode operasi yang berdasarkan strategi untuk pertumbuhan bersama dengan para pemangku kepentingan.

Dalam beberapa tahun terakhirpun, terjadi peningkatan pemanfaatan informasi ESG oleh para pemangku kepentingan, khususnya investor. Hal tersebut juga didorong oleh ketertarikan investor yang meningkat baik di tingkat domestik maupun internasional (Mohammad & Wasiuzzaman, 2021). Investor percaya bahwa perusahaan yang melaksanakan praktik berkelanjutan, akan memiliki nilai perusahaan yang baik dalam jangka panjang (Alsayegh et al., 2020; Behl et al., 2021). Persaingan bisnis juga semakin ketat dengan akses yang semakin mudah, mengakibatkan perusahaan berusaha lebih maju dalam menerapkan ESG (Olmedo et al., 2017; Adiasih & Lianawati, 2019). Perusahaan – perusahaan yang termasuk dalam industri sensitif seperti perusahaan yang mengeksplorasi dan distribusi batu bara, minyak dan gas, berupaya untuk melaporkan informasi ESG dengan tujuan mempertahankan legitimasi

perusahaan dan mengurangi stigma yang melekat sebagai perusahaan pencemar lingkungan.

Pengungkapan informasi keberlanjutan (ESG) merupakan sarana transparansi kepada investor dan pemangku kepentingan lain terkait kinerja perusahaan dalam menghadapi isu-isu keberlanjutan. Secara global, tren pengungkapan praktik ESG diperluas selama bertahun-tahun sebagai upaya perusahaan agar tetap menerapkan keberlanjutan. Informasi tersebut sangat berguna bagi investor dan pemangku kepentingan untuk membuat keputusan strategis dengan tepat dan mudah. Pengungkapan ESG akan meningkatkan keunggulan kompetitif perusahaan, meningkatkan citra dan reputasi perusahaan serta meningkatkan kinerja masa depan. Keinginan perusahaan untuk menerapkan kinerja dan pengungkapan ESG yang lebih tinggi dapat dikaitkan dengan kecenderungannya untuk meningkatkan keunggulan kompetitifnya melalui biaya pembiayaan yang lebih rendah. Menurut Porter et al. (2019); Muhammad & Waisuzzaman (2021) pengungkapan ESG terkait dengan keunggulan kompetitif karena perusahaan menyediakan solusi berkelanjutan masalah lingkungan dan sosial. Oleh karena itu, laporan keuangan perusahaan perlu diimbangi dengan laporan yang menginformasikan ESG dan perusahaan harus menyadari bahwa pengungkapan ESG sangatlah penting dalam menggambarkan citra dan reputasi perusahaan.

Teori Stakeholder menekankan bahwa perusahaan harus memberikan imbal hasil kepada pemangku kepentingan dari investasi ESG (McWilliams & Siegel, 2000; Ruf et al., 2001; Saeidi et al., 2015). Oleh karena itu menurut teori stakeholder, komitmen perusahaan terhadap masyarakat melalui kepedulian ESG akan memberikan manfaat dan keuntungan yang berkelanjutan. Teori legitimasi menyatakan bahwa manajemen dapat mempengaruhi persepsi masyarakat secara umum terhadap perusahaan. Teori tersebut juga menyatakan bahwa perusahaan mengungkapkan informasi keberlanjutan kepada pemangku kepentingan untuk menegaskan kembali komitmen organisasi terhadap masyarakat dalam mendukung teori stakeholder (Behl et al., 2021). Menurut teori legitimasi, pengungkapan ESG menggambarkan komitmen perusahaan terhadap masyarakat dan menghasilkan keuntungan yang berkelanjutan. Pelaporan keberlanjutan yang dipublikasikan oleh perusahaan dapat menjadi bentuk kepedulian perusahaan terhadap isu lingkungan sehingga perusahaan akan dapat memperoleh legitimasi di lingkungan operasionalnya. Oleh karena itu, beberapa perusahaan menjadikan praktik ESG dan laporannya sebagai sarana pencitraan perusahaan untuk memperoleh reputasi yang baik dan legitimasi dari stakeholder.

Laporan keuangan disusun dengan maksud untuk menyajikan laporan kemajuan perusahaan secara periodik. Informasi laporan keuangan mempunyai tujuan yang spesifik yaitu memberikan informasi sumber daya ekonomi, kewajiban dan modal saham, memberi informasi pendapatan yang komprehensif dan memberi informasi aliran kas. Laporan keuangan diharapkan dapat memberikan informasi yang berkaitan dengan tingkat keuntungan (Return On Investment), risiko, fleksibilitas keuangan, dan kemampuan operasional perusahaan (Harto, 2022). Investor menanamkan uang dengan harapan akan memperoleh return atas investasi tersebut di samping menjaga investasinya agar tidak berkurang nilainya (Pramuditha & Harto, 2022).

Para pengambil keputusan termasuk di dalamnya para investor dalam menanamkan dananya memerlukan berbagai macam informasi yang bermanfaat untuk

melakukan prediksi hasil investasinya di pasar modal. Informasi yang lazim digunakan oleh para investor atau pemodal dikelompokkan dalam dua hal yaitu informasi yang bersifat teknikal dan informasi fundamental.

Informasi yang bersifat fundamental diperoleh dari kondisi intern perusahaan dan informasi yang bersifat teknikal diperoleh dari luar perusahaan, seperti ekonomi dan politik. Informasi yang diperoleh dari kondisi intern perusahaan yang lazim digunakan adalah laporan keuangan. Informasi fundamental merupakan informasi yang berhubungan dengan kondisi perusahaan yang umumnya ditunjukkan dalam laporan keuangan yang merupakan salah satu ukuran kinerja perusahaan. Informasi fundamental perusahaan yang lazim digunakan untuk memprediksi harga saham adalah berbagai ukuran kinerja perusahaan yang ditunjukkan dalam laporan keuangan. Berdasarkan laporan keuangan dapat diketahui beberapa faktor fundamental antara lain: rasio-rasio keuangan, arus kas dan ukuran-ukuran kinerja yang dikaitkan dengan return saham. Rasio keuangan dikelompokkan menjadi lima jenis berdasarkan ruang lingkup atau tujuan yang ingin dicapai, yaitu (profitabilitas), rasio aktivitas, dan rasio pasar (market ratios). Rasio keuangan (financial ratios) yang lazim disajikan meliputi rasio profitabilitas, rasio solvabilitas dan rasio pasar dengan periode laporan interim (triwulanan) dan laporan tahunan. Sejauh mana sebuah perusahaan dapat mempengaruhi harga saham di pasar modal sehingga dapat memberikan return kepada para pemilik modal dan variabel apa saja yang dapat dijadikan indikator bagi perusahaan untuk mengendalikan harga saham. Sehingga tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan nilai saham yang diperdagangkan di pasar modal dapat dicapai.

Dalam perusahaan juga kinerja menjadi hal yang sangat penting, karena Kinerja perusahaan merupakan suatu gambaran tentang kondisi keuangan suatu perusahaan yang dianalisis dengan alat-alat analisis keuangan, sehingga dapat diketahui mengenai baik buruknya keadaan keuangan suatu perusahaan yang mencerminkan prestasi kerja dalam periode tertentu. Hal ini sangat penting agar sumber daya digunakan secara optimal dalam menghadapi perubahan lingkungan. Penilaian kinerja keuangan merupakan salah satu cara yang dapat dilakukan oleh pihak manajemen agar dapat memenuhi kewajibannya terhadap para investor (penyandang dana) dan juga untuk mencapai tujuan yang telah ditetapkan oleh perusahaan.

Jogiyanto HM (1998) dalam Savitri (2012) menyatakan bahwa informasi yang diperlukan oleh para investor di pasar modal tidak hanya informasi yang bersifat fundamental saja, tetapi informasi yang bersifat teknikal. Informasi yang bersifat fundamental diperoleh dari kondisi intern perusahaan dan informasi yang bersifat teknikal diperoleh dari luar perusahaan. Analisis fundamental adalah analisis untuk menghitung nilai intrinsik perusahaan dengan menggunakan data keuangan perusahaan, nilai intrinsik perusahaan dapat diwujudkan dengan harga saham. Selain analisis fundamental investor dapat melakukan analisis teknikal. Analisis teknikal adalah analisis yang menggunakan data pasar dari suatu saham untuk menentukan nilai saham (Jogiyanto, 2000) dalam Kusumo (2011).

Informasi yang bersifat fundamental diperoleh dari kondisi intern perusahaan dan informasi yang bersifat teknikal diperoleh dari luar perusahaan, seperti ekonomi dan politik. Informasi yang diperoleh dari kondisi intern perusahaan yang lazim digunakan adalah laporan keuangan.

Informasi fundamental merupakan informasi yang berhubungan dengan kondisi perusahaan yang umumnya ditunjukkan dalam laporan keuangan yang merupakan

salah satu ukuran kinerja perusahaan. Informasi fundamental perusahaan yang lazim digunakan untuk memprediksi harga saham adalah berbagai ukuran kinerja perusahaan yang ditunjukkan dalam laporan keuangan. Berdasarkan laporan keuangan dapat diketahui beberapa faktor fundamental antara lain: rasio-rasio keuangan, arus kas dan ukuran- ukuran kinerja yang dikaitkan dengan return saham.

Menurut Robert Ang (1997), rasio keuangan dikelompokkan menjadi lima jenis berdasarkan ruang lingkup atau tujuan yang ingin dicapai, yaitu rasio likuiditas, rasio solvabilitas (leverage), rasio rentabilitas (profitabilitas), rasio aktivitas, dan rasio pasar (market ratios). Rasio keuangan (financial ratios) yang lazim disajikan di Jakarta Stock Exchange (JSX) Statistic meliputi rasio profitabilitas, rasio solvabilitas dan rasio pasar dengan periode laporan interim (tirwulanan) dan laporan tahunan.

Sejauh mana sebuah perusahaan dapat mempengaruhi harga saham di pasar modal sehingga dapat memberikan return kepada para pemilik modal dan variabel apa saja yang dapat dijadikan indikator bagi perusahaan untuk mengendalikan harga saham. Sehingga tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan nilai saham yang diperdagangkan di pasar modal dapat dicapai.

Sejak tahun 1990 dunia bisnis mengenal alat baru untuk mengukur kinerja keuangan pada suatu perusahaan, alat ini dikenal dengan nama Economic Value Added (EVA) (Julianti Sjarief dan Aruna Wiryolukito, 2004). EVA pertama kali diperkenalkan oleh George Bennet Stewart III dan Joel M. Stern (1993), analis keuangan di dalam kantor konsultan Stern Stewart Management Service of NewYork, Amerika Serikat.

Sejak tahun 1995, EVA (Economic Value Added) telah banyak digunakan di berbagai perusahaan besar di Amerika Serikat seperti Coca Cola, AT & T, Quaker Oats dan Brigs & Stratton. Metode ini membantu perkembangan disiplin ilmu keuangan, mendorong kinerja manajer sehingga berlaku seperti pemilik dan yang paling penting mendorong peningkatan laba bagi pemegang saham (Stewart III, 1995). Perbedaan EVA dengan tolok ukur kinerja keuangan lainnya adalah EVA memperhitungkan seluruh biaya modal, sehingga praktik rekayasa keuangan dengan tujuan memperbaiki kinerja perusahaan tidak dapat dilakukan (Julianti Sjarief dan Aruna Wirjolukito, 2004).

Menurut Dodd dan Chen (1996) dalam artikel "EVA: A New Panacea", dengan semakin berkembangnya alat ukur Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA) sebagai ukuran kinerja keuangan perusahaan, banyak perusahaan yang memberikan pernyataan positif mengenai alat ukur Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA), yaitu antara lain:

1. Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA) telah dipilih sebagai alat ukur kinerja perusahaan dengan keyakinan bahwa Economic Value Added (EVA) mengkorelasikan antara return saham (Ball Corporation).
2. Dibandingkan dengan pengukur kinerja lainnya seperti Return on Capital (ROC), Return on Equity (ROE), Earning Per Share (EPS) dan pertumbuhan Cash flow, Economic Value Added (EVA) secara statistik mempunyai korelasi yang lebih tinggi dalam menciptakan nilai bagi pemegang saham (Crane Corporation).

Penilaian kinerja dengan menggunakan Economic Value Added (EVA) menyebabkan perhatian manajemen sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Dengan Economic Value Added (EVA), para manajer akan berpikir dan juga bertindak seperti halnya pemegang saham yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat

pengembalian dan memaksimalkan tingkat biaya modal, sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan (Siddarta Utama, 1997). Economic Value Added (EVA) akan menyebabkan perusahaan untuk lebih memperhatikan kebijaksanaan struktur modalnya. Economic Value Added (EVA) memperhitungkan biaya modal atas ekuitas dan mengakui bahwa karena lebih tingginya risiko yang dihadapi pemilik ekuitas, besarnya biaya modal atas ekuitas adalah lebih tinggi daripada tingkat biaya modal atas hutang. Penggunaan Economic Value Added (EVA) dapat digunakan untuk mengidentifikasi kegiatan atau proyek yang memberikan pengembalian lebih tinggi daripada biaya modalnya. Menguntungkan atau tidaknya kegiatan tersebut ditentukan oleh Economic Value Added (EVA) yang positif atau negatif.

Menurut penelitian Lehn dan Makhija (1996) dihasilkan bahwa Economic Value Added (EVA) mempunyai pengaruh yang paling kuat terhadap return saham. Tetapi hasil tersebut ditentang oleh Dodd dan Chen (1998) dimana pada penelitian mereka yang pertama menghasilkan bahwa alat ukur Return On Asset (ROA) mempunyai hubungan yang paling erat dengan return saham. Sedangkan penelitian Dodd dan Chen yang kedua (1998) menghasilkan bahwa operating income mempunyai hubungan yang paling signifikan dengan return saham dibandingkan Economic Value Added (EVA).

Peneliti Fernandez dalam Pradhono dan Christiawan (2004) membandingkan korelasi antara variabel economic profit, EVA, laba setelah pajak, Return on Equity (ROE), Equity Cash Flow, tingkat bunga, adjusted ROE dan kenaikan tingkat bunga dengan return yang diterima oleh pemegang saham. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa tingkat bunga dengan return memiliki korelasi yang tinggi.

Silalahi (1991) dalam penelitiannya menyatakan bahwa perusahaan yang dapat menghasilkan ROA yang tinggi dan disertai dengan peningkatan ROA dari periode ke periode, maka perusahaan tersebut menunjukkan kinerja yang semakin baik. Dengan kinerja yang semakin baik maka harga saham perusahaan tersebut di pasar modal juga semakin meningkat. Dengan demikian ROA berpengaruh positif terhadap return saham. Namun teori ini tidak sepenuhnya didukung oleh kenyataan yang terjadi di pasar modal.

Beberapa bukti empiris yang mengkaji hubungan atau pengaruh ROA terhadap return saham masih menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Rina Trisnawati (1999) dan Sparta (2000) menunjukkan bahwa ROA tidak signifikan berpengaruh terhadap return saham di pasar perdana maupun pasar sekunder. Sementara Syahib Natarsyah (2000) menunjukkan hasil bahwa ROA secara signifikan berpengaruh terhadap return saham di pasar sekunder.

Rasio pasar ditunjukkan dengan Price Earning Ratio (PER) yang merupakan rasio antara harga saham (price) terhadap pendapatan (earnings). Semakin tinggi PER menunjukkan harga saham dinilai terlalu tinggi atau mahal oleh para investor terhadap pendapatannya. Jogiyanto, HM (1998) juga menyatakan bahwa variabel-variabel yang lazim digunakan untuk memprediksi return atau harga sekuritas antara lain Price Earning Ratio (PER). Jika PER semakin meningkat maka harga saham perusahaan tersebut juga naik, sehingga return saham perusahaan juga meningkat. Dengan kata lain, PER berpengaruh positif terhadap return saham.

Beberapa bukti empiris yang meneliti antara PER dengan harga atau return saham telah banyak dilakukan oleh para peneliti terdahulu. Basu (1983) menemukan bukti bahwa Price Earning Ratio (PER) mempengaruhi return saham. Bukti empiris tersebut juga didukung oleh Barker (1999) menemukan bahwa PER signifikan berhubungan dengan return saham terutama bagi perusahaan sektor finansial, tetapi

tidak dapat ditemukan hubungan atau pengaruh PER terhadap harga atau return saham bagi perusahaan manufaktur.

Menurut Machfoedz (1994), rasio aktivitas (produktivitas) terdiri dari 11 rasio yaitu : *Inventory to working capital, cost of goods sold to inventory, sales to quick asset, sales to cash, sales to accounts receivable, cash flow to total asset, current asset to total asset, quick asset to inventory, inventory to sales, sales to total asset dan working capital to total asset.*

Dari 11 rasio tersebut terbukti hanya satu variabel yang signifikan untuk memprediksi perubahan laba satu tahun ke depan yaitu variabel Quick Asset to Inventory (QAI).

Menurut Syahib Natarsyah (2000), DER mempunyai pengaruh signifikan negatif terhadap return saham. Hasil ini bertentangan dengan hasil penelitian Sparta (2000) dan Indradewi (2004) yang menunjukkan bahwa DER tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham, sehingga diperlukan penelitian lanjutan.

NPM merupakan rasio laba bersih (net profit) terhadap penjualannya (sales). Bagi investor atau pemodal adalah seberapa besar laba bersih yang diperoleh perusahaan, sehingga investor dapat mengharapkan berapa tingkat kembalian yang bakal diterima.

EPS menggambarkan tingkat laba yang diperoleh para pemegang saham, dimana tingkat laba (per lembar saham) menunjukkan kinerja perusahaan terutama dari kemampuan lain yang dikaitkan dengan pasar. Hasil penelitian dari Dodd dan Chen (1996) menunjukkan bahwa EPS berpengaruh positif terhadap return saham.

Berdasarkan perbedaan hasil-hasil penelitian di atas maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah masih terdapat perbedaan penelitian mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap return saham. Maka perlu dilakukan penelitian yang menghubungkan antara kinerja perusahaan yang diukur dari rasio-rasio keuangan (ROA, PER QAI, DER, NPM, EPS dan EVA) terhadap return saham pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Dalam tesis ini penulis mengambil sampel saham perusahaan sektor telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia pada periode 2017-2021.

2. METODE PENELITIAN

Jenis dan Sumber Data

Data yang dikumpulkan untuk penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari Jakarta Exchange Statistic Report dan Indonesia Capital Market Directory periode 2017-2021 yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia. Jumlah perusahaan yang dipilih sebagai sampel adalah 14 perusahaan.

Data yang diperoleh pada penelitian ini antara lain harga saham pada harga penutupan akhir tahun dan laporan keuangan perusahaan tahunan.

Dalam penelitian ini, data-data yang diperlukan sebagai bahan penelitian dikumpulkan melalui laporan keuangan dan harga penutupan saham tahunan masing-masing perusahaan yang tercatat dalam periode tahun 2017-2021.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Regresi

Penggunaan data sekunder yang bersifat kuantitatif dalam penelitian ini mengarah pada metode kuantitatif dengan menggunakan alat analisis regresi berganda

karena terdapat lebih dari satu variabel independen. Teknik estimasi variabel dependen yang melandasi analisis regresi tersebut Ordinary Least Squares (kuadrat terkecil biasa). Inti dari metode OLS adalah mengestimasi suatu garis regresi dengan jalan meminimalkan jumlah dari kuadrat kesalahan setiap observasi terhadap garis tersebut (Imam Ghozali, 2005).

Dalam persamaan garis regresi, yang bertindak sebagai variabel dependen adalah return saham, sedangkan variabel independen diwakili oleh ROA, PER, QAI, DER, DTA, NPM, EPS dan EVA. Alat analisis regresi berganda digunakan untuk mengukur pengaruh dari gabungan variabel-variabel ROA, PER, QAI, DER, NPM, EPS dan EVA.

$$Y = a + b_1ROA + b_2PER + b_3QAI + b_4DER + b_5NPM + b_6EPS + b_7EVA + e$$

Dimana:

Y	= Return Saham
ROA	= Return On Asset
PER	= Per Earning Ratio
QAI	= Quick Asset to Inventory
DER	= Debt to Equity Ratio
NPM	= Net Profit Margin
EPS	= Earning Per Share
EVA	= Economic Value Added
b1 – b7	= Koefisien regresi
e	= error

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan alat analisa statistik: Statistical Product and Service Solution (SPSS) ver 11.0. Tingkat kepercayaan yang digunakan dalam regresi ini adalah 90% dalam regresi partial correlation antara variabel independen dengan return saham.

Uji Asumsi Klasik dan Uji Normalitas

Sampel akan diolah agar dijadikan persamaan multi regresi dengan menggunakan program statistik SPSS ver 11.00. Untuk mendapatkan model variabel terbaik yang berpengaruh terhadap variabel dependen, maka dilakukan uji asumsi klasik sebagai berikut:

a. Uji Multikolinearitas

Test ini dilakukan untuk mengetahui apakah ada korelasi yang tinggi antara variabel independen. Untuk mengetahui adanya korelasi yang tinggi antara variabel (*Multicollinearity*), penulis menggunakan VIF (*Variance Inflation Factors*) sebagai indikatornya. Rumus dari VIF adalah sebagai berikut:

$$VIF = \frac{1}{(1 - R_k^2)}$$

Dimana R_k^2 = Koefisien dari determinasi berganda ketika X_k

diregresikan dengan variabel X lainnya dalam model. Terjadinya multikolinearitas ini bisa diketahui dengan memperhatikan VIF yang dihasilkan dari kegiatan estimasi persamaan regresi. Jika nilai lebih dari 5 ($VIF > 5$) maka model yang dihasilkan tersebut mengandung gangguan multikolinearitas. Terdapat beberapa cara untuk mengatasi gangguan ini, yaitu:

- 1) Dengan mengurangi variabel bebas yang mempunyai hubungan linear dengan variabel lainnya;
- 2) Dengan mengubah bentuk model;

- 3) Dengan memilih sampel baru, karena gangguan ini pada hakikatnya adalah fenomena sampel;
 - 4) Dengan mentransformasi perubah pada tiap-tiap variabel.
- b. Uji Heteroskedastisitas
- Gangguan ini mengakibatkan penaksiran yang tidak efisien, karena penaksiran ini tidak memberikan varian terkecil walaupun penaksiran ini adalah tidak bias. Untuk mengetahui ada tidaknya gangguan ini, dapat dilihat dari output plot analisa statistik. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit, maka telah terjadi heteroskedastisitas). Jika tidak ada pola yang jelas serta titik menyebar di atas dan di bawah angka 0, pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.
- Untuk mengatasi gangguan ini dapat dilakukan berbagai cara yaitu dengan melakukan transformasi model, dan dengan melakukan transformasi logaritma. Penyeleksian data sampel dengan tidak mengikutsertakan data-data yang outlier juga dapat digunakan untuk mengatasi gangguan heteroskedastisitas ini (Santoso, 2002).
- c. Uji Autokorelasi
- Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Autokorelasi keadaan dimana variabel gangguan pada periode sebelumnya. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain, hal ini sering ditemukan pada data time series karena gangguan pada individu atau kelompok yang sama pada periode berikutnya. Cara yang digunakan untuk mendiagnosis adanya autokorelasi adalah uji Durbin-Watson (DW test). Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi (Imam Ghozali, 2005) adalah:
- 1) Bila DW terletak antara batas atas (Upper bound / du) dan $4-du$, maka tidak ada autokorelasi.
 - 2) Bila DW lebih rendah dari pada batas bawah (Lower bound / dl) maka ada autokorelasi positif.
 - 3) Bila nilai DW lebih besar dari $4-dl$ maka ada autokorelasi negatif.
 - 4) Bila nilai DW terletak antara ($4-du$) dan diantara ($dl-du$) maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.
- d. Uji Normalitas
- Pengujian ini dilakukan untuk melihat apakah sebaran data yang ada terdistribusi secara normal atau tidak. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan analisis grafik histogram dan normal plot.
- Pada analisis histogram bila grafik normal plot menunjukkan data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal maka dapat disimpulkan bahwa model regresi linear berganda memenuhi asumsi normalitas. Dan dikatakan berdistribusi normal jika signifikansi untuk variabel yang dianalisis memiliki nilai signifikansi (P-Value) lebih besar dari 0,05 (5%).
- e. Pengujian Hipotesis
- Untuk melakukan pengujian terhadap hipotesis-hipotesis yang diajukan perlu digunakan analisis regresi melalui uji t maupun uji F . Tujuan digunakan analisis

regresi adalah untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen, baik secara parsial maupun secara simultan, serta mengetahui besarnya dominasi variabel-variabel independen terhadap variabel dependen. Metode pengujian terhadap hipotesis yang diajukan dilakukan dengan pengujian secara parsial dan pengujian secara simultan. Langkah-langkah untuk menguji hipotesis yang diajukan di dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1) Uji Statistik F

Uji F digunakan untuk menguji signifikansi pengaruh variabel Return On Asset (ROA), Per Earning Ratio (PER), Quick Asset to Inventory (QAI), Debt to Equity Ratio (DER), Net Profit Margin (NPM), Earning Per Share, dan Economic Value Added (EVA) terhadap return saham perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2017-2021 secara simultan. Langkah-langkah yang dilakukan adalah (Gujarati, 1999):

a) Merumuskan hipotesis (H_a);

H_a diterima: berarti terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independent terhadap variabel dependen secara simultan.

b) Menentukan tingkat signifikansi yaitu sebesar 0,05 (= 0,05).

c) Membandingkan F_{hitung} dengan F_{tabel} .

Nilai F_{hitung} dapat dicari dengan rumus (Gujarati, 1999):

$$F_{hitung} = \frac{R^2 / k - 1}{(1 - R^2) / N - k}$$

Dimana:

R^2 = koefisien Determinasi

k = banyaknya koefisien regresi

N = banyaknya observasi

- Bila $F_{hitung} < F_{tabel}$, variabel independent secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.
- Bila $F_{hitung} > F_{tabel}$, variabel independent secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen.

d) Berdasarkan Probabilitas.

Dengan menggunakan nilai probabilitas, H_a akan diterima jika probabilitas kurang dari 0,05.

e) Menentukan nilai koefisien determinasi, dimana koefisien ini menunjukkan seberapa besar variabel independent pada model yang digunakan mampu menjelaskan variabel dependennya.

2) Uji Statistik t

Uji t digunakan untuk menguji signifikansi pengaruh variabel Return On Asset (ROA), Per Earning Ratio (PER), Quick Asset to Inventory (QAI), Debt to Equity Ratio (DER), Net Profit Margin (NPM), Earning Per Share, dan Economic Value Added (EVA) terhadap return saham perusahaan telekomunikasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021 secara parsial. Oleh karena itu uji t ini digunakan untuk menguji hipotesis H_{a1} , H_{a2} , H_{a3} , H_{a4} , H_{a5} , H_{a6} , H_{a7} . Langkah-langkah pengujian yang dilakukan adalah sebagai berikut (Gujarati, 1999):

- a) Merumuskan hipotesis (H_a);
 H_a diterima: berarti terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial.
- b) Menentukan tingkat signifikansi (α) sebesar 0,05.
- c) Membandingkan thitung dengan ttabel, jika thitung lebih besar dari ttabel, maka H_a diterima. Nilai thitung dapat dicari dengan rumus (Gujarati, 1999):

$$t_{hitung} = \frac{\text{Koefisien regresi}}{\text{Standar deviasi}}$$

- d) Berdasarkan probabilitas
 H_a akan diterima jika nilai probabilitasnya kurang dari 0,05 (α).
- e) Menentukan variabel independen mana yang mempunyai pengaruh paling dominan terhadap variabel dependen

4. KESIMPULAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan alat analisis regresi berganda untuk menguji hubungan antara beberapa variabel independen terhadap variabel dependen, yaitu return saham. Metode regresi berganda ini didasarkan pada pendekatan Ordinary Least Squares (OLS), di mana tujuan utamanya adalah meminimalkan jumlah kuadrat kesalahan dalam estimasi garis regresi. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini meliputi Return On Asset (ROA), Per Earning Ratio (PER), Quick Asset to Inventory (QAI), Debt to Equity Ratio (DER), Net Profit Margin (NPM), Earning Per Share (EPS), dan Economic Value Added (EVA). Variabel-variabel ini dipilih untuk mengukur pengaruhnya secara simultan dan parsial terhadap return saham perusahaan telekomunikasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017 hingga 2021.

Untuk memastikan validitas model regresi yang digunakan, dilakukan serangkaian uji asumsi klasik, meliputi uji multikolinearitas, heteroskedastisitas, autokorelasi, dan normalitas. Uji multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi tinggi antar variabel independen yang dapat mengganggu hasil estimasi regresi. Uji ini menggunakan nilai Variance Inflation Factor (VIF) sebagai indikator, dengan batas toleransi nilai $VIF \leq 5$. Jika terdapat multikolinearitas, langkah-langkah seperti pengurangan variabel bebas atau transformasi model dapat dilakukan. Selanjutnya, uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mendeteksi apakah variabel gangguan memiliki varian yang tidak konstan. Hasil uji heteroskedastisitas dapat diamati melalui pola plot residual; jika pola tidak teratur, model dianggap bebas dari gangguan heteroskedastisitas. Uji autokorelasi dilakukan untuk mendeteksi adanya korelasi antara residual pada periode yang berbeda. Diagnosa autokorelasi menggunakan uji Durbin-Watson (DW), di mana hasilnya menentukan apakah terdapat autokorelasi positif, negatif, atau tidak ada autokorelasi. Terakhir, uji normalitas dilakukan untuk memastikan bahwa residual berdistribusi normal, dengan menggunakan analisis grafik histogram dan normal plot sebagai indikator.

Pengujian hipotesis dilakukan melalui uji F dan uji t untuk mengidentifikasi pengaruh simultan dan parsial dari variabel independen terhadap return saham. Uji F digunakan untuk menguji pengaruh secara keseluruhan atau simultan, dengan

hipotesis alternatif (H_a) diterima jika nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05. Jika F_{hitung} lebih besar dari F_{tabel} , maka variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Selain itu, uji t digunakan untuk menguji pengaruh setiap variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatif (H_a) diterima jika t_{hitung} lebih besar dari t_{tabel} atau probabilitas $< 0,05$. Melalui uji ini, dapat diketahui variabel independen mana yang memiliki pengaruh paling dominan terhadap return saham.

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa besar variabel independen dapat menjelaskan variasi pada variabel dependen. Nilai R^2 yang tinggi menunjukkan bahwa model yang digunakan mampu menjelaskan hubungan dengan baik. Penelitian ini juga menggunakan software SPSS versi 11.0 sebagai alat analisis data, dengan tingkat kepercayaan sebesar 90%. Dengan demikian, hasil analisis ini dapat memberikan gambaran yang jelas mengenai pengaruh variabel-variabel keuangan terhadap kinerja saham perusahaan telekomunikasi di Indonesia, sekaligus memberikan implikasi yang signifikan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, Robert, 1997, *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)*, Mediasoft Indonesia.
- Antariksa Budileksmana, Barbara Gunawan, 2003, "Pengaruh Indikator Rasio Keuangan Perusahaan, Price Earning Ratio (PER), dan Price to Book Value (PBV) terhadap Return Portofolio Saham di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, Vol. 4, No.2.
- Bacharuddin, 2002, "EVA dan MVA sebagai Pengukur Kinerja Perusahaan",
- Ghozali, Imam dan Irwansyah, 2002, "Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan dengan Alat Ukur EVA, MVA dan ROA terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur di BEJ", *Jurnal Penelitian Akuntansi-Bisnis dan Manajemen*, Vol.9, No. 1, April.
- Ghozali, Imam dan N.John Castellan, 2002, *Statistik Non Parametrik: Teori Aplikasi dengan Program SPSS*, Badan Penerbit UNDIP, Semarang.
- Ghozali, Imam, 2002, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Edisi ke-2, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Halim, Abdul, 2005, *Analisis Investasi*, Edisi Kedua, Salemba Empat, Jakarta.
- Horne, James C.V and Wachoviz Jr, John M, 1998, *Fundamental of Financial Management*, 8th ed, New Jersey, Prentice Hall International.
- Husnan, Suad, 1997, *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek)*, Buku 2, Edisi Keempat, BPFE, Yogyakarta.
- Jogiyanto Hartono dan Chendrawati, 1999, "ROA dan EVA: A Comaprative Empirical Study", *Gajah Mada International Journal of Bussines* 1 (May): 45-54.
- Jogiyanto, 2003, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi 3, BPFE, Yogyakarta.
- Linawati, Lisa, 1999, "Economic Value Added sebagai ukuran Keberhasilan Kinerja Manajemen Perusahaan", *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 1, No. 1, Mei 1999.
- Makelainen, Esa, 1999, "Introduction of Economic Value Added" <http://www.economics.com>.
- Mamduh M. Hanafi, Abdul Halim, 2007, *Analisis Laporan Keuangan*, Edisi Ketiga, UPP STIM YKPN, Yogyakarta.
- Natarsyah, Syahib, 2000, "Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham" : Kasus Industri barang konsumsi yang go publik di pasar Modal Indonesia, *Jurnal Ekonomi Bisnis Indonesia*, Vol. 15, no.3, 294-312.
- Noer Sasongko dan Nila Wulandari, 2006, Pengaruh EVA dan Rasio-rasio Profitabilitas Terhadap Harga Saham, *Empirika*, Vol.19, N.1, Juni.
- Pancawati Hardiningsih, L. Suryanto dan Anis Chariri, 2001, "Pengaruh Faktor- faktor

- Fundamental dan Resiko Ekonomi Terhadap Return Saham Pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta”, *Jurnal Strategi Bisnis*, Vol. 8, Desember.
- Poeradisastra, Teguh, 2003, *Menelanjangi Patamorgana Laba Perusahaan*, SWA 21/XIX/16 Oktober.
- Pradhono, Yulius Jogi, 2005, “Pengaruh Economic Value Added, Residual Income, Earnings dan Arus Kas Operasi terhadap Return yang Diterima oleh Pemegang Saham”, *Jurnal Fakultas Ekonomi, Universitas Kristen Petra*.
- Rina, Trisnawati, 1999, “Pengaruh Informasi Prospektus dan Return Saham di Pasar Modal”, *Simposium Nasional Akuntansi II dan Rapat Anggota II IAI, Kompartemen Akuntan Pendidik*, 24-25 September, hal.1-13.
- Rousana, M, 1997, *EVA dan Penciptaan Nilai Perusahaan di Pasar Modal Indonesia*, *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, No.09, Th. XXVI, April.
- Ruky, Saiful M, 1997, “EVA dan Penciptaan Nilai Perusahaan di Pasar Modal Indonesia”, *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, No. 09, Th. XXVI, April.
- Sahetapy, Telly T, 1999, *Analisis Keterkaitan Kinerja Keuangan (EPS, EVA, ROA dan ROE) dengan Return Saham*, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Gadjah Mada (tidak dipublikasikan).
- Santoso, Singgih, 2000, *SPSS Statistik Parametrik*, Cetakan Pertama, Jakarta, PT Elexmedia Komputindo.
- Sinergi Kajian Bisnis dan Manajemen*, Vol.5, No.1, hal. 13-20.
- Suharly, Michell, 2006, “Studi Empiris terhadap Dua Faktor yang Mempengaruhi Return Saham pada Industri Food & Beverages di Bursa Efek Jakarta”, <http://www.petra.ac.id>.