

# Pengaruh Return on Investment dan Struktur Biaya terhadap Tingkat Kembalian Ekonomi

Harjanti Widiastuti

*Email : Harjantiwidiastuti@gmail.com*

Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

## **ABSTRACT**

*This study aims to examine the economic validity of Return on Investment (ROI) and cost structure related to the level of economic returns as measured by Tobin's  $q$ . This research was conducted at pemanufakturan company listed on the Jakarta Stock Exchange (JSX). Data were analyzed using ordinary least squares (OLS). Results of the study provide empirical evidence that the rate of change of accounting (accounting return on investment or ROI) associated with the level of economic return (economic rate of return) or economic rents, although with low correlation coefficient (below 0.5). This research can confirm the research Jacobson (1987) and Landsman and Shapiro (1995).*

**Key words:** *Return on Investment (ROI), Cost Structure, Level of Economic Returns.*

## **ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji validitas ekonomi *Return on Investment* (ROI) dan struktur biaya berhubungan dengan tingkat kembalian ekonomi yang diukur dengan Tobin's  $q$ . Penelitian ini dilakukan pada perusahaan pemanufakturan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Teknik analisis data menggunakan *ordinary least square* (OLS). Hasil penelitian memberikan bukti empiris bahwa tingkat kembalian akuntansi (*accounting return on investment* atau ROI) berhubungan dengan tingkat kembalian ekonomi (*economic rate of return*) atau *economic rents*, meski dengan koefisien korelasi yang rendah (di bawah 0.5). Penelitian ini dapat mengkonfirmasi penelitian Jacobson (1987) dan Landsman dan Shapiro (1995).

**Kata Kunci:** Return on Investment (ROI), Struktur Biaya, Tingkat Kembalian Ekonomi.

## PENDAHULUAN

### Latar Belakang

Hubungan antara data akuntansi dan realita ekonomi merupakan masalah yang masih menjadi perdebatan baik dalam literatur akuntansi maupun ekonomi. Salah satu manifestasi perdebatan yang hingga kini menjadi kontroversi adalah apakah tingkat kembalian akuntansi (*accounting return on investment* atau ROI) berhubungan dengan tingkat kembalian ekonomi (*economic rate of return*) atau *economic rents* (keuntungan di atas tingkat yang setara dengan resiko investasi). Apabila ROI berhubungan dengan tingkat kembalian ekonomi maka data akuntansi menggambarkan realita ekonomi sehingga dapat menjadi pengukur kinerja yang valid bagi investor.

Tingkat kembalian akuntansi (*accounting rate of return*) yang diukur dengan ROI seringkali digunakan sebagai ukuran kinerja perusahaan padahal sebenarnya ROI mengukur fenomena yang berbeda (Steven, 1990). Dengan demikian, sebenarnya ROI kurang tepat apabila digunakan sebagai pengukur kinerja perusahaan.

Namun demikian, para pendukung ROI sebagai pengukur kinerja berargumen bahwa hubungan positif antara ROI dan return saham mengindikasikan bahwa data akuntansi memiliki kandungan informasi yang bermanfaat bagi investor. Namun fakta menunjukkan bahwa regresi return saham dan ROI memiliki *explanatory power* yang rendah.

Jacobson (1987) mencoba meneliti hubungan tingkat kembalian akuntansi dan tingkat kembalian ekonomi dengan menguji hubungan antara ROI dan return saham. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ROI secara signifikan berkorelasi dengan return saham namun dengan korelasi yang relatif rendah. Rendahnya korelasi ROI dan return saham disebabkan oleh pilihan return saham sebagai variabel dependen. Alasannya, harga saham mencerminkan informasi baru sehingga return saham secara *cross-sectional* hanya bervariasi dengan perubahan ROI.

Rasio Tobin's  $q$  merupakan ukuran yang menggambarkan prediksi pasar terhadap return yang dihasilkan dari setiap dolar yang diinvestasikan dalam aktiva perusahaan. Tobin's  $q$  dapat digunakan sebagai proksi alternatif untuk tingkat kembalian ekonomi (*economic rents*). Penelitian ini mencoba meneliti hubungan antara tingkat kembalian akuntansi dan tingkat kembalian ekonomi dengan menguji hubungan antara ROI dan Tobin's  $q$ . Keuntungan menggunakan Tobin's  $q$  dibanding return saham adalah secara teoritis Tobin's  $q$  berhubungan dengan tingkat kembalian ekonomi total, tidak hanya mencerminkan perubahan. Jadi, penelitian ini menggunakan Tobin's  $q$  untuk meneliti validitas ekonomi ROI sebagai pengukur kinerja.

Penelitian ini juga memasukkan struktur biaya perusahaan sebagai variabel tambahan. Selling dan Stickney (1989) berpendapat bahwa laba operasi yang diperoleh oleh perusahaan dengan proporsi biaya tetap yang tinggi akan meningkat seiring dengan meningkatnya penjualan karena biaya tetap akan

semakin kecil dengan meningkatnya unit produk yang terjual. Dalam hal ini, peneliti ingin melihat apakah struktur biaya berhubungan dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan Tobin's  $q$ .

Penelitian ini penting dilakukan untuk melihat validitas ROI (proksi tingkat kembalian akuntansi) sebagai pengukur kinerja. Validitas ROI sebagai pengukur kinerja menunjukkan keterkaitan antara data akuntansi dan realitas ekonomi. Penelitian ini perlu dilakukan di Indonesia mengingat pasar modal Indonesia merupakan pasar modal berkembang (*emerging capital market*) yang regulasi pasar modal dan regulasi akuntansinya belum tertata dengan baik seperti pasar modal di negara maju.

### **Rumusan Masalah**

Berdasarkan latar belakang tersebut di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

- (1) Apakah tingkat kembalian akuntansi (ROI) berhubungan dengan tingkat kembalian ekonomi yang diukur dengan Tobin's  $q$ ?
- (2) Apakah struktur biaya berhubungan tingkat kembalian ekonomi yang diukur dengan Tobin's  $q$ ?

### **Tujuan Penelitian**

Berdasarkan rumusan masalah tersebut di atas, maka tujuan penelitian ini adalah:

- (1) Untuk menguji validitas ekonomi ROI dengan menguji apakah tingkat kembalian akuntansi (ROI) berhubungan dengan tingkat kembalian ekonomi yang diukur dengan Tobin's  $q$ ?
- (2) Untuk menguji apakah struktur biaya berhubungan tingkat kembalian ekonomi yang diukur dengan Tobin's  $q$ ?

### **Manfaat Penelitian**

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi berupa:

- (1) Tambahan bukti empiris mengenai hubungan antara data akuntansi dan realita ekonomi serta validitas ekonomi ROI sebagai pengukur kinerja.
- (2) Tambahan literatur mengenai penggunaan Tobin's  $q$  sebagai pengukur kinerja dalam penelitian akuntansi.

### **Definisi Operasional Variabel**

Tingkat kembalian ekonomi (*economic rents*): keuntungan di atas tingkat yang setara dengan resiko investasi.

Tobin's  $q$ : ukuran yang menggambarkan prediksi pasar terhadap return yang dihasilkan dari setiap dolar yang diinvestasikan dalam aktiva perusahaan. Dalam penelitian ini, Tobin's  $q$  digunakan sebagai proksi alternatif untuk *economic rents*.

Return on Investment (ROI): merupakan rasio yang mengukur tingkat kembalian dari suatu investasi. Dalam penelitian ini, ROI digunakan sebagai proksi tingkat kembalian akuntansi

Contribution to Sales Ratio: merupakan rasio yang mengukur kontribusi laba terhadap penjualan. Dalam penelitian ini, rasio kontribusi terhadap penjualan digunakan sebagai proksi struktur biaya.

## TINJAUAN PUSTAKA

### Rasio Tobin's $q$

Rasio Tobin's  $q$  didefinisi sebagai rasio nilai pasar perusahaan dibagi nilai pengganti aktiva perusahaan. Jika nilai  $q$  lebih besar dari satu, maka dapat disimpulkan bahwa pasar mengakui nilai aktiva perusahaan saat itu lebih tinggi daripada nilai penggantian (Lee dan Tompkins, 1999).

Rasio Tobin's  $q$  merupakan ukuran yang menggambarkan prediksi pasar terhadap return yang dihasilkan dari setiap dolar yang diinvestasikan dalam aktiva perusahaan. Tobin's  $q$  merefleksikan ekspektasi investor tentang tingkat kembalian ekonomi (*economic return*) perusahaan di masa depan. Tobin's  $q$  dapat digunakan sebagai proksi alternatif untuk tingkat kembalian ekonomi. Keuntungan menggunakan Tobin's  $q$  dibanding return saham adalah secara teoritis Tobin's  $q$  berhubungan dengan tingkat kembalian ekonomi total, tidak hanya mencerminkan perubahan.

Dalam literature keuangan, rasio Tobin's  $q$  telah diterima dan digunakan secara luas sebagai pengukur kinerja perusahaan. Para pendukung Tobin's  $q$  mengatakan bahwa rasio Tobin's  $q$  merupakan pengukur kinerja karena merefleksikan penilaian pasar *ex ante* atas semua pengeluaran perusahaan (*rents*). Menurut Sepherd (1986) dalam Stevens (1990) menemukan bahwa rasio Tobin's  $Q$  secara konseptual mengundang perdebatan (*debatable*) karena tidak seperti laba akuntansi, rasio Tobin's  $Q$  merupakan fenomena pasar modal bukan merupakan fenomena perusahaan. Namun demikian, dalam literature keuangan (*finance*), tujuan manajemen perusahaan adalah memaksimalkan penilaian pasar atas nilai perusahaan. Banyak bukti empiris mendokumentasikan bahwa dalam pasar efisien bentuk setengah kuat harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh data akuntansi sehingga alasan fenomena pasar modal bukan merupakan fenomena perusahaan tidak sepenuhnya benar.

Sebagai ukuran kinerja pasar, Tobin's  $Q$  mempunyai beberapa aspek yang menarik dibanding ukuran kinerja akuntansi. Beberapa keuntungan kinerja pasar adalah (a) harga saham merupakan satu-satu representasi ukuran nilai pemegang saham; (b) harga saham secara penuh merefleksikan semua aspek kinerja; (c) untuk perusahaan publik, harga saham tidak hanya melaporkan secara obyektif, namun juga secara mudah tersedia; (d) harga saham dapat mencerminkan upaya manajemen dalam memanipulasi ukuran akuntansi; (e) harga saham telah disesuaikan dengan pergerakan pasar secara keseluruhan,

inflasi dan resiko pasar perusahaan; dan (f) harga saham menyediakan dasar untuk mengevaluasi penilaian investot atas dampak keputusan manajerial (Lutbakin & Shrieves, 1986 dalam Bharadwaj, Bharadwaj & Konsynski, 1999).

Rasio Tobin's Q sendiri dapat dihitung dengan berbagai model. Pada dasarnya rasio Tobin' q merupakan rasio nilai pasar hutang dan ekuitas dibagi dengan nilai pengganti total aktiva. Namun pada perkembangan selanjutnya terdapat berbagai model untuk menghitung rasio Tobin's Q yaitu model Lewellen dan Badrinath Q (L-B Q) dan Chung-Pruitt Q (C-P Q). Penelitian ini menggunakan model Chung & Pruitt dengan alasan lebih sederhana karena model Lewellen dan Badrinath memerlukan data nilai pasar hutang.

### **ROI dan Tobin's q**

ROI (*Return on Investment*) merupakan pengukur tingkat kembalian investasi berdasarkan data akuntansi dan telah digunakan secara luas sebagai salah satu pengukur kinerja. Penggunaan data akuntansi untuk menilai kinerja ekonomi masih dipertanyakan validitasnya. Ronen dan Serter (1972) menjelaskan berbagai penyesuaian yang harus dibuat baik untuk data laba akuntansi maupun data neraca agar tingkat kembalian akuntansi (*accounting rate of return*) dapat menjadi pengukur tingkat kembalian ekonomi (*economic rate of return*).

Pengujian validitas ROI sebagai pengukur kinerja bisnis memiliki problem empiris, yaitu sulitnya menemukan ukuran obyektif kinerja ekonomi untuk dapat dikaitkan dengan kinerja akuntansi. Hal ini disebabkan laba ekonomi tidak terdefinisi dengan baik. Beberapa peneliti menggunakan return saham sebagai proksi tingkat kembalian ekonomi.

Tingkat kembalian akuntansi (*accounting rate of return*) yang diukur dengan ROI seringkali digunakan sebagai ukuran kinerja perusahaan padahal sebenarnya ROI mengukur fenomena yang berbeda (Steven, 1990). Dengan demikian, sebenarnya ROI kurang tepat apabila digunakan sebagai pengukur kinerja perusahaan.

Jacobson (1987) mencoba meneliti hubungan tingkat kembalian akuntansi dan tingkat kembalian ekonomi dengan menguji hubungan antara ROI dan return saham. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ROI secara signifikan berkorelasi dengan return saham namun dengan korelasi yang relatif rendah. Rendahnya korelasi ROI dan return saham disebabkan oleh pilihan return saham sebagai variabel dependen. Alasannya, harga saham mencerminkan informasi baru sehingga return saham secara *cross-sectional* hanya bervariasi dengan perubahan ROI.

Landsman dan Shapiro (1995) menguji hubungan antara ROI dan return ekonomi yang diukur dengan Tobin's q. Penelitian ini merupakan penelitian pertama yang menggunakan Tobin's q untuk menguji validitas ekonomi ROI. Proposisi yang diajukan adalah apabila tingkat kembalian akuntansi (*accounting rate of return*) merupakan proksi yang baik bagi tingkat kembalian ekonomi (*economic return*) maka akan terdapat hubungan positif yang secara statistis

signifikan antara ROI sebagai pengukur tingkat kembalian akuntansi dan Tobin's  $q$  sebagai pengukur tingkat kembalian ekonomi (*economic rents*)

Menurut Landsman dan Shapiro (1995), proposisi tersebut didasarkan pada fakta bahwa semakin tinggi nilai Tobin's  $q$  merefleksikan semakin tingginya *economic rent* (keuntungan di atas tingkat yang setara dengan resiko investasi) yang pada akhirnya menghasilkan tingkat kembalian ekonomi yang tinggi. Penelitian ini juga memasukkan analisis industri serta biaya promosi dan biaya R & D sebagai variabel tambahan. Dengan menggunakan sampel antara 225 sampai 349 perusahaan setiap tahunnya selama 5 tahun (1979-1983), penelitian ini menunjukkan adanya korelasi yang tinggi dan secara statistis signifikan antara ROI dan Tobin's  $q$  melengkapi penelitian Jacobson (1987). Karena Tobin's  $q$  merefleksikan ekspektasi investor tentang tingkat kembalian ekonomi (*economic return*) perusahaan di masa depan, maka hasil ini memberikan bukti empiris bahwa data akuntansi mengandung informasi yang secara ekonomi bermanfaat bagi investor.

Berdasarkan hasil-hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis penelitian ini adalah:

**Ha1:** Terdapat pengaruh positif yang secara statistis signifikan antara ROI dan Rasio Tobin's  $q$ .

### **Struktur Biaya dan Tobin's $q$**

Tobin's  $q$  telah diterima dan digunakan secara luas sebagai pengukur kinerja perusahaan. Beberapa peneliti menggunakan Tobin's  $q$  dalam berbagai penelitiannya. McConnel dan Servaes (1990) menggunakan Tobin's  $q$  sebagai proksi nilai perusahaan untuk menguji apakah nilai perusahaan dipengaruhi oleh klasifikasi *equityholders*. Lloyd dan Jahera (1994) menggunakan Tobin's  $q$  untuk menguji hubungan antara diversifikasi dan kinerja perusahaan, sedangkan Smirlock, Gilligan dan Marshall (1988) menguji pengaruh struktur pasar terhadap *economic rent* yang diukur dengan Tobin's  $q$ .

Tingkat *economic rents* yang diperoleh perusahaan tergantung pada karakteristik permintaan dan fungsi biaya (Ahmed, 1994). Menurutny, revisi *economic rents* di masa mendatang tergantung pada struktur biaya perusahaan karena struktur biaya menentukan sensitivitas biaya terhadap perubahan output. Pemikiran ini didasarkan pada penelitian Selling dan Stickney (1989) yang menunjukkan bahwa laba operasi yang diperoleh oleh perusahaan dengan proporsi biaya tetap yang tinggi akan meningkat seiring dengan meningkatnya penjualan karena biaya tetap akan semakin kecil dengan meningkatnya unit produk yang terjual.

Scherer (1973) berpendapat bahwa ketika permintaan atas produk perusahaan menurun di bawah kapasitas normal maka perusahaan dengan struktur biaya tetap tinggi akan cenderung memotong harga jual sehingga perusahaan tersebut akan memperoleh laba yang lebih kecil dibanding perusahaan dengan struktur biaya tetap rendah.

Ahmed (1994) meneliti hubungan antara tingkat kompetisi produk, struktur biaya dan kesempatan bertumbuh dengan *earnings response coefficients* (ERC) sebagai proksi *economic rents*. Hipotesis yang diajukan adalah bahwa *ceteris paribus*, semakin tinggi rasio biaya tetap dengan biaya total semakin tinggi ERC. Penelitian ini menggunakan *contribution to sales ratio* karena kontribusi menunjukkan penjumlahan laba dan biaya tetap sehingga semakin rasio biaya tetap dengan total biaya, semakin tinggi *contribution to sales ratio*. Dengan menggunakan rasio kontribusi dengan penjualan (*contribution/sales ratio*) maupun rasio SGA/(SGA+CGS) sebagai proksi struktur biaya, penelitian ini mendukung hipotesis penelitian yang berarti bahwa terdapat hubungan yang positif dan signifikan antara struktur biaya dan ERC sebagai proksi *economic rents*.

Biddle dan Seow (1991) menghipotesiskan hubungan negatif antara struktur biaya dan ERC. Hipotesis ini didasarkan pada penelitian Lev (1974) bahwa terdapat hubungan positif antara risiko sistematis dan rasio biaya tetap dengan total biaya.

Belum ada penelitian sebelumnya yang secara langsung menguji hubungan antara struktur biaya dan Tobin's *q*. Berbeda dengan Ahmed (1994) dan Biddle dan Seow (1991) yang menggunakan ERC sebagai proksi *economic rents*, penelitian ini menggunakan Tobin's *q* sebagai proksi *economic rents*. Berdasarkan hasil-hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis penelitian ini adalah:

**Ha2:** Terdapat pengaruh positif yang secara statistik signifikan antara struktur biaya dengan *economic rents* yang diukur dengan Tobin's *q*.

## METODA PENELITIAN

### Penentuan Data Dan Pengambilan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang berupa data pasar berupa harga saham dan data akuntansi berupa laporan keuangan perusahaan selama 3 tahun (1994-1996). Data yang digunakan merupakan *pooled cross-sectional data* sehingga diharapkan dapat meningkatkan jumlah sampel. Data diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan dan *Capital Market Directory*.

*Sampel frame* penelitian ini adalah perusahaan pemanufakturan yang *listed* di BEJ pada kurun waktu tahun 1993-1995. Tidak dimasukkannya perusahaan non pemanufakturan disebabkan sektor ini mempunyai regulasi tambahan maupun karakteristik yang berbeda dengan perusahaan pemanufakturan sehingga kemungkinan akan berpengaruh terhadap hubungan yang dihipotesiskan. Metoda pemilihan sampel adalah *random sampling* dengan mempertimbangkan keterwakilan masing-masing industri.

### Pengukuran Variabel Dependen Dan Independen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *economic rents* yang diukur dengan Tobin's  $q$ . Penelitian ini menggunakan metoda Chung dan Pruitt (1994) untuk menghitung Tobin's  $q$  (dalam Lee dan Tompkins, 1999). Adapun rumus untuk menghitung Rasio Tobin's  $q$  adalah

$$C-P Q = \frac{[MV(CS) + BV(PS) + BV(LTD) + BV(INV) + BV(CL) - BV(CA)]}{BV(TA)}$$

Dimana:

C-P Q : Rasio Tobin's  $q$  dengan model Chung dan Pruitt (1994)

MV(CS) : Nilai pasar saham biasa (yaitu harga penutupan saham pada akhir tahun \* jumlah saham beredar)

BV(PS) : Nilai buku saham preferen

BV(LTD): Nilai buku hutang jangka panjang

BV(INV) : Nilai buku persediaan

BV(CL) : Nilai buku hutang lancar

BV(CA) : Nilai buku aktiva lancar

BV(TA) : Nilai buku Totak Aktiva

Variabel independen dalam penelitian ini adalah tingkat kembalian akuntansi yang diproksi dengan ROI dan struktur biaya yang diproksi dengan rasio kontribusi dengan penjualan. Adapun rumus untuk menghitung ROI dan rasio kontribusi dengan penjualan adalah:

$$ROI = \frac{\text{Net income}}{\text{Total asset}}$$

$$CS \text{ Ratio} = \frac{\text{Sales} - CGS}{\text{Sales}}$$

Dimana:

Net Income : Laba bersih setelah pajak

Total Assets : Total aktiva

Sales : penjualan bersih

CGS : Harga Pokok Penjualan

### Metoda Analisa Data

#### *Uji Kualitas Data*

Untuk dapat memperoleh *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE), model regresi berganda didasarkan pada asumsi homoskedastisitas (*equal variance*), non-autokorelasi (independensi residual), dan non-multikolinieritas (tidak ada hubungan sempurna antar variabel independen). Peneliti akan menguji apakah asumsi-asumsi tersebut terpenuhi agar memperoleh persamaan regresi yang baik. Uji normalitas data tidak dilakukan dengan asumsi bahwa karena jumlah sample cukup besar maka distribusi data mendekati distribusi normal.

### ***Teknik Analisa Data***

Teknik analisa data yang digunakan untuk menjawab pertanyaan penelitian ini adalah korelasi dan regresi berganda yang dibentuk dengan metoda kuadrat terkecil (*ordinary least square* atau OLS). Adapun persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$Q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROI_{it} + \alpha_2 CS + \varepsilon_{it}$$

dimana: ROI adalah *return on investment*, CS adalah rasio kontribusi dengan penjualan dan Q adalah rasio Tobin's q

Untuk menguji apakah terdapat pengaruh antara ROI dan struktur biaya terhadap tingkat kembalian ekonomi (*economic rents*) dapat dilihat dari arah dan signifikansi koefisien  $\alpha_1$  dan  $\alpha_2$ . Hipotesis penelitian didukung apabila koefisien tersebut positif dan signifikan.

### ***Uji Sensitivitas***

Karena rasio Tobin's q mengandung prakiraan tingkat kembalian ekonomi di masa yang akan datang maka cara lain untuk menguji signifikansi ROI sebagai pengukur *economic return* adalah dengan menguji seberapa besar rasio tobin's q sekarang (*current Tobin's Q*) dapat menjelaskan ROI masa depan (Landsman & Shapiro, 1995). Pengujian dilakukan dengan persamaan sebagai berikut:

$$ROI_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ROI_{it} + \alpha_2 Q_{it} + \varepsilon_{it}$$

ROI sekarang dalam persamaan di atas merupakan variable penjelas untuk menentukan daya penjelas inkremental (*incremental explanatory power*) rasio Tobin's Q. Jika ROI memberikan informasi yang berarti mengenai tingkat kembalian ekonomi maka seharusnya rasio Tobin's q merupakan variable penjelas yang signifikan bagi ROI masa depan.

## **ANALISIS DATA**

### **Statistik Deskriptif**

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data *poled cross sectional* yang terdiri dari 44 perusahaan pada perioda waktu tahun 1994-1996. Dari data sejumlah 132 observasi terdapat beberapa rasio yang bernilai negatif. Mengingat rasio yang bernilai negatif tidak mempunyai makna maka observasi yang bernilai negatif tidak digunakan dalam analisis. Berikut ini disajikan statistik deskriptif untuk rasio Tobin's q, ROI dan contribution to sales ratio. Menurut Lee dan Tompkins (1999), jika nilai q lebih besar dari satu, maka dapat disimpulkan bahwa pasar mengakui nilai aktiva perusahaan saat itu lebih tinggi daripada nilai penggantian. Dari table 4.1 diketahui bahwa rata-rata rasio tobins'q sebesar 1.001358 atau lebih dari 1, yang berarti bahwa pasar mengakui nilai pasar aktiva perusahaan pada saat itu lebih tinggi dari nilai penggantian.

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif

	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviasi
Return on investment	0.0011	0.2051	0.06828	0.0487336
Contribution to sales ratio	0.0821	0.5856	0.293808	0.111482
Tobin's q	0.0161	6.4679	1.001358	1.017437

### Hasil Uji Kualitas Data

Penelitian ini menggunakan model regresi berganda yang dibentuk dengan metode kuadrat terkecil (*Ordinary Least Squares* atau OLS). Untuk mendapatkan Best Linear Unbiased Estimator (BLUE), model regresi berganda didasarkan pada asumsi homoskedastisitas (*equal variance*), tidak ada autokorelasi (independensi residual), dan tidak ada multikolinieritas (tidak ada hubungan sempurna antar variabel independen). Selain itu, uji statistik parametric berupa regresi berganda dapat digunakan apabila data berdistribusi normal.

Hasil uji normalitas menunjukkan bahwa nilai statistik uji Kolmogorov-Smirnov untuk variable ROI, C/S Ratio dan Tobin's Q masing-masing sebesar 0.142, 0.093, dan 0.265 dan signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hasil tersebut menunjukkan bahwa data berdistribusi tidak normal. Setelah dilakukan transformasi data, trimming dan winsorizing, dua variabel yaitu ROI dapat dinormalkan, namun data Tobin's Q tetap berdistribusi tidak normal. Karena data data berdistribusi tidak normal maka penelitian ini tidak dapat menggunakan model regresi berganda melainkan harus menggunakan uji statistik non parametric yaitu uji korelasi spearman Rho.

Hasil uji asumsi Non Multikolinierity menunjukkan bahwa tidak terdapat multikolinieritas karena nilai VIF (Variance Inflation Factors) untuk kedua variable independen lebih kecil dari 10. Hasil uji asumsi non autokorelasi menunjukkan bahwa nilai DW sebesar 1,359 mengindikasikan ada autokorelasi positif sehingga asumsi non autokorelasi tidak terpenuhi. Sedangkan hasil scatterplot menunjukkan bahwa residual tidak tersebar secara acak mengindikasikan asumsi homoskedastisitas tidak terpenuhi. Dengan tidak terpenuhinya asumsi regresi linier maka penggunaan model regresi linier akan menghasilkan model estimasi yang tidak valid.

### Hasil Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji statistik non parametric korelasi Spearman's Rho. Hasil pengujian hipotesis dapat dilihat di table 4.2 sebagai berikut:

**Tabel 4.2 Hasil Pengujian Hipotesis**

**Correlations**

			return on investment	contribution to sales ratio	Tobin's Q
Spearman's rho	return on investment	Correlation Coef .	1.000	.589**	.421**
		Sig. (2-tailed)	.	.000	.000
		N	121	121	121
	contribution to sales ratio	Correlation Coef .	.589**	1.000	.298**
		Sig. (2-tailed)	.000	.	.001
		N	121	121	121
	Tobin's Q	Correlation Coef .	.421**	.298**	1.000
		Sig. (2-tailed)	.000	.001	.
		N	121	121	121

\*\* . Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

Dari table 4.2 dapat dilihat bahwa terdapat korelasi positif dan signifikan antara rasio ROI dan C/S ratio dengan rasio Tobin's Q, masing-masing sebesar 0.421 dan 0.298 (signifikan pada alpha 1%). Hasil tersebut dapat mendukung hipotesis penelitian bahwa rasio ROI dan C/S ratio secara statistis signifikan berhubungan positif dengan rasio Tobin's Q. Korelasi yang positif dan signifikan antara ROI sebagai pengukur tingkat kembalikan akuntansi (*accounting rate of return*) dan Tobin's Q sebagai pengukur tingkat kembalikan ekonomi (*economic return*) mengindikasikan bahwa validitas ROI sebagai pengukur kinerja perusahaan dapat didukung. ROI sebagai pengukur kinerja akuntansi cukup bermanfaat bagi investor untuk menilai kinerja ekonomi suatu perusahaan.

***Hasil Uji Sensitivitas***

Uji sensitivitas sebenarnya didasarkan pada proposisi bahwa jika ROI memberikan informasi yang berarti mengenai tingkat kembalikan ekonomi maka seharusnya rasio Tobin's q merupakan variable penjelas yang signifikan bagi ROI masa depan. Pengujian sensitivitas dilakukan dengan menguji seberapa besar rasio tobin's q sekarang (*current Tobin's Q*) dapat menjelaskan ROI masa depan (Landsman & Shapiro, 1995). Karena data berdistribusi tidak normal maka uji sensitivitas juga tidak dapat dilakukan dengan model regresi sehingga daya penjelas inkremental (*incremental explanatory power*) rasio Tobin's Q atas ROI tidak dapat diketahui. Dengan uji non parametric korelasi Spearman's Rho, uji sensitivitas dilakukan dengan mengkorelasikan Tobin's q sekarang dengan ROI masa depan. Hasil uji sensitivitas dapat dilihat di Tabel 4.3.

**Tabel 4.3 Hasil Uji Sensitivitas**

**Correlations**

			ROI tahun 94/95	ROI tahun 95/96	CPQ tahun 94/95
Spearman's rho	ROI tahun 94/95	Correlation Coef .	1.000	.708**	.349**
		Sig. (2-tailed)	.	.000	.002
		N	80	80	80
	ROI tahun 95/96	Correlation Coef .	.708**	1.000	.411**
		Sig. (2-tailed)	.000	.	.000
		N	80	80	80
	CPQ tahun 94/95	Correlation Coef .	.349**	.411**	1.000
		Sig. (2-tailed)	.002	.000	.
		N	80	80	80

\*\* . Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

Dari Tabel 4.3 dapat dilihat bahwa terdapat korelasi positif dan signifikan antara Tobin's Q sekarang (Tobin's Q tahun 1994/1995) dan ROI masa depan (ROI tahun 1995/1996), dengan koefisien korelasi sebesar 0.411 (signifikan pada alpha 1%). Hasil tersebut mengindikasikan bahwa ROI memberikan informasi yang berarti mengenai tingkat kembalian ekonomi sehingga memperkuat hasil pengujian hipotesis sebelumnya.

**Diskusi Temuan**

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa terdapat korelasi yang positif dan signifikan antara rasio ROI sebagai pengukur tingkat kembalian akuntansi dan contribution to sales ratio sebagai pengukur struktur biaya dengan rasio Tobin's Q sebagai pengukur tingkat kembalian ekonomi. Penelitian ini dapat mengkonfirmasi temuan Jacobson (1987) maupun Landsman dan Shapiro (1995). Hasil ini memberikan bukti empiris bahwa ROI sebagai pengukur kinerja akuntansi cukup bermanfaat bagi investor karena ternyata juga mencerminkan kinerja ekonomi atau kinerja pasar. Dengan kata lain, penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa data akuntansi mengandung informasi yang secara ekonomi bermanfaat bagi investor.

Penelitian ini juga memberikan bukti empiris tentang hubungan positif antara struktur biaya dengan *economic rents* yang diukur dengan Tobin's Q. Penelitian ini dapat mengkonfirmasi penelitian Ahmed (1994) yang meneliti hubungan struktur biaya dan *economic rents* yang diukur dengan ERC.

**SIMPULAN & SARAN**

**Simpulan**

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris adalah apakah tingkat kembalian akuntansi (*accounting return on investment* atau ROI)

berhubungan dengan tingkat kembalian ekonomi (*economic rate of return*) atau *economic rents*. Proposisi yang diajukan adalah jika tingkat kembalian akuntansi berkorelasi positif dan signifikan dengan tingkat kembalian ekonomi maka validitas ROI sebagai pengukur kinerja dapat didukung. Hal tersebut juga mengindikasikan bahwa informasi akuntansi memiliki manfaat ekonomi bagi investor untuk menilai kinerja perusahaan. Pengujian hipotesis dilakukan dengan mengkorelasikan ROI sebagai pengukur tingkat kembalian akuntansi dan Tobin's q sebagai pengukur tingkat kembalian ekonomi. Penelitian ini juga memasukkan variable tambahan berupa struktur biaya yang diproksi dengan *contribution to sales ratio*.

Penelitian ini dilakukan dengan sample 44 perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Jakarta, dan menerbitkan laporan keuangan periode tahun 1994-1996. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif dan signifikan antara ROI dan *contribution to sales ratio* dengan Tobin's Q. Hasil tersebut mendukung proposisi penelitian bahwa tingkat kembalian akuntansi berhubungan dengan tingkat kembalian ekonomi.

Uji sensitivitas dilakukan dengan mengkorelasikan Tobin's q sekarang dengan ROI masa depan. Hasil uji sensitivitas juga secara konsisten mendukung hasil pengujian sebelumnya bahwa terdapat korelasi positif antara Tobin's q sekarang dan ROI masa depan. Namun demikian, hasil uji sensitivitas tidak dapat mengetahui daya penjelas inkremental (*incremental explanatory power*) rasio Tobin's Q atas ROI, mengingat uji sensitivitas tidak dilakukan dengan model regresi.

Secara keseluruhan, penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa tingkat kembalian akuntansi (*accounting return on investment* atau ROI) berhubungan dengan tingkat kembalian ekonomi (*economic rate of return*) atau *economic rents*, meski dengan koefisien korelasi yang rendah (di bawah 0.5). Penelitian ini dapat mengkonfirmasi penelitian Jacobson (1987) dan Landsman dan Shapiro (1995).

### **Keterbatasan Penelitian**

Uji hipotesis maupun uji sensitivitas yang seharusnya dilakukan dengan model regresi tidak dapat dilakukan karena data berdistribusi tidak normal. Uji sensitivitas seharusnya dilakukan dengan model regresi untuk melihat menguji seberapa besar rasio tobin's q sekarang (*current Tobin's Q*) dapat menjelaskan ROI masa depan. Oleh karena pengujian dilakukan dengan uji non parametric korelasi Spearman's Rho, maka seberapa besar daya penjelas inkremental (*incremental explanatory power*) rasio Tobin's Q atas ROI tidak dapat diketahui.

### **Implikasi**

Berdasarkan keterbatasan penelitian ini maka saran bagi penelitian berikutnya adalah dengan memperbanyak jumlah sampel dengan menambah jumlah perusahaan yang masuk dalam sampel dan atau memperpanjang periode

penelitian. Semakin besar jumlah sampel diharapkan data berdistribusi normal, dan walaupun data tidak berdistribusi normal, peneliti lebih leluasa melakukan upaya untuk menormalkan data (*winzorising* dan *trimming*) sehingga dapat menggunakan metoda regresi untuk melihat kekuatan pengaruh tobin's q sekarang (*current Tobin's Q*) dalam menjelaskan ROI masa depan.

#### **DAFTAR PUSTAKA**

- Ahmed, Anwer S., 1994, "Accounting Earnings and Future Economic Rents", *Journal of Accounting and Economics*, Vol 17, hal: 377-400.
- Lee, Darrell E., and J.G. Tompkins, 1999, "A Modified Version of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobin's Q", *Financial Management*, Vol. 28 No. 1 (Spring), hal 20-31.
- Llyoid, W.P. and J.S. Jahera, 1994, "Firm-Diversification Effects on Performance as Measured by Tobin's Q", *Managerial and Decision Economics*, (May/June), hal: 259 -266
- McConnell, J.J. and H. Servaes, 1990, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, December, hal 595-612
- Smirlock, M., T. Gilligan, and W. Marshall, 1984, "Tobin's Q and the Structure - Performance Relationship", *The American Economic Review*, Vol. 74 December, hal: 1051-1060
- Stevens, Jerry L., 1990, Tobin's q and Structure-Performance Relationship: Comment", *The American Economic Review*, Vol. 80 No.3, hal: 619-623