

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang penilaian kinerja keuangan dengan menggunakan EVA dan MVA pernah dilakukan oleh Mirna Yustya Winata Mahasiswa Universitas Brawijaya terhadap PT. Kalbe Farma Tbk, pada periode 2001-2005. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara umum kinerja keuangan PT. Kalbe Farma Tbk, tergolong baik dan memenuhi standar rata-rata industri. Nilai EVA pada periode 2001-2005 menunjukkan nilai yang positif kecuali pada periode 2004 yang bernilai negatif.

Konsep EVA juga pernah digunakan oleh Satria Dananjaya Mahasiswa Universitas Merdeka Malang untuk hal yang sama pada PT. Telekomunikasi (Telkom) dan PT. Indosat dengan periode penelitian pada tahun 2002-2006. Berdasarkan hasil penelitian dengan penerapan konsep EVA untuk menilai kinerja keuangan perusahaan PT. Telekomunikasi (Telkom) selama tahun 2002 sampai dengan 2006 mempunyai EVA yang positif, yang artinya telah terjadi penambahan nilai ekonomis didalam perusahaan, Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai (*create value*) bagi pemilik modal dan menandakan kinerja keuangan perusahaan telah berjalan dengan baik, sedangkan untuk PT. Indosat pada tahun 2004 dan tahun 2006 mempunyai nilai EVA yang negatif, artinya dalam perusahaan tidak terjadi nilai tambah ekonomis karena laba yang tersedia tidak dapat memenuhi harapan penyedia dana terutama pemegang saham dan hal ini menunjukkan kinerja keuangan perusahaan belum

berjalan dengan baik. Namun pada tahun 2002, 2003 dan 2005 PT. Indosat memiliki nilai EVA yang positif, yang artinya telah terjadi penambahan nilai ekonomis kedalam perusahaan, Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai (*create value*) bagi pemilik modal dan menandakan kinerja keuangan perusahaan yang baik.

Penelitian yang menilai kinerja keuangan dengan EVA dan MVA juga pernah dilakukan oleh Ratna Wijayati, Mahasiswa Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya dengan judul “Penerapan EVA dan MVA untuk mengukur kinerja keuangan pada PT. Bank Permata Tbk”. Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui pengaruh merger terhadap kinerja keuangan dengan alat analisis EVA dan MVA. Hasil penelitian menunjukkan adanya peningkatan yang signifikan terhadap kinerja keuangan yang berarti bahwa perusahaan berhasil mewujudkan tujuannya dalam bermerger.

2.2. KAJIAN PUSTAKA

2.2.1. Laporan Keuangan

Laporan keuangan menggambarkan kondisi keuangan dan hasil usaha perusahaan pada saat tertentu atau jangka waktu tertentu. Laporan keuangan merupakan media yang paling penting untuk menilai prestasi dan kondisi ekonomis suatu perusahaan.

Jenis Laporan keuangan

Secara umum ada tiga bentuk laporan keuangan yang pokok yang dihasilkan oleh suatu perusahaan:

1. Neraca

Digunakan untuk menggambarkan kondisi keuangan perusahaan. Neraca bisa digambarkan sebagai potret kondisi keuangan suatu perusahaan pada waktu tertentu (*snapshot* keuangan perusahaan), yang meliputi aset perusahaan dan klaim atas aset tersebut (meliputi hutang dan saham sendiri). Aset perusahaan menunjukkan keputusan penggunaan dana atau keputusan investasi pada masa lalu, sedangkan klaim perusahaan menunjukkan sebab dana tersebut dari keputusan pendanaan pada masa lalu.

2. Laporan Laba Rugi

Laporan laba rugi merupakan laporan prestasi perusahaan selama jangka waktu tertentu. Tujuan pokok dari laporan rugi laba adalah melaporkan kemampuan perusahaan yang sebenarnya untuk memperoleh untung.

3. Laporan Arus Kas

Laporan ini disebut juga sebagai laporan perubahan posisi keuangan. Laporan ini menyajikan informasi aliran kas masuk atau keluar bersih pada suatu periode, hasil dari tiga kegiatan pokok perusahaan yaitu operasi, investasi, dan pendanaan. Aliran kas diperlukan untuk mengetahui kemampuan perusahaan yang sebenarnya dalam memenuhi kewajiban-kewajibannya.

2.2.2. Analisis Laporan keuangan

Untuk dapat memperoleh gambaran tentang perkembangan keuangan perusahaan kita perlu mengadakan analisis terhadap laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan. Adapun pengertian analisis laporan keuangan menurut Munawir (2002 : 2) adalah : ” hasil dari proses akuntansi yang dapat digunakan sebagai alat untuk berkomunikasi antara data keuangan atau aktivitas perusahaan

dengan pihak-pihak yang berkepentingan dengan data atau aktivitas perusahaan tersebut”.

Dari pernyataan tersebut di atas dapat disimpulkan bahwa analisis laporan keuangan dapat digunakan sebagai alat untuk membantu pengambilan keputusan dan analisis laporan keuangan ini sebagai informasi untuk mengetahui posisi keuangan, dengan cara mempelajari hubungan dari data atau faktor-faktor keuangan serta kecenderungan yang terdapat dalam suatu laporan keuangan, maka dari hasil analisis laporan keuangan dapat diketahui keadaan dan perkembangan keuangan suatu perusahaan serta dapat diketahui hasil-hasil yang telah dicapai di waktu-waktu yang lalu dan waktu yang sedang berjalan, sehingga kelemahan-kelemahan dan hasil-hasil yang telah dicapai oleh perusahaan dapat diketahui.

2.2.3. Struktur Modal

A. Pengertian Struktur Modal

Menurut Baker (1997 : 33) pengertian struktur modal adalah : *“Capital structure is the mix of various types of debt, and equity capital used by firm”*.

Artinya struktur modal adalah perpaduan dari berbagai jenis hutang dan modal yang digunakan oleh perusahaan dalam operasinya. Pada umumnya, sumber modal mempunyai sifat yang permanen. Perubahan dalam struktur modal akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan biaya modalnya. Berdasarkan pada hal tersebut, maka perusahaan hendaknya berusaha mencapai struktur modal yang optimal agar dapat memaksimalkan nilai pasar total perusahaan.

Sedangkan menurut Sartono (1999 : 225) struktur modal adalah : *“Struktur modal adalah merupakan perimbangan jumlah utang jangka pendek*

yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa”.

Dari kedua pendapat tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa struktur modal adalah sumber dana perusahaan yang digunakan perusahaan dalam kegiatan operasionalnya, yang terdiri dari hutang jangka panjang dan modal pemegang saham. Dua komponen tersebut merupakan bagian utama dalam struktur modal.

B. Teori-teori Struktur Modal

Teori yang berhubungan dengan struktur modal menurut **Suad Husnan (1996 : 302-307)** adalah :

a. Pendekatan Tradisional

Teori tradisional menyatakan bahwa perusahaan dapat menekan biaya modal rata-rata tertimbangnya dengan meningkatkan nilai perusahaan melalui penggunaan leverage keuangan yang baik. Teori tradisional menimbulkan pemahaman bagi kita bahwa trade off antara hutang yang lebih rendah dan harga saham yang lebih tinggi. Hal ini menuntun kita pada struktur modal yang optimal, sehingga biaya modal dan nilai total perusahaan dipengaruhi oleh struktur modalnya.

b. Pendekatan Modigliani dan Miller

Pendekatan Modigliani dan Miller menyatakan bahwa ketidakberadaan dan ketidak sempurnaan pasar menyebabkan tidak adanya pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dan biaya modal rata-rata tertimbang, karena besarnya biaya modal rata-rata tertimbang dan nilai perusahaan ini akan dipengaruhi oleh sekuritas yang dikeluarkan.

Berdasarkan hal ini, maka tidak ada struktur modal yang optimal, karena semua kan sama akibatnya.

c. Pendekatan Kontemporer

Pendekatan kontemporer mengatakan bahwa modal yang optimal bagi perusahaan. Hal ini diidentifikasi dengan adanya beberapa faktor yang menuntun kita pada struktur modal yang optimal yaitu :

1) Pajak *Income* Perusahaan

Penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan akan meningkatkan jumlah dana yang tersedia untuk pembayaran kepada *share holder* dan *bond holder*, karena bunga atas hutang merupakan factor yang dikenai pajak.

2) Pajak *Personal*

Pajak atas *income* perusahaan bukan satu-satunya unsur yang harus dipertimbangkan dalam penentuan bauran pembiayaan, karena pemegang saham dan obligasi juga harus membayar pajak atas pengembalian yang mereka peroleh dari perusahaan. Keuntungan pajak dan leverage akan dikurangi oleh pajak pribadi, yang harus dibayar oleh *share holder* dan *bond holder*.

3) Keuangan dalam Keadaan Sulit dan Biaya-biaya Terkait

Adanya penggunaan hutang akan mengakibatkan adanya biaya dan manfaat. Biaya ini meliputi adanya biaya-biaya keuangan dalam keadaan sulit dan biaya-biaya terkait. Keuangan dalam keadaan sulit meliputi masalah yang sangat luas, mulai dari kekurangan sekuritas yang sangat kecil sampai terjadinya kepailitans edangkan biaya

perusahaan yang menyebabkan nilai perusahaan menurun adalah meningkatkan hutang, meliputi pengaruh leverage yang tinggi dan neraca yang lemah terhadap *Earning Before Interest dan tax (EBIT)*, yang diharapkan pada masa yang akan datang.

Dari penjelasan teori menurut Suad Husnan di atas terdapat tiga pendekatan dalam teori-teori struktur modal yaitu pendekatan tradisional, pendekatan Modigliani & Miller dan pendekatan Kontemporer. Didalam pendekatan kontemporer terdapat beberapa faktor yang menuntun kita pada struktur modal *optimal* yaitu pajak *income* perusahaan, pajak *personal* dan keuangan dalam keadaan sulit dan biaya-biaya terkait.

C. Kebijakan Struktur Modal

Secara teoritis, penentuan struktur modal yang *optimal* dapat diperoleh. Tetapi pihak manajemen keuangan tidak dapat menentukan secara tepat berapa besarnya *prosentase* hutang yang digunakan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Sehingga keputusan akhir yang diambil sedikit mengandung unsur subyektifitas dan pengambilan keputusan, dengan berdasarkan pada informasi yang tepat, tersedia yang diperlukan.

Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal menurut **H. Baker** yang diterjemahkan oleh **Suryabrata (1995 : 335)** ialah :

a. *Cash Flow* (aliran kas)

Penambahan hutang atau saham preferen akan meningkatkan beban dalam arus kas, sebaliknya penjualan saham biasa memperbaiki arus kas perusahaan.

b. *Market Condition* (kondisi pasar)

Kondisi pasar bisa mempengaruhi penentuan dan daya tarik dari berbagai sumber pembiayaan yang berbeda. Pada saat harga saham perusahaan rendah, penggunaan hutang lebih menarik daripada pembiayaan melalui saham biasa, dan pada saat harga saham perusahaan naik, penjualan saham biasa akan lebih menarik.

c. *Profitability and Stability* (laba dan kestabilan perusahaan)

Semakin tinggi laba dan stabilitas perusahaan, maka akan didapat struktur modal dengan *leverage* yang tinggi dan relatif lebih aman daripada perusahaan yang profit dan stabilitasnya kurang.

d. *Control* (kontrol)

Manajemen yang memikirkan *control*, akan lebih memilih menerbitkan obligasi daripada saham biasa, karena obligasi tidak mengurangi kepemilikan.

e. *Management Preference* (perilaku manajemen)

Para manajer mempunyai perilaku yang berbeda dalam memandang resiko dan kepemilikan struktur modal. Sebagai contoh, manajer konservatif akan menempatkan pembatas internal dalam penggunaan hutang untuk membatasi resiko bisnisnya.

f. *Financial Flexibility* (fleksibilitas keuangan)

Keputusan pembiayaan sekarang dipengaruhi oleh keinginan perusahaan di masa yang akan datang. Sebagai contoh penggunaan hutang pada saat ini akan menghalangi penggunaan hutang dimasa yang akan datang.

g. *Business Risk* (resiko bisnis)

Semakin besar resiko bisnis dan resiko operasi perusahaan, semakin kecil hutang yang seharusnya digunakan oleh perusahaan.

Struktur modal merupakan perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri, sehingga komposisi dan faktor-faktor yang mempengaruhi harus diperhatikan perubahan dalam struktur modal akan mempengaruhi nilai perusahaan.

2.2.4. Konsep Biaya Modal (*Cost of Capital*)

A. Pengertian dan Tinjauan Umum Biaya Modal (*Cost of Capital*)

Pengertian biaya modal menurut **Van Horne dan Wachowicz (1992 : 432)** adalah : "*Cost of capital is the require rate of return on the various types of financing*". Definisi tersebut mengidentifikasi bahwa biaya modal merupakan tingkat pengembalian yang harus dicapai oleh perusahaan agar dapat menutup beban finansial atas penggunaan sumber dana jangka panjang.

Konsep *Cost of Capital* (COC) merupakan konsep yang sangat penting dalam kegiatan operasi perusahaan karena menyangkut 3 (tiga) hal *Pertama*, berkenaan dengan keputusan penganggaran modal yang membutuhkan perkiraan biaya modal untuk penganggaran yang tepat. *Kedua* berkenaan dengan struktur keuangan perusahaan yang mempengaruhi tingkat resiko dan besarnya arus pendapatan sehingga mempengaruhi pula penetapan biaya modal. Dan *ketiga*, berkenaan dengan keputusan-keputusan lain yang memerlukan perkiraan biaya modal misal, *leasing*, pendanaan kembali

obligasi, kebijakan modal kerja dan lain-lain (**Weston dan Brigham 1991 : 218**).

Dipandang dari sudut pembelanjaan perusahaan, konsep *cost of capital* dimaksudkan untuk dapat menentukan besarnya biaya riil dari penggunaan modal dari masing-masing sumber dana.

Penilaian biaya modal ini harus dilakukan dengan cepat dan teliti, karena penilaian perusahaan sangat peka terhadap penggunaan biaya modal ini, kalkulasi biaya modal dihitung dari cara pembiayaan yang digunakan yaitu pada pos-pos yang terdapat disisi kanan neraca, misal hutang, saham preferen dan saham biasa.

Menurut **Riyanto (1995 : 245)** bahwa : “Besarnya biaya modal menentukan besarnya biaya secara riil harus ditanggung oleh perusahaan untuk memperoleh dana dari suatu sumber”. Apabila hal ini dikaitkan dengan perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang, maka peran dari pemilihan struktur modal juga akan mempengaruhi besarnya biaya modal, karena biaya modal rata-rata tertimbang dihitung dari biaya komponen modal dikalikan dengan komposisi masing-masing komponen. Menurut **Martin dan Keown (1995 : 299)** bahwa : “Daya beli masyarakat terhadap suatu jenis investasi akan dipengaruhi biaya modal”. Daya beli ini dipengaruhi oleh keadaan ekonomi makro yang sedang terjadi, jika keadaan ekonomi masyarakat baik, maka daya beli akan naik, sehingga tingkat pengembalian akan turun dan akan menekan tingkat biaya.

B. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Biaya Modal

Biaya modal dipengaruhi oleh beberapa faktor, yang diantaranya berada diluar kendali perusahaan, tetapi yang lainnya dipengaruhi oleh kebijakan pembiayaan dan investasi perusahaan tersebut. Menurut **Brigham dan Houston** yang diterjemahkan oleh **Wibowo (1995 : 299-301)** faktor-faktor yang mempengaruhi biaya modal adalah sebagai berikut :

- a. Faktor-faktor yang tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan. Dua faktor terpenting yang berada diluar kendali perusahaan adalah tingkat suku bunga dan tarif pajak.
 - 1) Tingkat suku bunga. Jika suku bunga dalam perekonomian meningkat maka biaya utang juga akan meningkat karena perusahaan harus membayar pemegang obligasi dengan suku bunga yang lebih tinggi untuk memperoleh modal utang. Didalam *CAPM* dimana suku bunga yang lebih tinggi juga meningkatkan biaya modal ekuitas saham biasa dan preferen.
 - 2) Tarif pajak. Tarif pajak yang berada jauh diluar kendali perusahaan (walaupun perusahaan telah melakukan lobi untuk mendapatkan perlakuan pajak yang lebih lunak), memiliki pengaruh penting terhadap biaya modal. Tarif pajak digunakan dalam perhitungan biaya utang yang digunakan dalam *WACC* dan terdapat cara-cara lainnya yang urang nyat dimana kebijakan pajak mempengaruhi biaya modal.

b. Faktor-faktor yang dapat dikendalikan perusahaan.

Sebuah perusahaan dapat mempengaruhi biaya modalnya melalui kebijakan struktur modal, kebijakan deviden dan kebijakan investasi (penganggaran modal).

- 1) Kebijakan struktur modal sampai sekarang kita telah mengasumsikan bahwa perusahaan memiliki target struktur modal tertentu, dan kita menggunakan bobot yang didasarkan atas target struktur modal tersebut untuk menghitung *WACC*. Walaupun demikian, jelaslah bahwa perusahaan dapat merubah struktur modalnya dan perubahan semacam itu dapat mempengaruhi biaya modal. Biaya utang setelah pajak adalah lebih kecil daripada biaya ekuitas. Karenanya, jika perusahaan untuk menggunakan lebih banyak utang dan lebih sedikit ekuitas saham biasa, maka perubahan bobot dalam persamaan *WACC* cenderung membuat *WACC* lebih rendah. Akan tetapi, kenaikan penggunaan utang akan meningkatkan resiko baik utang maupun ekuitas.
- 2) Kebijakan deviden. Laba ditahan merupakan laba yang belum dibayarkan sebagai deviden, karena untuk setiap tingkat laba tertentu, semakin tinggi rasio pembayaran deviden semakin rendah jumlah laba ditahan.
- 3) Kebijakan investasi. Ketika mengestimasi biaya modal, kita menggunakan tingkat pengembalian yang diperlukan atas saham dan obligasi perusahaan yang beredar sebagai titik awal. Tingkat biaya tersebut mencerminkan resiko aktiva yang dimiliki perusahaan

karenanya, kita telah secara implisit mengasumsikan bahwa modal baru akan diinvestasikan dalam aktiva sejenis dan dengan tingkat resiko yang sama seperti yang dikenakan pada aktiva awal. Sumsi-asumsi ini biasanya tepat, dimana kebanyakan perusahaan menginvestasikan dalam aktiva serupa dengan yang dioperasikan saat ini, tetapi akan menjadi salah jika perusahaan secara dramatis mengubah kebijakan investasinya.

Dari pengertian diatas dapat diartikan bahwa biaya modal dipengaruhi oleh dua faktor. Pertama, faktor-faktor yang tidak dapat dikendalikan perusahaan yaitu tingkat suku bunga dan tarif pajak. Kedua, faktor-faktor yang dapat dikendalikan perusahaan yaitu kebijakan struktur modal, kebijakan deviden dan kebijakan investasi.

C. Komponen Biaya Modal

Biaya modal merupakan konsep yang dapat menentukan besarnya biaya yang secara riil harus ditanggung oleh perusahaan, sebagai akibat penggunaan dananya. Komponen biaya modal terdiri dari lima seperti yang diungkapkan oleh **Sartono (1999 : 242)** adalah :

a. Biaya modal hutang (*Cost of Debt*)

Yaitu menunjukkan seberapa besar biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan, sebagai akibat penggunaan dana dan berasal dari pinjaman oleh perusahaan.

b. Biaya modal saham preferen (*Cost of Preferred Stock*)

Biaya modal saham preferen merupakan gabungan dari saham biasa dan utang (obligasi). Saham preferen ini membebani kewajiban

perusahaan untuk melakukan pembayaran kepada pemegangnya secara periodik. Biaya komponen saham preferen yang digunakan untuk menghitung biaya modal tertimbang dapat dihitung dari deviden preferen (DP) dengan harga netto (Pn).

c. Biaya modal saham biasa (*Cost of Common Stock*)

Besarnya deviden saham biasa tidak ditentukan pada saat investor mengarahkan dana, akan tetapi bersifat tidak tentu (*uncertain*) tergantung kinerja perusahaan tersebut dimasa yang akan datang. Hal ini berbeda dengan modal hutang, karena sudah ada kepastian tingkat suku bunga yang disetujui. Untuk menaksir biaya modal saham biasa perlu pendekatan berdasarkan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham (*owners expectation*). Itulah sebabnya maka untuk menentukan biaya modal saham biasa harus didasarkan nilai pasar yang berlaku bukan nilai buku.

d. Biaya modal laba ditahan

Yaitu merupakan bagian pendapatan perusahaan yang tidak dibagikan sebagai deviden, tetapi ditahan oleh perusahaan dan diinvestasikan kembali untuk memperkuat permodalan perusahaan. Meskipun dana ini diperoleh dengan mudah, tetapi bukan berarti tidak ada dana yang harus dikeluarkan. Alasan perlu diperhitungkannya biaya modal untuk laba ditahan adalah karena prinsip *Opportunity Cost*, dalam hal ini sebanding dengan tingkat pemulihan yang akan diperoleh para pemegang saham seandainya bagian laba ini dibagikan secara deviden.

e. Biaya modal rata-rata

Merupakan gabungan tertimbang dari prosentase dana yang disediakan oleh masing-masing sumber dana, sehingga suatu biaya modal tertimbang dari perusahaan adalah komposisi dari biaya modal setiap sumber dana.

Dari pengertian tersebut dapat diartikan bahwa di dalam biaya modal terdapat lima komponen biaya modal yang semuanya merupakan biaya-biaya yang secara riil harus ditanggung oleh perusahaan, sebagai akibat dari penggunaan dananya.

2.2.5. Konsep EVA (*Economic Value Added*)

A. Pengertian dan Tinjauan Umum EVA

Konsep EVA merupakan suatu konsep penilaian kinerja keuangan perusahaan yang diperkenalkan pada tahun 1993 oleh **Stern Steward & Co.** sebuah konsultan manajemen keuangan di New York, USA. EVA mendapatkan perhatian yang begitu besar dari para pengamat dibidang keuangan, didalam konsep EVA membuat perusahaan lebih memfokuskan perhatian pada upaya penciptaan nilai perusahaan dan menilai kinerja keuangan perusahaan secara adil dalam artian bahwa dalam pengukuran laba, perusahaan dengan adil mempertimbangkan harapan penyedia dana dan derajat keadilan dinyatakan dengan model rata-rata tertimbang (*Weighted*) dari struktur modal yang ada (**Gatot Widayanto, 1994**).

Konsep EVA merupakan pendekatan baru dalam menilai kinerja perusahaan secara adil. Yang dimaksud "Adil" disini adalah konsep EVA

memperhatikan sepenuhnya penyedia dana dalam hal kepentingan, harapan dan derajat keadilan yang diukur dengan mempergunakan ukuran tertimbang (*Weighted*) dari struktur modal yang ada (**Gatot Widayanto, 1994 : 30**).

Menurut **Sartono (1999 : 48)**, EVA adalah “Suatu pengukuran dengan memperhitungkan secara tepat semua faktor-faktor yang berhubungan dengan penciptaan nilai (*value*)”.

Dengan demikian dapat dikatakan bahwa EVA merupakan suatu alat analisis finansial untuk menilai tingkat profitabilitas yang rasional dari operasi perusahaan, dan EVA mempergunakan biaya modal dalam perhitungannya. Selain itu EVA juga mempertimbangkan dengan adil harapan para penyedia dana, melalui perhitungan biaya modal tertimbang dari struktur modal perusahaan.

B. Keunggulan dan Kelemahan EVA (*Economic Value Added*)

Berdasarkan paparan diatas jelas terlihat, bahwa EVA terutama digunakan sebagai penilaian kinerja perusahaan dimana fokus penilaian kinerja adalah pada penciptaan nilai (*value creation*), yang merupakan salah satu kelebihan EVA. Menurut **Mirza (1997 : 228)** mengungkapkan kelebihan lain dari EVA adalah :

- a. EVA memfokuskan penilaian pada nilai tambah dengan memperhitungkan beban nilai modal sebagai konsekuensi investasi.
- b. Perhitungan EVA dapat dipergunakan secara mandiri tanpa memerlukan data pembanding seperti standar industri atau data perusahaan sebagai konsep penilaian dengan menggunakan analisis *ratio*:

- c. Konsep EVA adalah alat mengukur karyawan perusahaan yang melihat segi ekonomis dalam pengukurannya yaitu dengan memperhatikan harapan para penyandang dana secara adil, dimana derajat keadilan dinyatakan dengan ukuran tertimbang dari struktur modal yang ada dan pedoman pada nilai pasar dan bukan pada nilai buku.
- d. Konsep EVA dapat digunakan sebagai dasar penilai pemberian bonus pada karyawan terutama pada divisi yang memberikan EVA lebih, pada perusahaan yang mempunyai struktur terdiri dari beberapa divisi suatu *profit center*, sehingga dapat dikatakan bahwa EVA merupakan suatu tolak ukur yang tepat menjalankan *stakeholders satisfaction concepty* yaitu memperhatikan Karyawan, pelanggan, dan pemodal.
- e. Pengaplikasian EVA yang mudah menunjukkan bahwa konsep tersebut merupakan ukuran yang praktis, mudah dihitung dan mudah digunakan. Sehingga merupakan salah satu bahan pertimbangan dalam mempercepat pengambilan keputusan bisnis.
- f. Meskipun konsep EVA berorientasi pada kinerja operasional akan tetapi sangat berpengaruh untuk dipertimbangkan dalam penentuan arah strategi perkembangan portofolio perusahaan. Sebagai contoh bila suatu unit usaha selalu mempunyai EVA yang negatif, kemungkinan sudah saatnya perusahaan induk memutuskan untuk keluar dari bisnis tertentu.

Berdasarkan definisi tersebut dapat dikatakan bahwa EVA merupakan suatu metode penelitian yang secara akurat dan komprehensif mampu memberikan penilaian secara wajar atas kondisi suatu perusahaan.

Melihat berbagai kelebihan EVA, ternyata EVA juga mempunyai kelemahan-kelemahan yang diungkapkan **Mirza (1997 : 230)** sebagai berikut:

- a. EVA hanya mengukur hasil akhir (*result*), konsep ini tidak mengukur aktivitas-aktivitas penentu seperti loyalitas dan tingkat retensi konsumen.
- b. EVA terlalu tertumpu pada keyakinan bahwa investor sangat mengandalkan pendekatan fundamental dalam mengkaji dan mengambil keputusan untuk menjual atau membeli saham tertentu, padahal faktor-faktor lain terkadang lebih dominan.
- c. Konsep ini sangat tergantung pada transparansi internal dalam perhitungan EVA secara akurat.

Walaupun terdapat beberapa kelemahan, EVA tetap berguna untuk dijadikan acuan. Mengingat EVA memberikan pertimbangan atas harapan investor terhadap investasi mereka. Pengembalian dari suatu investasi baru akan berarti apabila besarnya pengembalian tersebut melebihi biaya modal yang dikeluarkan untuk mewujudkan investasi tersebut.

C. Manfaat EVA Sebagai Penilai Kinerja Keuangan Perusahaan

Beberapa manfaat yang dapat diperoleh dari EVA menurut **Utama (1997 : 14)** adalah :

- a. Penilaian kinerja dengan menggunakan pendekatan EVA menyebabkan perhatian manajemen sesuai dengan keputusan pemegang saham.
- b. Dengan EVA para manajer akan berpikir dan bertindak seperti halnya pemegang saham yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimalkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan.

- c. EVA membuat manajer memfokuskan perhatian pada kegiatan yang menciptakan nilai dan mengevaluasi kinerja berdasarkan kriteria memaksimalkan nilai perusahaan.
- d. EVA dapat digunakan untuk mengidentifikasi kegiatan atau praktek yang memberikan pengembalian yang lebih tinggi daripada biaya modal.
- e. EVA akan menyebabkan perusahaan untuk lebih memperhatikan kegiatan struktur modal.

Dengan demikian konsep EVA mampu mendorong manajer untuk memaksimalkan EVA jika ingin meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu sebagai pengukur kinerja keuangan perusahaan, EVA secara langsung menunjukkan seberapa besar perusahaan telah menciptakan nilai bagi pemilik modal. Hal ini juga berkaitan dengan kesadaran manajer bahwa tugasnya adalah memaksimalkan nilai perusahaan serta meningkatkan nilai pemegang saham dan bukannya untuk mencapai tujuan lain.

D. Penentuan Nilai *Economic Value Added* (EVA)

Roger Mills dan **carole Print** dari *Henley Management College* dalam artikelnya *Strategic Value Analysis* di jurnal *Management accounting* edisi februari 1995 menyebutkan bahwa EVA sama dengan “*after tax operating profit dikurangi the product of total capital dan the cost capital*”.

Sedangkan artikel yang lain dimajalah *Chief Executive* tahun 1996, *The Two faces of EVA* yang diungkapkan oleh **Francess Nuelle (1996 : 39)** menyebutkan :

In accounting term, EVA measures the economic profit after a charge for debt and equity capital is subtracted from after tax operating profit. The formula is :

$$EVA = \text{Net Operating Profit After Tax} - (\text{Total Invested Capital} \times \text{Weighted Average Cost of Capital}).$$

Artikel di majalah manajemen dan Usahawan, “EVA/Nitami : “Suatu terobosan Baru dalam Pengukuran Kinerja Perusahaan” menyebutkan secara ringkas EVA dapat dihitung sebagai berikut :

$$EVA = \text{Laba setelah pajak} - \text{biaya modal}.$$

Adapun langkah-langkah dalam menentukan atau menghitung EVA (*Economic Value Added*), adalah sebagai berikut :

1. Menentukan Biaya Modal Hutang (*Cost Of Debt*)

Tiga tahap yang dilakukan dalam menghitung *cost of debt*, adalah sebagai berikut :

a. Menentukan penerimaan bersih dari penjualan obligasi

Penerimaan atas obligasi yang diterbitkan seringkali tidak sesuai dengan nilai pokoknya. Hal ini karena adanya *flotation cost* atau biaya pendirian, yang akan mengurangi penerimaan obligasi yang terjual. Dengan demikian, maka penerimaan bersih obligasi adalah harga pasarnya dikurangi dengan *flotation cost*-nya.

b. Menghitung Biaya Hutang Sebelum Pajak

Rumus yang dapat digunakan untuk menghitung biaya hutang sebelum pajak, menurut **J. Fred Weston dan Eugene F. Brigham (1993 : 356)** adalah sebagai berikut:

$$NPd = I (PVIFA kd,n) + Pn (PVIF kd,n)$$

Keterangan :

NPd : *Net proceed* (pendapatan bersih) atas penjualan obligasi

I : Pembayaran bunga pertahun

Pn : Pembayaran kembali pokok pinjaman pada periode -

n

n : Lamanya periode jatuh tempo

PVIFA: *Present Value Interest Factor of an Annuity*

PVIF : *Present Value Interest factor of an Single Amount*

Kd : Biaya sebelum pajak atas penerbitan obligasi

c. Menghitung Biaya Hutang Setelah Pajak

Menurut pendapat **J. Fred Weston dan Eugene E. Brigham** yang diterjemahkan oleh **Jaka Warsana (1995 : 425)** bahwa : “Biaya komponen hutang adalah suku bunga hutang (k_D) dikalikan dengan $(1 - t)$, dimana t adalah tarif pajak perusahaan yang bersangkutan. Bila disajikan dalam bentuk rumus, adalah sebagai berikut:

$$\text{Biaya Modal hutang} = K_D (1 - t)$$

Keterangan :

K_D : biaya utang

t : tarif pajak

2. Menentukan Biaya Modal Saham (*Cost of Equity*)

Biaya modal saham dibagi menjadi dua, yaitu : Biaya modal saham preferen dan biaya modal saham biasa. Pendapat **J. Fred Weston dan Eugene F. Brigham**, yang diterjemahkan oleh **Jaka Warsana (1995:462)**

mangatakan bahwa : “Biaya komponen saham preferen yang digunakan untuk menghitung biaya modal tertimbang ialah deviden saham preferen (Dp) dibagi dengan harga emisi netto (Pn) dikalikan 100 %. Sedangkan biaya modal saham biasa dapat dihitung dengan tiga metode antara lain:

a. **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**

Rumus yang digunakan dalam model ini menurut **Weston** dan **Coppeland (1996 : 60)** adalah :

$$K_e = R_f + (R_m - R_f)\beta$$

Keterangan :

- K_e : biaya modal saham
- R_f : tingkat bunga investasi tanpa resiko
- R_m : tingkat pengembalian pasar
- : tingkat resiko saham

Nilai β (beta) dapat diperoleh dengan menggunakan pendekatan regresi, dengan rumus :

$$\beta = \frac{n \sum xy - \sum x \sum y}{n \sum x^2 - (\sum x)^2}$$

Keterangan :

- n : banyaknya periode pengamatan
- x : tingkat hasil pengembalian dari portofolio pasar (R_m)
- y : tingkat hasil pengembalian saham individual (R_i)

Sebelum menentukan nilai (beta), maka terlebih dahulu harus memperhitungkan tingkat hasil pengembalian dari portofolio pasar (R_m) dan tingkat hasil pengembalian saham individual (R_i).

Cara perhitungannya adalah sebagai berikut:

- 1) Menghitung suku bunga bebas resiko (R_f)

Tingkat suku bunga bebas resiko diambil dari suku bunga rata-rata Sertifikat Bank Indonesia (SBI) selama 12 bulan.

- 2) Tingkat Hasil Pengembalian dari Portofolio Pasar (R_m) Perhitungan ini didasarkan pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Menurut **Jogiyanto (2000 : 60)** rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan :

R_{mt} : tingkat hasil pengembalian dari portofolio pasar periode ke-t

$IHSG_t$: Indeks Harga Saham Gabungan periode ke-t

$IHSG_{t-1}$: Indeks Harga Saham Gabungan sebelum periode ke-t

- 3) Tingkat hasil pengembalian saham individual (R_i)

Perhitungan ini dilakukan dengan rumus menurut **Jogiyanto (2000 : 109)** :

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{i(t-1)}) + D_{it}}{P_{i(t-1)}}$$

Keterangan :

R_{it} : tingkat hasil pengembalian saham i pada Periode ke-t

P_{it} : harga saham i pada periode t

$P_{i(t-i)}$: harga saham i pada periode sebelum t

D_{it} : deviden pada periode ke-t

Setelah nilai β (beta), R_{mt} dan R_{it} diketahui, maka langkah selanjutnya adalah memasukkan nilai-nilai tersebut kedalam rumus *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* yang telah disebutkan di atas.

b. Hasil Operasi Ditambah Premi Resiko Modal

Yang dimaksud premi resiko adalah selisih antara pengembalian modal saham biasa yang diharapkan dengan pengembalian atas hutang jangka panjang. Model ini merupakan alat uji yang logis karena biaya modal saham biasa seharusnya lebih besar daripada biaya modal hutang.

c. Model Pertumbuhan Deviden

Model pertumbuhan deviden ini banyak digunakan baik untuk menilai harga saham biasa maupun untuk menghitung biaya modal saham. Dalam model ini, biaya modal saham biasa (k_e) dihitung dengan membagi antara tingkat pengembalian deviden yang diharapkan (D_i) dengan harga pasar saham (P_o), kemudian ditambahkan dengan tingkat pertumbuhan deviden (g), bila dinyatakan dalam rumus adalah sebagai berikut menurut **Gatot Widayanto (1994 : 47)** :

$$K_e = \frac{D_i}{P_o} + g$$

Keterangan :

K_e : biaya modal saham

- D_i : tingkat pengembalian deviden yang diharapkan
 P_0 : harga pasar saham
 g : tingkat pertumbuhan deviden

Dari ketiga metode tersebut, penulis memilih untuk menggunakan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* dalam menghitung biaya modal saham.

3. Menghitung Struktur Permodalan

Menurut **Sartono (1999 : 225)** “Struktur modal adalah merupakan perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa”. Struktur modal perusahaan dapat dihitung dengan rumus : 100 % Komposisi hutang, komposisi hutang ini diperoleh dengan cara membagi antara jumlah hutang jangka panjang dengan jumlah modal (hutang jangka panjang + modal saham) dikalikan 100 %.

4. Menghitung Biaya Modal Rata-rata Tertimbang

Rumus yang digunakan untuk menghitung biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital*) menurut **Widayanto (1994 : 40)** adalah :

$$WACC = Ke\left(\frac{E}{V}\right) + Kd\left(\frac{D}{V}\right)$$

Keterangan :

- WACC : biaya modal rata-rata tertimbang
 Ke : biaya modal saham
 E : modal
 V : jumlah modal saham dan modal hutang

Kd : biaya modal hutang
D : hutang

5. Menghitung *Economic Value Added (EVA)*

Nilai *Economic Value Added (EVA)* ini dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{EVA} = \text{laba operasi setelah pajak} - \text{biaya modal}$$

Laba operasi setelah pajak diperoleh dari laba sebelum pajak dan beban bunga dikurangi dengan beban pajak. Sedangkan **biaya modal** diperoleh dari *biaya modal rata-rata tertimbang (dalam %)* dikalikan dengan jumlah modal.

Untuk melihat apakah dalam perusahaan telah terjadi EVA atau tidak, dapat ditemukan dengan kriteria yang dikemukakan oleh **Widayanto (1994 : 30)** sebagai berikut:

- a. $\text{EVA} > 0$, telah terjadi nilai tambah ekonomi (NITAMI) dalam perusahaan, sehingga semakin besar EVA yang dihasilkan maka harapan para penyandang dana dapat terpenuhi dengan baik, yaitu mendapatkan pengembalian investasi yang sama atau lebih dari yang diinvestasikan dan kreditur mendapatkan bunga. Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai (*create value*) bagi pemilik modal sehingga menandakan bahwa kinerja keuangannya lebih baik.
- b. $\text{EVA} < 0$, menunjukkan tidak terjadi proses nilai tambah ekonomis (NITAMI) bagi perusahaan, karena laba yang tersedia tidak bisa memenuhi harapan para penandang dana terutama pemegang saham

yaitu tidak mendapatkan pengembalian yang setimpal dengan investasi yang ditanamkan dan kreditur tetap mendapatkan bunga. Sehingga dengan tidak ada nilai tambahnya mengidentifikasi kinerja keuangan perusahaan kurang baik.

- c. $EVA = 0$, menunjukkan posisi impas karena semua laba telah digunakan untuk membayar kewajiban kepada penyandang dana baik kreditur dan pemegang saham.

Oleh karena itu maka setiap perusahaan tentu menginginkan EVA naik, karena EVA adalah tolak ukur fundamental dari tingkat pengembalian modal (*return of capital*). Ada tiga cara untuk menaikkan NITAMI, menurut **Widayanto (1994 : 32)** adalah:

- a. Tingkatan Keuntungan (*profit*) tanpa menggunakan tambahan modal.
Cost Cutting sudah merupakan metode yang sangat populer dewasa ini kegiatan ini akan membawa ke kegiatan yang membabi buta dan tidak efektif dalam menaikkan NITAMI/ EVA.

- b. Kurangi Pemakaian Modal

Dalam praktik, metode ini seringkali paling efektif menaikkan NITAMI.

Perusahaan *Coke* menggunakan kemasan plastik untuk *concentrate-nya* daripada menggunakan kemasan logam.

- c. Lakukan investasi pada proyek-proyek dengan tingkat pengembalian tinggi. Yakinlah bahwa proyek-proyek tersebut bisa mendapatkan lebih hanya sekedar ongkos modal keseluruhan yang diperlukan.

2.2.6. Konsep *Market Value Added* (MVA)

Salah satu tolak ukur kinerja adalah nilai tambah pasar (*market value added*) yang merupakan perbedaan antara nilai pasar perusahaan (termasuk ekuitas dan hutang) dan modal yang di investasikan dalam perusahaan (Bigham and Ehrhardt, : 109). MVA dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{MVA} &= \text{Market Value of Stock} - \text{Equity capital supplied by Stockholders} \\ &= (\text{Share outstanding}) (\text{Stock price}) - \text{Total common equity} \end{aligned}$$

Adalah menjadi tujuan utama manajemen keuangan perusahaan yaitu dalam memaksimalkan kemakmuran bagi para pemegang sahamnya. Tujuan ini jelas bermanfaat bagi para pemegang saham biasa dan menjamin bahwa sumber daya yang terbatas dialokasikan secara efisien. Kemakmuran para pemegang saham dapat di maksimumkan dengan cara memaksimalkan perbedaan antara nilai pasar ekuitas dengan jumlah modal ekuitas yang dipasok oleh para investor kepada perusahaan.

Investor menyerahkan modal ke dalam perusahaan dengan harapan manajer akan menginvestasikannya dengan produktif. Nilai pasar mencerminkan keputusan pasar mengenai bagaimana manajer yang sukses telah menginvestasikan modal yang sudah di percayakan kepadanya kemudian mengubahnya menjadi lebih besar. Bilamana EVA merupakan indikator untuk mengukur kinerja / pertambahan nilai perusahaan secara internal, MVA merupakan alat ukur kinerja manajemen secara eksternal yang baik karena MVA

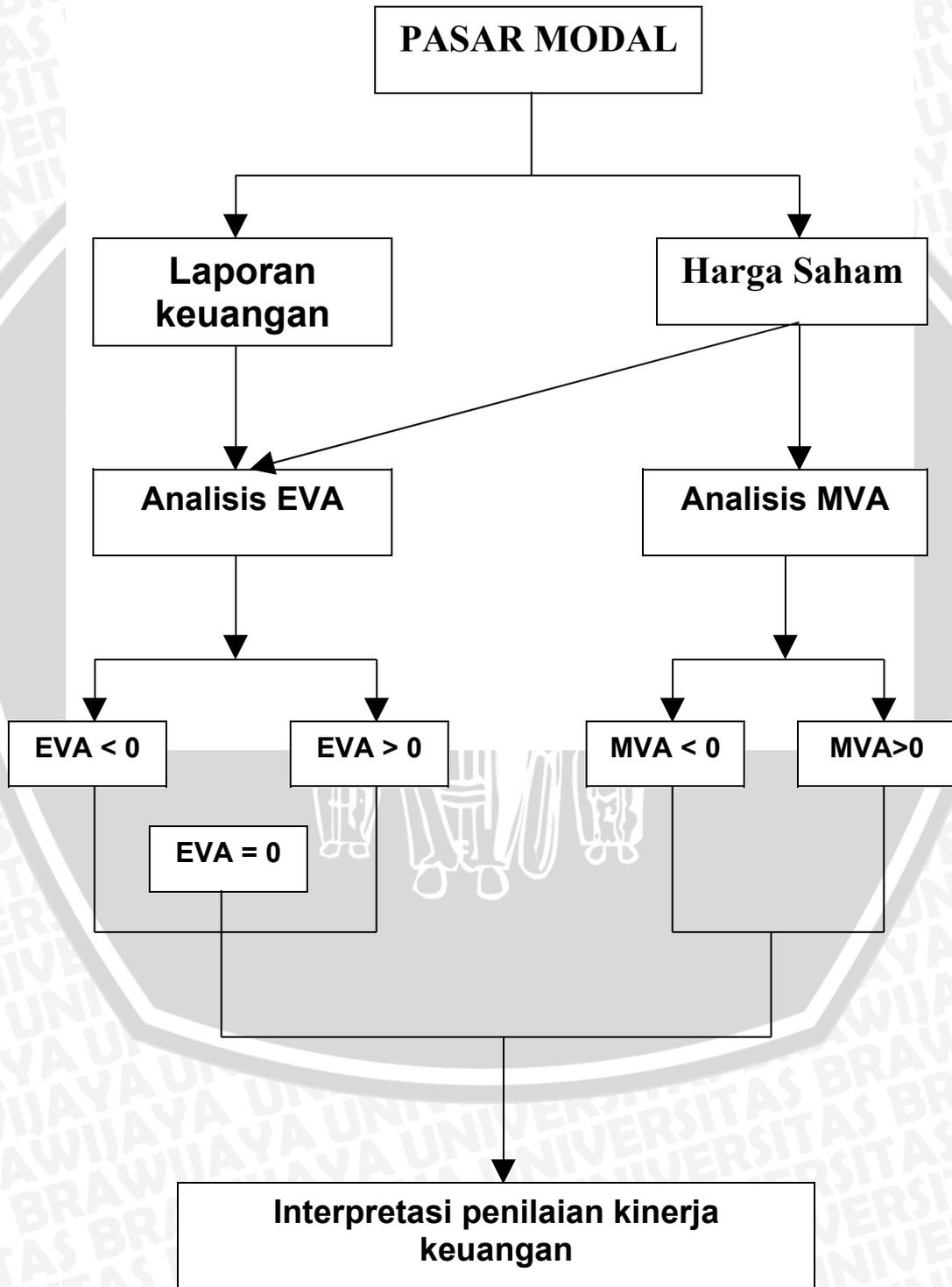
dapat mencerminkan penilaian pasar tentang keefektifan manajemen dalam menjalankan perusahaan.

MVA dapat digunakan untuk menjelaskan return saham secara *crosssectional* sebagai ukuran relatif terhadap penelitian saham. Sebagaimana yang diungkapkan Yook and Mccabe (2001 : 78) mengenai alasan yang mendasari bahwa MVA dapat digunakan sebagai explanatory terhadap return adalah sebagai berikut :

1. MVA adalah *proxy* untuk resiko yang akan mempengaruhi keseimbangan return yang diharapkan.
2. MVA yang rendah mengindikasikan bahwa perusahaan telah menginvestasikan modalnya secara tidak efektif di masa lalu namun akan mencapai pertumbuhan di atas rata-rata di masa mendatang. Perusahaan dapat meningkatkan nilai pasar sahamnya dengan mengembangkan perubahan strategi yang mendukung, misalnya dengan melakukan akuisisi terhadap perusahaan lain.
3. Bila pasar *temporarily* memberikan penilaian yang rendah terhadap nilai pasar perusahaan, ini mengakibatkan MVA yang rendah. MVA yang rendah ini seharusnya memperoleh return yang besar di masa mendatang.

Nilai MVA yang positif mengindikasikan bahwa perusahaan mampu menciptakan nilai bagi para pemegang saham, sebaliknya MVA yang negatif menandakan bahwa perusahaan tidak mampu menciptakan nilai bagi para pemegang saham.

2.2.7. Kerangka pikir



Keterangan:

- a. $EVA > 0$, telah terjadi nilai tambah ekonomi dalam perusahaan.
- b. $EVA < 0$, menunjukkan tidak terjadi proses nilai tambah ekonomis bagi perusahaan.
- c. $EVA = 0$, menunjukkan posisi impas.
- d. $MVA > 0$, perusahaan mampu menciptakan nilai bagi para pemegang saham.
- e. $MVA < 0$, perusahaan tidak mampu menciptakan nilai bagi para pemegang saham.

