

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Pasar Modal

2.1.1 Pengertian Pasar Modal

Ikatan Pialang Efek Indonesia (2006:1) mendefinisikan pasar modal sebagai :

“Kegiatan yang berhubungan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.”

Sundjaja (2003:424) mendefinisikan pasar modal sebagai :

”Suatu kegiatan yang mempertemukan penjual dan pembeli dana. Dana yang diperjualbelikan itu digunakan untuk jangka panjang dalam menunjang pengembangan usaha. Tempat penawaran atau penjualan dana ini dilaksanakan dalam satu lembaga resmi yang disebut bursa efek.”

Sedangkan menurut Widoatmomodjo (2007:15) pasar modal adalah :

”Pasar abstrak, di mana yang diperjualbelikan adalah dana-dana jangka panjang, yaitu dana yang keterikatannya dalam investasi lebih dari satu tahun.”

Pasar modal menyediakan berbagai alternatif investasi bagi para investor selain alternatif investasi lainnya seperti : menabung di bank, membeli emas, asuransi, tanah, dan sebagainya. Bagi perusahaan pasar modal menjadi sumber dana untuk membiayai suatu investasi. Oleh karena itu pasar modal bertindak sebagai penghubung antara para investor dengan perusahaan atau institusi pemerintah, melalui perdagangan instrumen keuangan jangka panjang seperti obligasi, saham dan lainnya.

2.1.2 Peran dan Manfaat Pasar Modal

Dalam perkembangan pasar modal di Indonesia telah menunjukkan posisinya sebagai instrumen perekonomian di Indonesia. Undang-undang Republik Indonesia Nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal menyatakan bahwa pasar modal mempunyai peranan yang strategis dalam pembangunan nasional, sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha dan wahana investasi bagi masyarakat. Berdasarkan teori ini yang diungkapkan oleh Suad Husnan pasar modal menjalankan fungsi ekonomi dan fungsi keuangan.

Pasar modal dalam menjalankan fungsi ekonomi menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari pihak yang memiliki kelebihan dana (*excess liquidity*) ke pihak yang membutuhkan dana (*shortage liquidity*). Pihak yang memiliki kelebihan dana tersebut berharap untuk mendapatkan imbalan yang sesuai dengan sejumlah dana yang dikeluarkan, sedangkan pihak yang memerlukan dana berharap dengan dana yang didapat tersebut dapat digunakan untuk melanjutkan operasi perusahaan tanpa harus menunggu hasil usaha yang sedang berjalan, sehingga diharapkan dapat terjadi peningkatan kemakmuran bagi kedua belah pihak tersebut. Menurut Suad Husnan pada dasarnya ada dua hal yang menjadi daya tarik pasar modal :

1. Pasar modal dapat bertindak sebagai alternatif penghimpun dana.
2. Bagi investor, pasar modal dapat dijadikan sebagai salah satu alternatif untuk melakukan investasi.

Pasar modal berperan serta dalam peningkatan aktivitas ekonomi nasional. Keberadaan pasar modal memberikan kemudahan pada perusahaan-perusahaan untuk memperoleh dana dari masyarakat sehingga akan mendorong perekonomian nasional menjadi lebih maju, yang selanjutnya akan menciptakan kesempatan kerja yang luas serta meningkatkan pendapatan pajak bagi pemerintah.

Selain itu menurut Ikatan Pialang Efek Indonesia (2006:1-2) pasar modal mempunyai manfaat seperti :

1. Pasar modal merupakan wahana pengalokasian dana secara efisien. Investor dapat melakukan investasi pada beberapa perusahaan melalui pembelian efek-efek yang baru ditawarkan ataupun diperdagangkan di pasar modal. Sebaliknya, perusahaan dapat memperoleh dana yang dibutuhkan dengan menawarkan instrumen keuangan jangka panjang melalui pasar modal tersebut.
2. Pasar modal memudahkan alternatif berinvestasi dengan memberikan keuntungan dengan sejumlah risiko tertentu.
3. Pasar modal memungkinkan para investor untuk memiliki perusahaan yang sehat dan berprospek baik. Perusahaan yang sehat dan mempunyai prospek yang baik selayaknya tidak hanya dimiliki oleh sejumlah orang tertentu saja karena penyebaran kepemilikan secara luas akan mendorong perkembangan perusahaan menjadi lebih transparan.
4. Pelaksanaan manajemen perusahaan secara profesional dan transparan. Keikutsertaan masyarakat dalam kepemilikan perusahaan mendorong perusahaan untuk menerapkan manajemen secara lebih profesional,

efisien dan berorientasi pada keuntungan, sehingga tercipta suatu kondisi “*good corporate governance*” serta keuntungan yang lebih baik bagi para investor.

2.1.3 Lembaga dan Pelaku Pasar Modal

Menurut Ikatan Pialang Efek Indonesia (2006:7-10) lembaga dan pelaku di lingkungan pasar modal adalah sebagai berikut :

1. Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM-LK) adalah lembaga yang berada di bawah dan bertanggungjawab kepada Menteri Keuangan, yang memiliki kewenangan untuk melakukan pembinaan, pengaturan dan pengawasan Pasar Modal Indonesia. Keberadaan BAPEPAM-LK dimaksudkan agar dapat mewujudkan kegiatan pasar modal yang teratur, wajar dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat. Dalam kapasitas dan fungsinya selaku pengawas pasar modal, Bapepam mempunyai kewenangan untuk mengatur, memberikan dan mencabut perijinan bagi lembaga, institusi, perorangan atau emiten yang terlibat di bidang pasar modal. Di samping itu Bapepam juga berhak untuk menerbitkan peraturan pelaksanaan dari perundang-undangan pasar modal serta melakukan penegakan hukum atau setiap pelanggaran terhadap peraturan pelaksanaan pasar modal melalui tindakan pemeriksaan dan penyidikan.
2. Emiten adalah perusahaan yang memperoleh dana di pasar modal melalui penawaran umum.

3. *Self Regulatory Organizations (SRO)*, adalah organisasi yang memiliki kewenangan untuk membuat peraturan yang berhubungan dengan aktivitas usahanya. *SRO* terdiri dari :
- a. Bursa Efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem perdagangan efek dan sarana untuk mempertemukan penawaran jual beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka.
 - b. Lembaga Kliring dan Penjaminan (LKP) adalah pihak yang menyediakan jasa kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa agar terlaksana secara teratur, wajar dan efisien. Lembaga yang telah memperoleh izin usaha dari BAPEPAM-LK sebagai LKP adalah PT. KPEI (PT. Kliring Penjaminan Efek Indonesia).
 - c. Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP) adalah pihak yang menyelenggarakan kegiatan kustodian sentral bagi bank kustodian, perusahaan efek dan pihak lain. Lembaga yang telah memperoleh izin usaha dari BAPEPAM-LK sebagai LPP adalah PT. KSEI (PT.Kustodian Sentral Efek Indonesia).
4. Perusahaan efek adalah perusahaan yang melakukan aktifitas sebagai perantara perdagangan efek, penjaminan emisi efek, manajer investasi, atau gabungan dari ketiga kegiatan tersebut.
- a. Perantara Perdagangan Efek adalah salah satu aktivitas pada perusahaan efek yang melakukan kegiatan usaha jual beli efek untuk kepentingan sendiri atau pihak lain.

- b. Penjamin Emisi Efek adalah salah satu aktivitas pada perusahaan efek yang melakukan kontrak dengan emiten untuk melaksanakan penawaran umum dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual.
 - c. Manajer Investasi adalah pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah, kecuali perusahaan asuransi, dana pensiun, dan bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya berdasarkan perundang-undangan yang berlaku.
5. Penasehat Investasi adalah pihak yang memberi nasihat kepada pihak lain mengenai penjualan atau pembelian efek.
6. Lembaga Penunjang Pasar Modal
 - a. Biro Administrasi Efek adalah pihak yang berdasarkan kontrak dengan emiten melaksanakan pencatatan kepemilikan efek dan pembagian efek dan pembagian hak berkaitan dengan efek.
 - b. Kustodian adalah pihak yang memberikan jasa penitipan efek dan harta lain berkaitan dengan efek serta jasa lain, termasuk menerima deviden, bunga dan hak lain, menyelesaikan transaksi efek dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya.
 - c. Wali Amanat adalah pihak yang mewakili kepentingan pemegang efek bersifat utang atau obligasi, artinya adalah karena pembeli obligasi pada dasarnya adalah kreditor dan kredit yang diberikan tidak menjamin agunan apapun. Wali amanat inilah yang

melakukan penilaian terhadap obligasi yang dibeli oleh para pemodal.

7. Profesi Penunjang Pasar Modal

- a. Akuntan Publik, berperan memeriksa laporan keuangan dan memberikan pendapat terhadap laporan keuangan.
 - b. Notaris, berperan membuat berita acara Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan menyusun pernyataan keputusan-keputusan RUPS.
 - c. Konsultan hukum, diperlukan jasanya agar jangan sampai perusahaan yang menerbitkan efek di pasar modal ternyata terlibat persengketaan hukum dengan pihak lain.
 - d. Penilai, merupakan perusahaan yang melakukan penilaian terhadap aktiva tetap perusahaan untuk memperoleh nilai yang dipandang wajar.
8. Investor adalah pemodal individu dan lembaga yang berinvestasi di pasar modal baik yang berasal dari dalam negeri maupun luar negeri.

2.1.4 Tujuan Pasar Modal Indonesia

Menurut Sundjaja (2003:425) Pasar Modal Indonesia mempunyai tujuan yaitu :

1. Mempercepat proses perluasan pengikutsertaan masyarakat dalam pemilikan saham perusahaan.
2. Pemerataan pendapatan masyarakat melalui pemerataan pemilikan saham
3. Menggairahkan partisipasi masyarakat dalam penghimpunan dana untuk digunakan secara produktif.

2.1.5 Instrumen Pasar Modal Indonesia

Menurut Bapepam bekerjasama dengan JICA (2003 : 10) ada enam Instrumen Pasar Modal Indonesia, yaitu :

1. Saham, yaitu sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan.
2. Obligasi, yaitu efek bersifat hutang atau sertifikat yang berisi kontrak antara investor dan perusahaan, yang menyatakan bahwa investor tersebut/pemegang obligasi telah meminjamkan sejumlah uang kepada perusahaan. Perusahaan yang menerbitkan obligasi mempunyai kewajiban untuk membayar bunga secara reguler sesuai dengan jangka waktu yang telah ditetapkan serta pokok pinjaman pada saat jatuh tempo..

3. Bukti *Right*, yaitu sekuritas yang memberikan hak memesan efek terlebih dahulu kepada pemiliknya untuk membeli saham baru perusahaan dengan harga dan dalam periode tertentu.
4. Waran, yaitu sekuritas yang melekat pada penerbitan saham ataupun obligasi, yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk membeli saham perusahaan dengan harga dan pada jangka waktu tertentu. Waran merupakan suatu pilihan (*Option*), dimana pemilik waran mempunyai pilihan untuk menukarkan atau tidak warannya pada saat jatuh tempo.
5. Kontrak Berjangka Indeks Saham, yaitu kontrak/ perjanjian antara dua pihak yang mengharuskan mereka untuk menjual atau membeli produk yang menjadi variabel pokok indeks di masa yang akan datang dengan harga yang telah ditetapkan sebelumnya.
6. Reksa Dana, yaitu sekumpulan saham, obligasi, atau efek lain yang dibeli oleh sejumlah investor dan dikelola oleh sebuah perusahaan investasi profesional.

2.2 Saham

2.2.1 Pengertian Saham

Menurut Bapepam bekerjasama dengan JICA (2003:9) pengertian saham adalah :

”Sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan, dan pemegang saham memiliki klaim atas penghasilan dan aktiva perusahaan.”

Menurut Widoatmodjo (2007:54) saham adalah :

”Tanda penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan”

2.2.2 Jenis-jenis Saham

Menurut Bapepam bekerjasama dengan JICA (2003 : 9) ada dua jenis saham yaitu:

1. Saham biasa, merupakan jenis efek yang paling sering dipergunakan oleh emiten untuk memperoleh dana dari masyarakat dan juga merupakan jenis yang paling populer di pasar modal. Jenis ini memiliki karakteristik seperti :
 - a. Hak klaim terakhir batas aktiva perusahaan jika perusahaan dilikuidasi.
 - b. Hak suara proporsional pada pemilihan direksi serta keputusan lain yang ditetapkan pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).
 - c. Dividen, jika perusahaan memperoleh laba dan disetujui dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).
 - d. Hak memesan efek terlebih dahulu sebelum efek tersebut ditawarkan kepada masyarakat.
2. Saham Preferen, memiliki karakteristik sebagai berikut :
 - a. Pembayaran deviden dalam jumlah tetap.
 - b. Hak klaim lebih dahulu dibanding saham biasa jika perusahaan dilikuidasi.
 - c. Dapat dikonversikan menjadi saham biasa

2.2.3 Manfaat Investasi Pada Saham

Menurut Bapepam bekerjasama dengan JICA (2003:11) ada dua manfaat investasi pada saham, yaitu :

1. Dividen

Dividen adalah bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham. Jumlah dividen yang akan dibagikan diusulkan oleh Dewan Direksi dan disetujui di dalam rapat Umum Pemegang Saham.

Jenis dividen :

- a. Dividen Tunai, Jika emiten membagikan dividen kepada para pemegang saham dalam bentuk sejumlah uang untuk setiap saham yang dimiliki.
- b. Dividen Saham, jika emiten membagikan dividen kepada para pemegang saham dalam bentuk saham baru perusahaan tersebut, yang pada akhirnya akan meningkatkan jumlah saham yang dimiliki pemegang saham.

2. *Capital Gain*

Investor dapat menikmati *capital gain*, jika harga jual melebihi harga beli saham tersebut.

2.2.4 Risiko Investasi Pada Saham

Menurut Bapepam bekerjasama dengan JICA (2003:12) ada empat risiko investasi pada saham, yaitu :

1. Tidak ada Pembagian dividen

Jika emiten tidak dapat membukukan laba pada tahun berjalan atau Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) memutuskan untuk tidak membagikan dividen kepada pemegang saham karena laba yang diperoleh akan digunakan untuk ekspansi usaha.

2. *Capital Loss*

Investor, akan mengalami *capital loss*, jika harga beli saham lebih besar dari harga jual.

3. Risiko Likuidasi

Jika emiten bangkrut atau di likuidasi, para pemegang saham memiliki hak klaim terakhir terhadap aktiva perusahaan setelah seluruh kewajiban emiten dibayar. Yang terburuk adalah jika tidak ada lagi aktiva yang tersisa, maka para pemegang saham tidak memperoleh apa-apa.

4. Saham *delisting* dari Bursa

Karena beberapa alasan tertentu, saham dapat dihapus pencatatannya (*delisting*) di bursa, sehingga pada akhirnya saham tersebut tidak dapat diperdagangkan.

2.2.5 Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Harga Saham

Menurut Ikatan Pialang efek Indonesia (2006:37-38) berikut ini adalah faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham :

1. Jumlah permintaan dan penawaran (*supply dan demand*)

Semakin tinggi jumlah permintaan saham, maka akan semakin tinggi harga saham yang terbentuk.

2. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan yang baik akan berdampak positif terhadap harga saham, sebaliknya kinerja perusahaan yang buruk akan berdampak negatif terhadap harga saham di bursa.

3. Prospek industri

Kondisi industri dimana perusahaan tersebut berada akan berdampak secara signifikan terhadap harga saham.

4. Indikator makroekonomi

a. Inflasi

Tingkat inflasi yang tinggi akan berpengaruh negatif terhadap harga saham di bursa.

b. Tingkat suku bunga

Kenaikan tingkat suku bunga pasar akan berdampak negatif terhadap harga-harga saham, sebaliknya penurunan tingkat suku bunga akan memberi dampak positif pada harga saham di bursa efek. Industri yang paling sensitif terhadap perubahan tingkat suku

bunga adalah perusahaan yang bergerak di bidang keuangan dan properti.

c. Cadangan devisa

Cadangan devisa yang menipis dari suatu negara dapat berdampak negatif terhadap harga saham di negara tersebut.

5. Peristiwa- peristiwa penting di dalam negeri dan luar negeri

Peristiwa-peristiwa yang mempengaruhi keamanan, kenyamanan dan stabilitas seperti peperangan, terorisme, ketegangan politik atau bencana alam akan berdampak negatif terhadap harga saham di bursa efek.

6. Perilaku Investor

Keyakinan investor terhadap kondisi pasar atau kondisi perusahaan di masa yang akan datang dapat mempengaruhi pergerakan harga saham.

2.3 Kinerja Perusahaan

Perusahaan menjalankan operasinya dengan tujuan utama yaitu memaksimalkan keuntungan pemegang saham, yang berarti memaksimalkan total nilai pasar (*market value*) saham perusahaan. Peningkatan nilai pasar saham perusahaan dapat dicapai melalui peningkatan kinerja keuangan perusahaan. Menurut perspektif pemegang saham, kinerja perusahaan tercermin dari peningkatan nilai serta imbal hasil investasi mereka. Oleh karena itu, manajer harus memastikan bahwa tingkat imbal hasil yang tercipta dari operasi perusahaan dapat memenuhi ekspektasi para pemegang saham. Kinerja keuangan merefleksikan kinerja fundamental perusahaan. Kinerja keuangan diukur dengan

data fundamental perusahaan, yaitu data yang berasal dari laporan keuangan. Pengukur kinerja keuangan berfungsi untuk mengetahui berapa tingkat imbal hasil yang tercipta dari operasi perusahaan. Terdapat berbagai macam metode untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan. Dalam penelitian ini ada tiga pendekatan kinerja keuangan perusahaan yang digunakan yaitu : Pendekatan *Economic Value Added (EVA)*, Pendekatan *Market Value Added (MVA)* dan Pendekatan *Earning Per Share (EPS)*.

2.3.1 Pengukuran Kinerja Perusahaan dengan Pendekatan *Economic Value Added (EVA)*

Economic Value Added (EVA) merupakan salah satu metode pengukuran kinerja perusahaan yang diperkenalkan oleh Stern dan Steward, konsultan manajemen di New York, USA *Stern Steward Management Services*, pada medio dekade 1990-an (SWA 20/XVIII/ 4 Oktober 2001, hal 22). Pendekatan *EVA* di dalam pengukuran kinerja perusahaan memang masih kalah populer dibandingkan dengan pendekatan keuangan konvensional. *EVA* berbeda dengan alat kinerja yang lain, karena *EVA* mengikutsertakan biaya dari seluruh biaya modal perusahaan. *EVA* merupakan alat ukur modern atas kesuksesan perusahaan karena *EVA* sangat sejalan dengan kebutuhan maksimalisasi kesejahteraan pemegang saham. Berbeda dengan pengukuran kinerja dengan menggunakan metode tradisional, pada metode *EVA*, manajemen bertugas mewakili para investor untuk mengelola dana dan bertindak seolah-olah seperti para investor, yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian investasi dan

meminimalkan tingkat biaya modal, sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan.

EVA tidak sekedar sebagai suatu alat ukur kinerja perusahaan, namun *EVA* juga merupakan kerangka manajemen keuangan dan sistem kompensasi insentif sebagai dasar pengambilan keputusan perusahaan, dari tingkat terendah sampai tingkat tertinggi. Hal ini disebabkan *EVA* memiliki beberapa komponen yaitu sistem pengukuran kinerja, sistem manajemen, dan sistem kompensasi. Jika perusahaan ingin mendapatkan seluruh potensi dari *EVA*, seharusnya perusahaan mengimplementasikan seluruh komponen *EVA* tersebut.

Secara aritmatika, *EVA* dihasilkan dari *Net Operating Profit After Tax (NOPAT)* dikurangi dengan *Cost of Debt and Equity*, dimana *Cost of Debt and Equity* diperoleh dengan cara mengalikan persentase *cost of capital* dengan *total working capital*. Apabila perhitungan *EVA* menghasilkan nilai yang positif, berarti perusahaan memperoleh nilai tambah selama periode operasinya. Apabila nilai *EVA* sama dengan nol, berarti perusahaan berada pada kondisi impas selama periode operasinya. Apabila nilai *EVA* yang dihasilkan kurang dari nol, berarti perusahaan gagal dalam menghasilkan nilai tambah selama periode operasinya, yang berarti pula penurunan nilai kekayaan pemegang saham. Dengan demikian, semakin tinggi nilai *EVA* yang positif, semakin bagus kinerja perusahaan dan semakin besar kekayaan pemegang saham yang dapat diciptakan.

2.3.1.1 Pengertian *Economic Value Added (EVA)*

Alat analisis yang dikenal *EVA*, pertama kali dikembangkan oleh perusahaan konsultan Stern dan Stewart pada tahun 1982. Konsep *Economic Value Added* pertama kali diperkenalkan oleh G Bennet Stewart, III, *Managing Partner* dari *Stern Stewart & Co* dalam bukunya "*The Quest For Value*".

Menurut Tim Indef (2003 : 373) pengertian dari *Economic Value Added (EVA)* adalah :

"Suatu sistem analisa keuangan untuk mengukur laba ekonomi dalam suatu perusahaan yang menyatakan bahwa kesejahteraan hanya dapat tercapai jika perusahaan mampu memenuhi semua biaya operasi (*operating costs*) dan biaya modal (*capital costs*)."

Sedangkan menurut [http://www.apwu.org/dept/ind-rel/USPS_hbks/F-Series/F 06%20Economic%20Value%20Added%202-01%20\(111%20KB\).pdf](http://www.apwu.org/dept/ind-rel/USPS_hbks/F-Series/F%2006%20Economic%20Value%20Added%202-01%20(111%20KB).pdf) memberi defenisi tentang *EVA* yaitu :

"*Economic Value Added (EVA) is a comprehensive measure of operating performance. Put simply, EVA measures the change in financial worth of an enterprise from one year to the next. It is a more comprehensive financial measurement tool than net income (revenues minus expenses) alone, because it includes the cost of the capital used to generate that income.*"

Dari pengertian *EVA* yang dipaparkan oleh www.apwu.org maka diperoleh pengertian bahwa *EVA* sebagai suatu perhitungan kinerja operasional perusahaan yang tidak hanya menghitung pendapatan bersih dikurangi biaya-biaya namun juga memperhitungkan biaya modal untuk menghasilkan pendapatan bersih tersebut. *EVA* perusahaan dapat dihitung dari satu tahun ke tahun berikutnya untuk melihat perubahan kinerja keuangan perusahaan.

Pengertian *EVA* menurut Anjar V. Thakor dan David Young menggunakan pendekatan *NOPAT* dikurangi dengan *capital charges*. *NOPAT* didapatkan dari pendapatan dikurangi pajak yang terdapat dalam laporan rugi laba perusahaan, sementara *capital charges* adalah *invested capital* dikali dengan biaya modal yang terdapat dalam neraca perusahaan.

3. Glen Arnold

“Economic value added (EVA was trademark by Stern Stewart and Co.) is a variant of economic profit, which is the modern term for residual income. Economic profit for a period is the amount earned by business after deducting all operating expenses and a charge for the opportunity cost of capital employed.”

There are two ways to calculate economic profit :

- *The performance spread approach*

$$\text{Economic profit} = \text{performance spread} \times \text{invested capital}$$

$$\text{Economic profit} = (\text{return on capital} - \text{WACC}) \times \text{invested capital.}$$

- *The profit less capital charge approach*

$$\text{Economic profit} = \text{operating profit before interest and after tax} - \text{capital charge.}$$

$$\text{Economic profit} = \text{operating profit before interest and after tax} - (\text{invested capital} \times \text{WACC})$$

Keterangan : WACC = Weighted Average Cost of Capital

Glen Arnold menggunakan pendekatan *economic profit* yang diperoleh setelah mengurangkan pendapatan dengan seluruh biaya operasional dan *opportunity cost* yang diperoleh dari biaya modal rata-rata tertimbang dikali dengan *invested capital*.

4. Frank K. Reilly dan Keith C. Brown

“Economic Value Added (EVA) is an internal management performance measure that compares net operating profit to total cost of capital. Indicates how profitable company projects are as sign of management performance.”

Information form,

EVA=

(A) Adjusted Operating Profits before Taxes minus

(B) Cash Operating Taxes

Equals (C) Net Operating Profits Less Adjusted Taxes (NOPLAT)

Minus (D) The Dollar Cost of Capital

Equals (E) Economic Value Added (EVA)

EVA dalam pengertian Frank K. Reilly dan Keith C. Brown adalah suatu perhitungan kinerja manajemen yang membandingkan *net operating profit* dengan biaya modal, hal ini menunjukkan bagaimana keuntungan proyek-proyek perusahaan sebagai tanda dari kinerja manajemen perusahaan. Pendekatan *EVA* yang dipaparkan oleh Frank K. Reilly dan Keith C. Brown adalah *Operating Profits before Taxes* atau *Earning Before Tax (EBT)* dikurangi dengan *Operating Profits Less Adjusted Taxes (NOPLAT)* dan dikurangi dengan biaya modal.

5. Paul A. Dierks

“Economic Value Added, or EVA, is a measure of financial performance that combines the familiar concept of residual income with principles of modern corporate finance—specifically, that all capital has a cost and that earning more than the cost of capital create value for share holders. Companies consistently generating high EVA are top performers that are value value highly by shareholders.”

In formula form,

$$EVA = (r - C) \times \text{capital};$$

$$= (r \times \text{capital}) - (C \times \text{capital});$$

$$= \text{NOPAT} - C \times \text{capital}; \text{ and}$$

$$= \text{operating profits} - \text{capital charge}$$

Where r = rate of return; and

C = Cost of capital, or the weighted average cost of capital.

Paul A. Dierks menyatakan bahwa seluruh modal yang digunakan perusahaan mempunyai biaya, sementara pendapatan perusahaan yang melebihi biaya dari modal yang digunakan tersebut akan menciptakan nilai tambah bagi *shareholders*. Perusahaan yang secara konsisten menghasilkan *EVA* yang tinggi adalah perusahaan berkinerja baik yang dinilai tinggi oleh *shareholders*. *EVA* diperoleh dengan mengurangi *NOPAT* dengan biaya modal rata-rata tertimbang.

6. Erich A. Helfert

"Economic Value Added (EVA) represents a yardstick for measuring whether a business is earning above cost of capital of the resources (capital base) it employs."

$$EVA = \text{NOPAT} - C.k$$

Where :

NOPAT = Net Operating Profit After Taxes

C = Capital base employed

$\text{Capital base employed} = \text{Debts (Long + Short Term Debt)} +$

Equity

Or

$= \text{Working Capital (CA-CL)} + \text{Fixed Asset}$

k = weighted average cost of capital

Erich A. Helfert memberi pengertian bahwa *EVA* menggambarkan suatu standar penilaian untuk mengukur apakah penghasilan perusahaan diatas biaya modal yang digunakan. *EVA* diperoleh dengan mengurangkan *NOPAT* dengan *capital base employed* yang dikalikan dengan biaya modal rata-rata tertimbang.

Dari beberapa defenisi *EVA* yang dikemukakan diatas dapat disimpulkan :

1. *EVA* merupakan tujuan korporat untuk meningkatkan nilai (*value*) dari modal (*capital*) yang investor dan pemegang saham telah tanamkan dalam operasi usaha.
2. *EVA* merupakan selisih dari laba operasi setelah pajak (*Net Operating Profit After Tax/ NOPAT*) dikurangi dengan biaya modal (*cost of capital*). Biaya modal perusahaan (*cost of capital*) merupakan biaya tertimbang dari modal/*weighted average cost of capital /WACC* untuk *debt* dan *equity* yang digunakan oleh perusahaan. Sebab itu, perusahaan harus menghitung berapa besarnya biaya hutang (*cost of debt*) dan biaya modal sendiri (*cost of equity*).
3. Apabila perusahaan memiliki nilai *EVA* yang positif, maka dapat dikatakan bahwa manajemen dalam perusahaan tersebut telah menciptakan nilai (*creating value*). Sebaliknya, apabila nilai *EVA* negatif, dinamakan *distructing* atau *destroying value*.

Esensi dari *EVA* adalah pengemasan ulang dari manajemen keuangan yang dapat dipercaya dan prinsip keuangan yang sudah ada. *EVA* tidak hanya sekedar sistem pengukuran tetapi merupakan instrumen untuk mengubah perilaku manajerial. *EVA* merupakan inovasi terpenting karena membuat teori keuangan

modern dan implikasi manajerialnya lebih mudah diakses oleh manajer perusahaan yang tidak terlatih dengan baik dalam keuangan. *EVA* dapat membantu para manajer untuk lebih memahami tujuan keuangan dan dengan demikian membantu untuk mencapai tujuan perusahaan.

EVA digunakan untuk mengukur nilai tambah (*value creation*) yang dihasilkan suatu perusahaan dengan cara mengurangi laba operasi setelah pajak (*Net Operating Profit After Tax = NOPAT*) dengan biaya modal (*cost of capital*) dari seluruh modal yang digunakan untuk menghasilkan laba tersebut atau biaya modal yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan.

Berdasarkan hal diatas *EVA* dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$EVA = NOPAT - C \times Capital$$

$$EVA = (r - C) \times Capital$$

Sumber : Tim Indef (2003 : 374)

Dimana :

NOPAT : Pendapatan operasi bersih setelah pajak (*net operating profit after tax*)

C : Biaya modal rata-rata tertimbang (*weighed average cost of capital*)

Capital : Jumlah modal yang tersedia bagi perusahaan untuk membiayai usahanya yang terdiri dari hutang dan modal sendiri

R : Tingkat pengembalian modal

Menurut Http : www.evanomics.com *EVA* dapat dihitung :

EVA can be measured as Net Operating Profit After Taxes (or NOPAT) less the money cost of capital. Money cost of capital refers to the amount of money rather than the proportional rate (cost of capital). The EVA is a registered

trademark by its developer, Stern Stewart & Co. In the field of corporate finance, economic value added is a way to determine the value created, above the required return, for the shareholders of a company.

The basic formula is:

$$EVA = (r - c) \cdot K = NOPAT - c \cdot K$$

Where

$$r = \frac{NOPAT}{K}$$

r called the Return on Invested Capital (ROIC) is the firm's return on capital, NOPAT is the Net Operating Profit After Tax, c is the Weighted Average Cost of Capital (WACC) and K is capital employed.

Shareholders of the company will receive a positive value added when the return from the capital employed in the business operations is greater than the cost of that capital; see Working capital management. Any value obtained by employees of the company or by product users is not included in the calculations.

An essential component of EVA is the Weighted Average Cost of Capital (WACC) determined with the costs of both debt and equity.

Menurut Http : www.evanomics.com komponen WACC adalah :

All the capital employed by the company has the same cost (WACC) such as : Machinery and equipment, inventories, accounts receivable, cash and bank and Other.

EVA is defined simply :

- | | |
|-----------------------------|---|
| Turnover | (Sales) |
| - Operating expences | (Wages, material, general exp., depr., taxes) |
| - <u>Capital costs</u> | (WACC x invested capital) |
| Economic Value Added | |

EVA is company's operating profit (after taxes) subtracted with the total cost of capital:

Net operating profit after taxes
-
Cost of capital
=
EVA

OR alternatively:

$$\mathbf{EVA = (ROI - WACC) \times Invested\ capital}$$

Adapun rumus perhitungan EVA sebagai berikut :

$$EVA = NOPAT - Cost\ of\ Capital \times Invested\ Capital$$

Sumber : Adler (2007:128)

Dimana :

$$NOPAT = net\ operating\ profit\ after\ tax$$

Selanjutnya, persamaan dapat disusun menjadi sebagai berikut :

$$EVA = (c-k) * Invested\ Capital$$

Dimana :

k= biaya modal

c= $NOPAT / Capital\ Invested$ dikenal dengan RONA

Invested capital adalah jumlah dari seluruh pembiayaan perusahaan dan tidak termasuk pinjaman dari pihak ketiga tanpa bunga seperti hutang usaha, hutang pajak, biaya yang belum dibayar dan sebagainya (*non-interest-bearing liabilities*). Oleh karena itu, *invested capital* merupakan hasil jumlah ekuitas dengan hutang yang dikenai bunga baik jangka pendek maupun jangka panjang dan hutang lainnya. Selanjutnya, bentuk *invested capital* dapat diperhatikan pada gambar 2.1. Sebelah kiri menggambarkan neraca yang biasanya ditunjukkan oleh perusahaan, sedangkan sebelah kanan memperlihatkan neraca yang dipergunakan untuk menghitung *EVA*.

Oleh karena itu, *invested capital* dapat juga dilihat dari sisi aktiva neraca *EVA* yaitu jumlah *cash* dan *WCR* (*working capital requirement*) serta *fixed assets*. *WCR* dalam gambar 2.1 adalah untuk menggambarkan kebutuhan modal kerja dalam rangka operasi perusahaan. *WCR* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$WCR = (\text{Cash operasional} + \text{Piutang} + \text{Persediaan} + \text{Aktiva lancar lainnya})$$

(Hutang usaha + Pengeluaran yang sudah dikerjakan + Pembayaran dimuka dari konsumen).

semakin bagus kinerja perusahaan tersebut, artinya manajemen telah menjalankan tugasnya dengan baik. Jadi nilai *EVA* tinggi, pemegang saham bisa menilai secara pasti bahwa perusahaan tersebut mampu memberdayakan kapitalnya dengan baik.

2.3.1.2 Manfaat *Economic Value Added (EVA)*

Menurut <http://www.balancesheetwalk.com/economic-value-added.html>, sebagai alat ukur kinerja perusahaan *EVA* memiliki manfaat sebagai berikut :

1. Melalui peramalan *EVA* setiap tahun menunjukkan berapa nilai akan ditambahkan ke *capital* setiap tahun.
2. *EVA* hanya suatu metode yang dapat secara jelas menghubungkan *capital budgeting* dan keputusan investasi strategis dengan suatu metodologi untuk kepentingan evaluasi kinerja yang sesungguhnya.
3. Dapat secara cepat dikomunikasikan dan dimengerti oleh manajemen operasional.
4. Melalui perhitungan *EVA*, diciptakan suatu pengukuran kinerja yang berarti yang dapat digunakan untuk menilai kinerja.
5. Bagi suatu proyek yang dipertimbangkan menguntungkan, *EVA* harus positif.

Sedangkan menurut Tunggal (2001:8) dan SWA 23/XX/ (7 November 2004 : 28) terdapat beberapa manfaat yang dapat diperoleh perusahaan dalam menggunakan *EVA* sebagai alat pengukur kinerja dan nilai tambah perusahaan, antara lain :

1. Hasil perhitungan *EVA* mendorong pengalokasian dana perusahaan untuk investasi dengan biaya modal yang rendah, *closer alignment between managerial and shareholder interest, stronger incentives for managers to seek out value creating investments, and incentives to effectively manage the asset already acquired*. Pemegang saham menetapkan target *EVA* pada awal tahun, kemudian menghitung *EVA* aktual pada akhir tahun. Basis bonus manajemen didasarkan pada *EVA* aktual dibandingkan dengan *EVA* yang ditargetkan.
2. *EVA* dapat digunakan sebagai penilaian kinerja keuangan perusahaan karena penilaian kinerja tersebut difokuskan pada penciptaan nilai (*value creation*).
3. *EVA* akan menyebabkan perusahaan lebih memperhatikan kebijakan struktur modal. Penggunaan *EVA* yang memasukkan biaya modal atas ekuitas dalam perhitungan *cost of capital* akan mendorong perusahaan untuk selalu berhati-hati dalam menentukan kebijakan struktur modalnya.
4. *EVA* membuat manajemen berpikir dan bertindak seperti halnya pemegang saham yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminumkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan. Sehingga dengan menerapkan *EVA* akan tercapai *goal congruence* antar manajer dan pemegang saham.
5. *EVA* dapat digunakan sebagai sinyal terjadinya, *financial distress* pada suatu perusahaan. Jika suatu perusahaan tidak memperoleh profit diatas *required of return*, maka *EVA* akan menjadi negatif, dan hal ini

merupakan peringatan akan terjadinya *financial distress* bagi perusahaan tersebut.

6. *EVA* dapat digunakan untuk memotivasi manajer agar menciptakan nilai bagi pemegang saham, sebab manajer akan memperoleh bonus jika dapat menciptakan *shareholders value*. Sehingga dapat mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham.
7. *EVA* merupakan alat penilai performa perusahaan yang dapat digunakan secara internal perusahaan maupun eksternal perusahaan. Pihak internal menggunakan *EVA* untuk mengukur perkembangan perform perusahaan relatif terhadap performa sebelumnya agar mengetahui keputusan apa yang harus diambil untuk kelangsungan hidup usahanya tersebut sedangkan bagi pihak eksternal seperti investor, *EVA* merupakan salah satu variabel indikator keuangan yang diperhatikan dalam membuat keputusan investasi. Disejumlah negara lain, terutama di negara maju, para investor dan kreditor sudah memberikan penghargaan lebih tinggi bagi perusahaan-perusahaan yang berhasil menciptakan nilai tambah. Investor mau membeli sahamnya lebih mahal dan kreditor bersedia menambah pinjaman kepada perusahaan-perusahaan ini.

EVA memfokuskan perhatian manajemen pada tiga cara fundamental untuk menciptakan nilai, yaitu :

1. Meningkatkan laba tanpa membuat investasi lanjutan pada tambahan *capital*.
2. Hanya berinvestasi pada proyek dimana *earning* melebihi *cost of capital*.

3. Menarik diri dari proyek dimana *capital cost* melebihi *earning*.

Sedangkan *G. Bennet Steward* menyatakan bahwa EVA mendorong penciptaan nilai (*EVA Drivers Value*) . Beliau mengatakan :

“Besides providing all of the right incentives, another important advantage to using EVA is that it is the one and only internal measure of corporate performance to tie directly to value. It is the fuel that fires a premium (or accounts for the discount) in the market's valuation of any business. No other measure can make the connection between performance and value or clear as EVA can)”

2.3.1.3 Meningkatkan Nilai *Economic Value Added (EVA)*

Menurut *Tunggal (2001:9-10)* mengemukakan bahwa bagaimana perusahaan dapat menciptakan *EVA*, sebagai berikut :

1. *Increase RONA (Return On Net Asset)*

- a. *Cut costs*
- b. *Improve working capital efficiency*
- c. *Cut troughput times*
- d. *Pricing initiatives*
- e. *Better scrutiny of capital investment proposal*

2. *Decrease WACC*

- a. *Optimal use of debt*
- b. *Share buybacks*
- c. *Transparency*

3. *Increase invested capital*

- a. *Positive NPV investment*
- b. *Profitable growth strategies*

4. *Decrease invested capital*
 - a. *Sell businesses/assets that are worth more to others*
 - b. *Restructure unprofitable businesses*
5. *Extend the competitive advantage period*
 - a. *Product innovation*
 - b. *Process innovation*
 - c. *Invest in brand equity*
 - d. *Invest in intellectual capital*

Cara-cara diatas ada yang bersifat jangka pendek (seperti meningkatkan harga jual produk, menjual produk yang *marginnya* lebih tinggi, menekan harga pembelian bahan baku dan sebagainya), dan ada yang bersifat jangka panjang (seperti inovasi produk, inovasi proses, investasi dalam ekuitas merek, investasi dalam modal intelektual)

Menurut Sawir (2000:48-49) *EVA* dapat ditingkatkan dengan cara :

1. Memperoleh lebih banyak laba tanpa menggunakan lebih banyak modal. Cara yang populer dalam hal ini adalah memotong biaya-biaya, bekerja dengan biaya produksi dan pemasaran yang lebih rendah agar diperoleh margin laba yang besar. Hal ini dapat juga dicapai dengan meningkatkan perputaran aktiva, baik dengan cara menaikkan volume penjualan atau bekerja dengan aktiva yang lebih rendah (*lower asset*).
2. Memperoleh pengembalian (*return*) yang lebih tinggi daripada biaya modal atas investasi baru. Hal ini sesungguhnya menyangkut pertumbuhan perusahaan.

2.3.1.4 Tahapan Perhitungan *Economic Value Added (EVA)*

Penerapan analisis menggunakan konsep *EVA* untuk mengukur nilai tambah dilaksanakan dalam beberapa tahapan yaitu :

1. Menghitung laba operasi bersih sesudah pajak (*net operating profit after tax = NOPAT*)
2. Menghitung biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital = WACC*) dari keseluruhan komposisi modal perusahaan.
3. Menghitung nilai tambah ekonomis (*economic value added = EVA*)

Data yang diperoleh kemudian diolah dan dianalisa secara kuantitatif dan kualitatif, serta selanjutnya data yang telah diolah digunakan untuk menganalisa kondisi perusahaan.

2.3.1.4.1 *Net Operating Profit after Tax (NOPAT)*

NOPAT merupakan keuntungan operasi perusahaan yang masih berjalan setelah dikurangi dengan pajak dan mengukur laba perusahaan yang dihasilkan dari operasinya. Cara perhitungan *NOPAT* adalah sebagai berikut :

$$\begin{array}{r}
 \text{Earning Before Tax} \\
 \text{Interest Expense} \\
 \hline
 \text{Earning Before Interest and Taxes (EBIT)} \\
 \text{Taxes} \\
 \hline
 \text{Net Operating Profit after Tax (NOPAT)}
 \end{array}$$

Sumber : <http://www.equitymaster.com/detail.asp?date=7/5/2000&story=6>

2.3.1.4.2 Biaya Modal (*Cost of Capital*)

Van Horne (1998 : 399) berpendapat biaya modal adalah :

“Tingkat pengembalian yang diminta atas berbagai jenis pendanaan. Biaya modal keseluruhan adalah rata-rata tertimbang dari tingkat pengembalian (biaya) yang diminta individu.”

Berdasarkan pengertian *Economic Value Added (EVA)* yang diungkapkan Tunggul (2001:1) yaitu metode manajemen keuangan untuk mengukur laba ekonomi dalam suatu perusahaan yang menyatakan bahwa kesejahteraan hanya dapat tercipta manakala perusahaan mampu memenuhi semua biaya operasi dan biaya modal, maka dapat dilihat bahwa perusahaan memiliki dua biaya yaitu biaya operasi dan biaya modal. Biaya operasi merupakan konsumsi sumber daya oleh perusahaan, sementara biaya modal adalah biaya investasi modal (*capital investment*) perusahaan.

Biaya modal untuk investasi manapun, seperti dalam suatu proyek, sebuah divisi bisnis, atau suatu perusahaan keseluruhan, adalah tingkat dari pengembalian yang diharapkan oleh penyedia dana, jika modal itu diinvestasikan ditempat lainnya, dalam suatu proyek, aktiva atau perusahaan dengan risiko sebanding.

Menurut Young (2001:148) dua hal penting dari biaya modal adalah :

1. Biaya modal berdasarkan pengembalian yang diharapkan, bukan pada pengembalian historis.
2. Biaya modal adalah biaya kesempatan yang mencerminkan pengembalian yang diharapkan investor dari investasi lain dengan risiko serupa.

Menurut http://www.cashfocus.com/sf_overview.html *cost of capital* diterapkan untuk beberapa kepentingan. Terdapat lima aplikasi utama dimana *cost of capital* diterapkan :

1. Sebagai *discount rate* untuk membawa *projected free cash flow* kepada nilai sekarangnya.
2. Sebagai tingkat biaya modal untuk menghitung laba ekonomi (*EVA*).
3. Sebagai suatu tingkat untuk menilai pengembalian modal.
4. Sebagai suatu tingkat target minimum untuk menerima suatu proyek baru.
5. *Cost of capital* sebagai suatu hal yang penting dipertimbangkan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, sebagai dasar mengambil keputusan yang tepat dalam investasi dan keputusan lain yang berhubungan dengan leasing, pelunasan obligasi, dan kebijakan modal kerja yang membutuhkan estimasi biaya modal.

Dalam pendekatan *Economic Value Added (EVA)* yang merupakan tujuan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai atau *value added* dari modal yang telah ditanamkan pemegang saham dalam operasi perusahaan. Modal terdiri dari modal sendiri (ekuitas) berasal dari pemegang saham dan utang dari para kreditor atau pemegang obligasi perusahaan. Perusahaan dapat memiliki beberapa bentuk *capital* sebagai sumber pembiayaan perusahaan, yang disebut *capital component*, pada umumnya berbentuk saham biasa, saham preferen, dan *debt* dalam bentuk obligasi ataupun pinjaman bank. Semua bentuk *capital component* tersebut memiliki kesamaan, yaitu investor yang menyediakan dananya untuk membentuk

capital component tersebut mengharapkan menerima suatu tingkat pengembalian dari dana yang diinvestasikannya. Pemilik ekuitas menerima kompensasi dalam bentuk dividen dan *capital gain*. Sedangkan kreditor menerima kompensasi berupa bunga. Tingkat pengembalian pada setiap *capital component* disebut *component cost*, dan *cost of capital* yang digunakan untuk melakukan analisis di dalam keputusan penganggaran modal seharusnya merupakan rata-rata tertimbang dari berbagai *component costs*. Besarnya tingkat biaya modal ditentukan berdasarkan rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*) dari biaya modal sendiri (*cost of equity*) dan biaya utang setelah pajak sesuai dengan proporsi modal sendiri dan utang dalam struktur modal perusahaan.

Cost of capital merupakan *trade off* antara risiko dan pengembalian. Semakin besar risiko, semakin besar pengembalian yang diharapkan dan *cost of capital*. Elemen risiko adalah penting untuk memahami biaya modal dan bagaimana menghitungnya. Karena pembiayaan yang berbeda membawa risiko yang berbeda bagi investor. Investor membutuhkan pengembalian lebih tinggi untuk pembelian saham dalam suatu perusahaan tertentu ketika mereka menanamkan investasi dalam suatu perusahaan tertentu daripada ketika mereka memberikan pinjaman karena yang terdahulu lebih berisiko, dengan kata lain para investor mempertimbangkan biaya modal dari investasi tersebut. Oleh karenanya biaya modal suatu perusahaan bergantung tidak hanya pada biaya utang, dan pembiayaan ekuitas tetapi juga seberapa banyak dari masing-masing itu dimiliki dalam struktur modal. Hubungan ini digabungkan dalam biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital*) dari perusahaan tersebut, yang

dikenal sebagai *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* yang memperhitungkan adanya komposisi struktur pendanaan pada investasi modal. *WACC* merupakan rata-rata tertimbang dari *cost of equity* dan *cost of debt* yang dihitung setelah pajak.

WACC dihitung sebagai berikut :

$$WACC = \frac{\text{utang/pembiayaan total} \times (\text{biaya utang})(1-T) + \text{ekuitas}}{\text{pembiayaan total} \times (\text{biaya ekuitas})}$$

Sumber : Young (2001 : 149)

Van Horne (1998:399) berpendapat rumus modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital / WACC*) adalah :

$$\text{Biaya Modal} = \sum_{x=1}^n K_x (W_x)$$

Sumber : Van Horne (1998 : 404)

Keterangan :

K_x = Biaya setelah pajak untuk metode pendanaan yang ke-x

W_x = Timbangan untuk metode pendanaan sebagai persentase total pendanaan perusahaan.

Σ = Menunjukkan untuk metode pendanaan dari 1 ke n

Menurut Ellen (2001:155) perhitungan *cost of capital* dengan metode *Weighted Average Cost Of Capital/WACC* dihitung dengan rumus :

$$WACC = \frac{k_e \text{ modal sendiri}}{\text{total investasi}} + \frac{k_d (1-T) \text{ hutang jangka pendek}}{\text{total investasi}} + \frac{k_o (1-T) \text{ Htg jgk panjang}}{\text{total investasi}}$$

Sumber : Ellen (2001:155)

Keterangan :

Ke = tingkat *discount rate* modal sendiri

Kd = tingkat *discount rate* hutang jangka pendek

Ko = tingkat *discount rate* hutang jangka panjang

T = pajak (*tax*)

Sedangkan menurut <http://puslit.petra.ac.id/~puslit/journals/> mengutip dari buku Weston dan Copeland 1992 menyatakan bahwa rumus *Weighted Average Cost Of Capital/WACC* adalah :

$$WACC = (Ke * We) + [Kd (1-T) * Wd]$$

Sumber : *JURNAL AKUNTANSI & KEUANGAN, VOL. 7, NO. 1, MEI 2005: 1-10 Jurusan Ekonomi Akuntansi, Fakultas Ekonomi - Universitas Kristen Petra*
<http://puslit.petra.ac.id/~puslit/journals/>

Keterangan :

$$Ke = Rf + (Rm - Rf) * \text{Beta Adj}$$

$$We = \text{Total Ekuitas} / \text{Jumlah Hutang dan Ekuitas}$$

$$Kd = \text{Interest Expense} / \text{Total Hutang}$$

$$Wd = \text{Total Hutang} / \text{Jumlah Hutang dan Ekuitas}$$

$$T = \text{Tax}$$

Menurut Young (2001 : 149-151) untuk menghitung *WACC* memerlukan :

1. Jumlah utang dalam struktur modal, pada nilai pasar
2. Jumlah ekuitas dalam struktur modal, pada nilai pasar
3. Biaya utang
4. Tingkat pajak
5. Biaya Ekuitas

1. Jumlah Utang Dalam Struktur Modal

Jumlah utang dalam struktur modal adalah hasil pembobotan utang didasarkan nilai pasar, karena kita ingin mengetahui berapa banyak jumlah utang akan membiayai perusahaan.

2. Jumlah Ekuitas Dalam Struktur Modal

Jumlah ekuitas dalam struktur modal adalah hasil pembobotan ekuitas didasarkan nilai pasar, karena kita ingin mengetahui berapa banyak ekuitas akan membiayai perusahaan.

3. Biaya Utang

Menurut Van Horne (1998:400) pengertian biaya modal hutang adalah :

“Tingkat pengembalian yang diminta atas investasi pemberi pinjaman perusahaan.”

Biaya utang adalah tingkat bunga sebelum pajak yang dibayarkan kepada pemberian pinjaman. Jika perusahaan memiliki beberapa sumber pembiayaan utang, masing-masing dengan tingkat berbeda, biaya utang yang digunakan dalam rumus *WACC* adalah suatu rata-rata tertimbang. Tingkat pajak korporasi penting untuk tujuan *WACC* karena pembayaran bunga adalah dapat memotong pajak. Hal ini dapat dilihat dari rumus *WACC* yaitu :

$$WACC = \text{utang/pembiayaan total (biaya utang)(1-T)} + \text{ekuitas /pembiayaan total (biaya ekuitas)}.$$

Sebagai contoh misalnya : Perusahaan R membayar bunga \$20 juta setiap tahun kepada bankir dengan tingkat bunga 10 % dan tingkat pajak 40 %, biaya utang sesudah pajak hanya \$ 12 juta 60% (= (biaya utang atau biaya bunga)(1-T)

= \$20 juta $(1-0.4) = \$12$ Juta). Hal ini memberi suatu manfaat bersih sebesar \$8 Juta ($\20 juta $\times 40\%$) dari perlindungan pajak.

4. Tingkat pajak

Tingkat pajak korporasi penting untuk tujuan *WACC* karena pembayaran bunga adalah dapat memotong pajak.

5. Biaya Ekuitas

Menurut Van Horne (1998:399) pengertian biaya ekuitas adalah :

“Tingkat pengembalian yang diminta atas investasi pemegang saham biasa perusahaan.”

Biaya ekuitas adalah pengembalian yang diminta investor untuk membuat investasi ekuitas dalam perusahaan itu. Model yang paling populer untuk tujuan ini disebut model penetapan harga aktiva modal (*capital asset pricing model/CAPM*). *CAPM* dikembangkan pertama kali pada tahun 1960 oleh Profesor William Sharpe dan Mossin dari universitas Stanford juga John Lintner dari Universitas Harvard, menarik sumbangsih sebelumnya terhadap teori keuangan oleh James Tobin dan Harry Markowitz. Mereka mendefinisikan *CAPM* sebagai berikut :

“A Model based on the proposition that any stock's required rate of return is equal to the risk free of return plus a risk premium, where risk reflect diversification”.

Menurut Tandelilin (2001:89) pengertian *CAPM* adalah :

“*CAPM* merupakan modal keseimbangan yang menggambarkan hubungan tingkat return yang diharapkan dengan kondisi pasar yang seimbang secara sederhana dan hanya menggunakan satu variabel (variabel beta) untuk menggambarkan risiko”

Menurut Siegel (2006:251) defenisi *Capital Asset Pricing Model* adalah:

“ Model penetapan harga asset dengan menghubungkan risiko yang diukur dari nilai *beta* dengan tingkat perolehan (*return*) yang diharapkan atau diinginkan atas suatu sekuritas.”

Sedangkan menurut Van Horne (1998:106) mendefenisikan *Capital Asset Pricing Model* sebagai :

“ Model yang menggambarkan hubungan antara risiko dan pengembalian yang diharapkan (dibutuhkan) ; dalam model ini pengembalian surat berharga yang diharapkan adalah tingkat bebas resiko ditambah premium yang didasarkan pada resiko sistematis surat berharga”

Menurut Van Horne (1998:404) biaya ekuitas dapat dilakukan dengan pendekatan CAPM atau model penetapan harga aktiva modal, dengan rumus sebagai berikut:

$$R_j = R_f + (R_m - R_f)B_j$$

Sumber : Van Horne (1998 : 404)

Keterangan :

R_j = Biaya ekuitas

R_f = Angka bebas risiko

R_m = Tingkat pengembalian portofolio pasar yang diharapkan

B_j = Koefisien beta saham j

Sedangkan menurut Young (2001:151) *CAPM* dirumuskan sebagai berikut :

$$E(R) = R_f + \text{beta} [E(R_m) - R_f]$$

Sumber : Young (2001:151)



Keterangan:

$E(R)$ = Harapan pengembalian dari aktiva berisiko manapun

R_f = Pengembalian atas suatu aktiva bebas risiko

Beta = Pengukuran dari risiko

$E(R_m)$ = Harapan Pengembalian atas pasar saham

CAPM membuat beberapa asumsi mengenai perilaku investor . Diantaranya yang terpenting adalah investor adalah penghindar risiko menghindari risiko itu memilih berdiversifikasi. Besarnya tingkat pengembalian yang diinginkan oleh investor menunjukkan persentase pengembalian/penghasilan yang diinginkan oleh para investor atas kesediaan mereka untuk menanamkan dananya pada saham perusahaan dan kesediaan mereka untuk menanggung risiko. Risiko dari berinvestasi dalam ekuitas suatu perusahaan adalah :

$$\begin{aligned} \text{Risiko total} &= \text{risiko pasar} + \text{risiko spesifik perusahaan} \\ &= \text{risiko tidak dapat didiversifikasi} + \text{risiko yang dapat} \\ &\quad \text{didiversifikasi} \\ &= \text{risiko sistematis} + \text{risiko tidak sistematis} \end{aligned}$$

Sumber Young (2001:153)

Kenyataan bahwa dalam setiap investasi terdapat dua jenis risiko yaitu *systematic risk* dan *unsystematic risk*. Teori portofolio modern menunjukkan bahwa *unsystematic risk* dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Tetapi diversifikasi tetap tidak dapat menyelesaikan masalah *systematic risk*, sehingga walaupun sebuah portofolio tersusun dari semua saham yang ada, tetap tidak dapat menghilangkan *systemic risk*.

CAPM mengasumsikan bahwa karena risiko spesifik perusahaan dapat dihilangkan melalui diversifikasi, sementara pasar diasumsikan untuk memberi imbalan bagi investor dalam proporsi terhadap sejumlah risiko sistematis yang mereka bersedia untuk menanggungnya. Dengan perkataan lain, semakin besar risiko sistematis itu, semakin besar harapan pengembalian. Beta adalah suatu pengukuran dari risiko sistematis.

Young (2001:153) berpendapat bahwa :

“Beta mengukur perubahan dari harga saham berkenaan dengan harga saham keseluruhan. Itu mencerminkan risiko pasar, sebagai lawan risiko spesifik perusahaan dan tidak dapat didiversifikasikan”

Menurut Van Horne (1998 : 404) pengertian beta adalah :

“Pengukuran daya respon terhadap kelebihan pengembalian surat berharga terhadap pasar.”

Dalam *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*), risiko didefinisikan sebagai beta (β) yaitu representasi dari tingkat sensitivitas laju pengembalian (*return*) suatu aset terhadap volatilitas pasar. Dalam *CAPM*, beta merupakan satu-satunya ukuran risiko yang relevan dari saham. Beta mengukur volatilitas relatif dari saham, yaitu yang ditunjukkan oleh seberapa besar harga saham tersebut naik atau turun, dibandingkan dengan naik atau turunnya harga-harga saham di pasar secara keseluruhan. Perusahaan yang berisiko memiliki beta lebih tinggi dari 1,0, dan perusahaan yang berisiko lebih sedikit memiliki beta kurang dari 1,0. Semakin tinggi nilai β berarti semakin tinggi risiko. Bila $\beta = 1$, aset bereaksi sama dengan pasar, artinya deviasi standar return dari aset akan sama dengan deviasi standar return dari pasar. Bila $\beta < 1$, aset bereaksi kurang sensitif terhadap pasar dan bila $\beta > 1$ aset akan lebih sensitif dibandingkan pasar. Semakin tinggi tingkat resiko

sistematis (β), semakin tinggi pula perolehan atas sekuritas yang diinginkan oleh investor.

koefisien beta (β) saham adalah :

ukuran sensitivitas atau kepekaan individu saham terhadap pergerakan pasar

$\beta > 1$: Saham dengan koefisien beta > 1 : lebih agresif dari pasar

$\beta = 1$: Saham dengan koefisien beta $= 1$: mengikuti arus pasar

$\beta < 1$: Saham dengan koefisien beta < 1 : lebih lambat dari pasar.

2.3.1.5 Perbandingan *Economic Value Added (EVA)* dengan Pengukur Kinerja Perusahaan Lain

Dalam bukunya Tunggal (2001:9) *G. Bennet Steward* menyatakan Pengukuran kinerja perusahaan yang yang terbaik adalah *economic value added* :

"Besides providing all of the right incentives, another important advantage to using EVA is that it is the one and only internal measure of corporate performance to tie directly to value. It is the fuel that fires a premium (or accounts for the discount) in the market's valuation of any business. No other measure can make the connection between performance and value or clear as EVA can."

Perbedaan utama antara *EVA* dengan *profit measure* konvensional adalah *EVA* menghitung *economic profit* dimana pendapatan harus mencakup tidak hanya beban operasi tapi juga mencakup beban modal. Dibandingkan pengukur kinerja lain, *EVA* lebih baik karena menghubungkan semua pengambilan keputusan dengan fokus yang sama yaitu bagaimana meningkatkan *EVA*.

EVA memungkinkan semua keputusan manajemen dibuat, dimonitor, dikomunikasikan dan dikompensasikan dalam cara yang konsisten yaitu memberikan nilai tambah atas investasi pemegang saham. Dengan menggunakan

EVA, manajer akan termotivasi untuk menciptakan *shareholders value* yang semakin besar, Sebab manajer akan akan memperoleh bonus jika dapat menciptakan *shareholders value*, sehingga dapat mengurangi benturan kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Berdasarkan hal diatas maka keunggulan *EVA* yang lain adalah sebagai berikut :

1. *EVA* memfokuskan penilaian pada nilai tambah dengan memperhitungkan beban sebagai konsekuensi investasi.
2. *EVA* memperhitungkan *cost of capital* (*cost of debt* dan *cost of equity*).
3. Prinsip *EVA* adalah bahwa tidak ada dana yang gratis sehingga modal pemilik atau ekuitas juga harus dimasukkan dalam perhitungan *cost of capital*. Pengukuran kinerja lain yang sering digunakan seperti *Earning Per Share (EPS)* tidak memperhitungkan biaya yang diperlukan untuk menghasilkan *earning* tersebut.
4. Dengan penerapan *EVA*, untuk setiap investasi yang dilakukan atau proyek yang diambil, manajer akan lebih fokus dalam menilai apakah investasi tersebut memberikan *return* melebihi *cost of capital*.

Ada beberapa alasan mengapa EVA lebih unggul dalam menilai kinerja keuangan perusahaan ([http://www.apwu.org/dept/ind-rel/USPS_hbks/F-Series/F06%20Economic%20Value%20Added%20201%20\(111%20KB\).pdf](http://www.apwu.org/dept/ind-rel/USPS_hbks/F-Series/F06%20Economic%20Value%20Added%20201%20(111%20KB).pdf)) :

EVA is superior to other measures of financial performance because of the following:

1. *EVA links the use of capital with unit financial performance and provides a business focus for unit management.*
2. *EVA provides an incentive to employees to minimize expense and capital employed rather than to maximize the amount of budget resources available.*
3. *EVA empowers employees who are accountable for producing maximum results and minimizing resources used.*

This formula is the essence of EVA — net operating income (NOI) minus the cost of capital used to generate that income.

Gambar 2.2
The real profit of a company

The logo depicts the EVA drivers: revenue, expenses, and capital.



Sumber : http://www.apwu.org/dept/ind-rel/USPS_hbks/F-Series

The real profit that is of interest to investors is the profit after deducting the capital costs. This profit figure is often called Economic Value Added, EVA (or Economic Profit or Residual Income).

2.3.2 Pengukuran Kinerja Perusahaan dengan Pendekatan *Market Value Added (MVA)*

Market Value Added (MVA) merupakan selisih antara *market value of the firm* dengan *total capital invested*.

Manurung Adler (2007:133) memberi definisi *Market Value Added (MVA)* sebagai :

“Perbedaan antara nilai pasar perusahaan dengan total investasi modal ke dalam perusahaan.”

Market Value Added (MVA) dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$MVA = \text{Market Value} - \text{Invested Capital}$$

$$MVA = (\text{Harga Pasar Saham Biasa} \times \text{Jumlah Saham Beredar}) - \text{Total Ekuitas}$$

Sumber : Manurung Adler (2007:133)

Market Value Added (MVA) mencerminkan bagaimana keberhasilan suatu perusahaan atas investasi *capital* yang telah dilakukan di masa lalu dan bagaimana keberhasilan yang mungkin diperoleh atas investasi *capital* di masa mendatang.

Semakin tinggi *MVA*, semakin baik. Nilai *MVA* yang tinggi mengindikasikan perusahaan telah mampu menciptakan kekayaan yang substansial bagi pemegang saham. Nilai *MVA* yang negatif berarti nilai dari tindakan dan investasi manajemen lebih rendah daripada nilai *capital* yang dikontribusikan bagi perusahaan oleh pasar modal. Hal ini menunjukkan ada nilai yang terdestruksi.

Dalam http://www.12manage.com/methods_mva.html sebagai salah satu alat ukur kinerja yang memiliki banyak manfaat, *MVA* juga memiliki keterbatasan-keterbatasan, yaitu :

1. *MVA* tidak mengikutsertakan *opportunity cost* atas *capital* yang diinvestasikan.
2. *MVA* tidak mengikutsertakan pengembalian kas interim kepada *shareholder*.
3. *MVA* tidak dapat dihitung pada tingkat divisi (bisnis unit strategis) dan tidak dapat digunakan untuk perusahaan privat.

2.3.3 Pengukuran Kinerja Perusahaan dengan Pendekatan *Earning Per Share (EPS)*

Menurut perspektif pemegang saham, kinerja perusahaan tercermin dari peningkatan nilai serta imbal hasil investasi mereka. Oleh karena itu, manajer harus memastikan bahwa tingkat imbal hasil yang tercipta dari operasi perusahaan dapat memenuhi ekspektasi para pemegang saham. Pengukur kinerja berfungsi untuk mengetahui berapa tingkat imbal hasil yang tercipta dari operasi perusahaan. *Earning Per Share (EPS)* mengukur berapa laba yang dihasilkan untuk setiap lembar saham biasa yang beredar. *Earning Per Share (EPS) ratio* menunjukkan jumlah pendapatan bersih yang tersedia untuk pemegang saham biasa yang dibagi dengan jumlah lembar saham biasa yang beredar.

Formula untuk menghitung *EPS* adalah sebagai berikut:

$$EPS = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}}$$

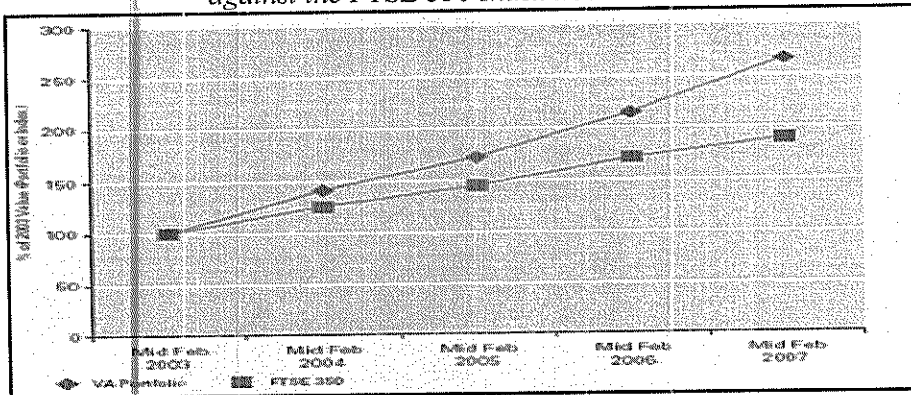
Sumber : Darsono (2005 : 58)

2.3.4 Penelitian-penelitian Mengenai Pengaruh *Economic Value Added* dan *Market Value Added Analysis* terhadap Harga Saham

Menurut penelitian yang dilakukan oleh VA Scoreboard (http://www.innovation.gov.uk/value_added/default.asp?page=51), menyatakan bahwa dari 21 perusahaan-perusahaan yang memimpin dalam 21 sektor di bursa UK, Inggris, 19 perusahaan diantaranya memiliki nilai tambah (*EVA* dan *MVA*) portofolio yang meningkat sejalan dengan peningkatan harga saham. Hal ini dinyatakan dalam gambar 2.3 yang menyatakan pandangan prospek nilai tambah portofolio meningkat bersamaan dengan peningkatan FTSE 350 Index 2003 to 2007.

"In the 2006 VA Scoreboard, a set of 21 UK companies were listed from 21 sectors – they had all been selected from the 2003 VA Scoreboard as leading companies in their sectors in that year. The changing value of a portfolio of these 19 companies was shown in the 2006 Scoreboard over the period 2003-06 and is now shown in figure 2.3 over a 4 year period. The value of the portfolio (equal investments in the 19 companies) has continued to increase and, in particular, has increased much faster than the FTSE 350 index. The out-performance of the value added portfolio is not just the result of a couple of good companies showing very large rises in share price – a total of 14 companies out of 19 had share price growth larger than the FTSE 350, 3 were comparable and only 2 were significantly lower. Of the 14 out-performers, 13 showed 25% higher growth than the FTSE 350 with 10 showing 50% larger growth. Over the four year period 2003 to 2007 the VA portfolio grew in value at nearly twice the rate of the FTSE 350 – an increase of 166% compared to 89% for the FTSE 350. This shows that many companies selected for their performance on some simple value added criteria also outperform the FTSE 350 index. This is consistent with the observation in VA Scoreboards that certain companies perform consistently well in their sectors and improve their relative position, certainly over the 4-5 year period over which VA Scoreboards have been produced. Value added criteria, then, appear to have some predictive value for subsequent stock market performance and investors will wish to understand the factors underlying a company's strong VA performance and whether these are likely to give it a long term advantage (see reference 9 for a summary of investment classics)."

Gambar 2.3
*The Value of the prospective VA portfolio
 against the FTSE 350 Index 2003 to 2007*



Sumber : http://www.innovation.gov.uk/value_added/default.asp?page=51

Sedangkan menurut Ali Hasanuddin (2006) melakukan penelitian EVA terhadap pengembalian saham pada industri perkebunan yang terdapat di Bursa Efek Jakarta, hasil penelitiannya menyatakan bahwa tahun 2000 sampai dengan 2004 untuk industri perkebunan yang terdapat di BEJ, *Economic Value Added (EVA)* perusahaan mempunyai hubungan yang lemah dengan *stock return* atau dengan kata lain bahwa *Economic Value Added (EVA)* perusahaan tidak bisa menjamin peningkatan pada pengembalian saham atau tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham. Noer Sasongko & Nila Wulandari (2006) juga melakukan penelitian terhadap pengaruh *EVA* dan rasio-rasio profitabilitas (*Return On Asset, Return On Equity, Return On Sales, Earning Per Share* dan *Basic Earning Power*) terhadap harga saham pada 45 perusahaan manufaktur yang aktif periode tahun 2001 sampai 2002. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa *Economic Value Added, Return On Asset, Return On Equity, Return On Sales*, dan *Basic Earning Power* tidak berpengaruh terhadap harga saham, sementara *Earning Per Share* berpengaruh terhadap harga saham.

Apakah *Economic Value Added (EVA)* dan *Market Value Added (MVA)*, mempunyai pengaruh terhadap harga saham di Indonesia ? Hal inilah yang menjadi pertanyaan yang ingin diteliti lebih lanjut oleh penulis. Hal ini penting karena *EVA* bisa menjadi alat alternatif untuk menilai suatu perusahaan dan kinerja sahamnya di pasar modal atau sebagai kriteria dalam berinvestasi di pasar modal. Secara umum *shareholders* menginginkan *performance* perusahaannya bagus. Hal ini dikarenakan *performance* perusahaan menentukan nilai perusahaannya. Bila nilai perusahaannya bertambah tinggi berarti *shareholders wealth* akan meningkat. Peningkatan kekayaan para pemilik perusahaan atau pemegang saham ini akan dinikmati dalam bentuk pembagian deviden maupun peningkatan harga saham dipasar modal. Bisa disimpulkan juga bahwa *performance* yang bagus akan memicu kenaikan harga saham sehingga *shareholders wealth* juga akan meningkat. Hal inilah yang menjadikan pentingnya suatu konsep dalam penilaian kinerja perusahaan atau manajemen yang mempunyai hubungan dengan peningkatan harga saham atau pengembalian saham dipasar, atau bahkan dapat mempengaruhi harga pasar saham itu.

2.4 Kerangka Berpikir

Gambar 2.4
Kerangka Berpikir

