

SURAT PENCATATAN CIPTAAN

Dalam rangka perlindungan ciptaan di bidang ilmu pengetahuan, seni dan sastra berdasarkan Undang-Undang Nomor 28 Tahun 2014 tentang Hak Cipta, dengan ini menerangkan:

Nomor dan tanggal permohonan : EC00202053973, 27 November 2020

Pencipta

Nama : **Dr. Suropto, S.Sos.,M.AB.**

Alamat : Jalan H.Komaruddin Gg. H.Ismail No.60 Rt.20 Lk.1 Raja Basa Raya, Rajabasa, Bandar Lampung., Bandar Lampung, LAMPUNG, 35144

Kewarganegaraan : Indonesia

Pemegang Hak Cipta

Nama : **Dr.Suropto, S.Sos.,M.AB.**

Alamat : Jalan H.Komaruddin Gg. H.Ismail No.60 Rt.20 Lk.1 Raja Basa Raya, Rajabasa, Bandar Lampung. , Bandar Lampung, LAMPUNG, 35144

Kewarganegaraan : Indonesia

Jenis Ciptaan : **Buku**

Judul Ciptaan : **Manajemen Keuangan (Strategi Penciptaan Nilai Perusahaan Melalui Pendekatan Economic Value Added)**

Tanggal dan tempat diumumkan untuk pertama kali : 19 Juni 2015, di Bandar Lampung
di wilayah Indonesia atau di luar wilayah Indonesia

Jangka waktu perlindungan : Berlaku selama hidup Pencipta dan terus berlangsung selama 70 (tujuh puluh) tahun setelah Pencipta meninggal dunia, terhitung mulai tanggal 1 Januari tahun berikutnya.

Nomor pencatatan : 000223721

adalah benar berdasarkan keterangan yang diberikan oleh Pemohon.

Surat Pencatatan Hak Cipta atau produk Hak terkait ini sesuai dengan Pasal 72 Undang-Undang Nomor 28 Tahun 2014 tentang Hak Cipta.



a.n. MENTERI HUKUM DAN HAK ASASI MANUSIA
DIREKTUR JENDERAL KEKAYAAN INTELEKTUAL

Dr. Freddy Harris, S.H., LL.M., ACCS.
NIP. 196611181994031001

Disclaimer:

Dalam hal pemohon memberikan keterangan tidak sesuai dengan surat pernyataan, menteri berwenang untuk mencabut surat pencatatan permohonan.

HALAMAN PENGESAHAN

Judul : Manajemen Keuangan (Strategi Penciptaan Nilai Perusahaan Melalui Pendekatan Economic Value Added)
Jeni Buku : Refrensi
Penulis : Suropto
Instansi : Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Lampung
Penerbit : Graha Ilmu
ISBN : 978-602-262-523-0
Edisi Cetakan : Pertama, Tahun 2015

Bandar Lampung, Juni 2021

Mengetahui/Menyetujui

Dekan



Dra. Ida Nurhaida, M.Si.

NIP. 19610807 198703 2 001

Penulis,

Dr. Suropto, S.Sos., M.AB.

NIP. 19690226 199903 1 001

Mengetahui,

Ketua LPPM Universitas Lampung



Dr. Lusmeilia Afriani, S.T., DEA.

NIP. 196505101993032008

DOKUMENTASI LEMBAGA PENELITIAN DAN PENGABDIAN KEPADA MASYARAKAT UNIVERSITAS LAMPUNG	
TGL	25.8.2021
NO INVEN	108/B/B/N/FISIP/2021
JENIS	Ruang Penelitian lain termasuk Bookchapter
PARAF	

Dr. Suropto, S.Sos., M.AB.

Manajemen Keuangan

Strategi Penciptaan Nilai Perusahaan
Melalui Pendekatan Economic Value Added



Manajemen Keuangan

Strategi Penciptaan Nilai Perusahaan
Melalui Pendekatan Economic Value Added

Manajemen Keuangan

Strategi Penciptaan Nilai Perusahaan
Melalui Pendekatan Economic Value Added

Dr. Suropto, S.Sos., M.AB.



GRAHA ILMU

MANAJEMEN KEUANGAN; Strategi Penciptaan Nilai Perusahaan Melalui Pendekatan *Economic Value Added*, oleh Dr. Sripto, S.Sos., M.AB
Hak Cipta © 2015 pada penulis



GRAHA ILMU

Ruko Jambusari 7A Yogyakarta 55283

Telp: 0274-882262; 0274-889398; Fax: 0274-889057;

E-mail: info@grahailmu.co.id

Hak Cipta dilindungi undang-undang. Dilarang memperbanyak atau memindahkan sebagian atau seluruh isi buku ini dalam bentuk apa pun, secara elektronik maupun mekanis, termasuk memfotokopi, merekam, atau dengan teknik perekaman lainnya, tanpa izin tertulis dari penerbit.

ISBN: 978-602-262-523-0

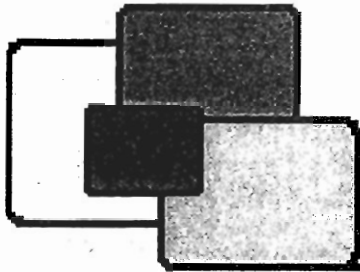
Cetakan Pertama, tahun 2015

Semua informasi tentang buku ini, silahkan scan QR Code di cover belakang buku ini

*Untuk Istriku tercinta walaupun dengan penuh keperihatinan ,
selalu setia dan sabar menemani selama menempuh
pendidikan Strata 2 dan Strata 3.*

*Untuk ke dua Putriku tersayang
Sholihatul Ulul Albabiyah dan Nurul Fikriatus Sholihah serta tak lupa pada putraku
Ikhlasul Akmal Sholeh.*

*Nama-nama ketiga anakku adalah cermini dari pergumulan seorang Bapak dalam
mencari ilmu dan Keikhlasan dalam bekerja dan beribadah
Mencari Ilmu penting, tetapi yang lebih penting
adalah niat yang ikhlas jauh lebih penting*



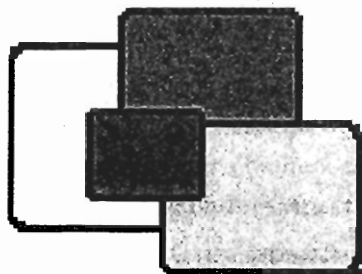
KATA PENGANTAR

Saat ini kebanyakan pendekatan manajemen baru bermunculan dalam rangka meningkatkan kinerja organisasi total quality management, flat organizations, empowerment, continuous improvement, re-engineering, kaizen, team building dan lain sebagainya. Banyak dari pendekatan tersebut yang berhasil tetapi banyak juga yang mengalami kegagalan. Kegagalan penerapan pendekatan tersebut lebih banyak diakibatkan oleh tidak jelasnya sasaran kinerja yang akan dicapai atau tidak adanya keselarasan yang kurang tepat dengan tujuan penciptaan nilai. Value-Based Management (VBM) atau manajemen berbasis nilai dapat dijadikan jalan keluar untuk menyelesaikan permasalahan tersebut. Value-based management (VBM) dapat memberikan suatu metrik yang tepat atau nilai yang jelas, yang dapat dibangun dalam suatu organisasi.

Buku Manajemen Keuangan; Strategi Penciptaan Nilai Perusahaan Melalui Pendekatan Economic Value Added akan mengupas Value-Based Management (VBM) didasarkan pada suatu pemikiran bahwa nilai suatu organisasi atau perusahaan ditentukan oleh aliran dana yang didiskonted pada masa yang akan datang. Nilai tersebut hanya dapat diperoleh, ketika investasi dapat menghasilkan tingkat pengembalian (rate of return) melebihi biaya investasi atau Economic Value Added (EVA) yang positif. Value-Based Management (VBM) adalah suatu pendekatan manajemen yang menyelaraskan seluruh aspirasi, teknik analisis dan proses manajemen yang bertumpu pada pengambilan keputusan manajemen yang dapat menciptakan nilai.

Seperti kata pepatah "tak ada gading yang tak retak", demikian pula isi buku yang disusun ini, masih jauh dari kesempurnaannya. Berkenaan dengan hal tersebut penulis mengharapkan kritik dan saran yang bersifat konstruktif dari pembaca. Sebagai akhir kata, penulis mengucapkan banyak terima kasih kepada pihak-pihak yang telah membantu tersusunnya buku ini, dan semoga buku ini bermanfaat bagi kita semua. Terima kasih.

Penulis

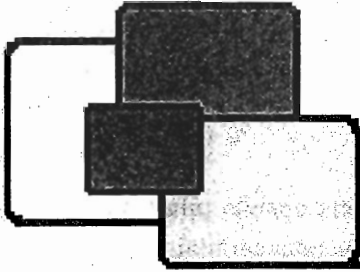


DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI	ix
BAB I PENDAHULUAN	1
BAB II STRATEGI KEUANGAN DALAM MENCIPTAKAN NILAI DAN STRUKTUR MODAL	5
2.1 Strategi Keuangan dalam Menciptakan Nilai	5
2.2 Struktur Modal	7
2.3 Mengukur dan Menentukan Struktur Modal	8
2.4 Menentukan Struktur Modal Spesifik Perusahaan	8
2.5 <i>Coporate Governance</i> , Aktivitas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan.	9
2.6 <i>Signaling</i> Pendanaan	9
2.7 Teori Struktur Modal	10
2.7.1 Teori Struktur Modal MM (Franco Modigliani dan Merton Miller)	10
2.7.2 Pengaruh Perpajakan	10
2.7.3 Pengaruh Potensi Terjadinya Kebangkrutan	11
2.7.4 Teori Pertukaran (<i>The Trade Off Theory</i>)	11
2.7.5 Peran Pasar Modal dan Lembaga Keuangan	12
2.8 <i>Agency Problem, Asymmetric Information dan Pecking Order Theory</i>	13
BAB III PENGUKURAN KINERJA	15
3.1 Arus Kas Operasi dan <i>Earning</i>	15
3.2 <i>Residual Income dan Economic Value Added (EVA)</i>	16
3.3 <i>Weighted Average Cost Of Capital (WACC)</i> dan Penyesuaian Akuntansi	17

3.4	<i>Returns</i> yang Diterima Pemegang Saham	19
3.5	Peningkatan <i>Economic Value Added</i>	19
3.6	Hubungan <i>Economic Value Added</i> Terhadap <i>Stock Return</i>	21
BAB IV	MODEL PENENTUAN HARGA SEKURITAS	23
4.1	Faktor-Faktor yang Mempengaruhi <i>Stock Returns</i>	24
4.1.1	Pendekatan Markowitz	24
4.1.2	Capital Asset Pricing Model (CAPM)	26
4.1.3	<i>Arbitrage Pricing Theory</i> (APT)	27
BAB V	KETERKAITAN ECONOMIC VALUE ADDED (EVA), PASAR MODAL DAN MODEL PENENTUAN HARGA SAHAM	29
5.1	<i>Economic Value Added</i> (EVA) dan <i>Efficient Market Hypothesis</i> (EMH)	29
5.2	<i>Economic Value Added</i> (EVA) dan <i>Non Efficient Market Hypothesis</i> (EMH)	30
5.3	Informasi Akuntansi dan Pasar Modal	32
5.4	Anomali dari <i>Capital Assets Pricing Model</i> (CAPM)	32
5.4.1	<i>Earnings / Price</i>	32
5.4.2	<i>Firm Size</i>	33
5.4.3	<i>Long-Term Return Reversals</i>	33
5.4.4	<i>Book- To- Market Equity</i>	33
5.4.5	Leverage	33
5.5	Perkembangan Indikator Ekonomi dan Bursa Efek Jakarta (BEJ)	33
BAB VI	ECONOMIC VALUE ADDED (EVA), STOCK RETURN DAN NILAI PERUSAHAAN	39
6.1	<i>Economic Value Added</i> (EVA) Sebagai Ukuran Kinerja Internal	40
6.2	Perspektif Manajemen Berbasis Nilai (<i>Value Based Management</i>)	42
6.2.1	<i>Economic Value Added</i> (EVA) dan <i>Goal Setting</i>	42
6.2.2	<i>Economic Value Added</i> (EVA) dan <i>Capital Budgeting</i>	42
6.2.3	<i>Economic Value Added</i> (EVA) dan <i>Performanace Assessment</i>	43
6.2.4	<i>Economic Value Added</i> (EVA) dan <i>Incentive Compensation</i>	43
BAB VII	DASAR-DASAR MANAJEMEN BERBASIS NILAI (VALUE BASED MANAGEMENT)	45
7.1	Konsep Dasar Penggunaan <i>Value Based Management</i> (VBM)	46
7.1.1	Kerangka Berfikir Penciptaan Nilai	46
7.1.2	Sistem dan Proses Manajemen	47
7.2	Menentukan Penggerak Nilai	48
7.2.1	Proses Manajemen	50
7.2.2	Pengembangan Strategi	50

7.2.3	Menentukan Sasaran	51
7.3	<i>Action Plans</i> dan Anggaran	52
7.3.1	Pengukuran Kinerja	52
7.3.2	Perencanaan Kompensasi	53
7.4	Kunci Keberhasilan Penggunaan <i>Value Based Mangement</i> (VBM)	54
7.5	Contoh Implementasi Manajemen Berbasis Nilai	54
BAB VIII MODEL PENGUKURAN DAN MEMPREDIKSI SHAREHOLDER VALUE		61
8.1	Pengukuran Kinerja Berdasarkan Nilai	61
8.1.1	<i>Economic Value Added</i> (EVA)	62
8.1.2	Langkah-langkah Menghitung <i>Economic Value Added</i> (EVA)	62
8.2	Faktor-faktor yang Mempengaruhi <i>Economic Value Added</i> (EVA)	63
8.3	<i>Manfaat Shareholder Value</i> Terhadap Kinerja Perusahaan	65
8.4	Strategi Meningkatkan <i>Economic Value Added</i> (EVA)	66
8.5	Langkah-Langkah Menghitung <i>Shareholder Value</i>	66
BAB IX KETERKAITAN ACTIVITY BASED COSTING (ABC), BALANCED SCORECARD (BSC) DAN ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)		69
9.1	<i>Activity Based Costing</i> (ABC)	70
9.2	<i>Balanced Scorecard</i> (BSC)	71
9.3	<i>Economic Value Added</i> (EVA)	73
BAB X STRATEGI PENGGUNAAN BALANCE SCORECARD TERHADAP KINERJA BUMN/BUMD		77
10.1	Penilaian Kinerja dan <i>Balanced Scorecard</i>	77
10.2.1	Lima Kegunaan Penerapan <i>Balanced Scorecard</i> Pada Kinerja BUMN	79
10.2.2	Metode Pengukuran Kinerja <i>Balanced Scorecard</i>	79
10.2.3	Kelompok Pengukuran Perspektif Pelanggan dalam Kinerja BUMN	80
10.2.4	Penerapan <i>Balance Scorecard</i> Pada BUMN	80
10.2.5	Perancangan Sistem Pengukuran Kinerja <i>Balance Scorecard</i> (BSC)	83
10.2.6	Konsep Kinerja dengan <i>Balance Scorecard</i>	84
10.2.7	<i>Balance Scorecard</i> Sebagai System Manajemen	85
10.2.8	Implementasi <i>Balanced Scorecard</i> Pada Kinerja BUMN	85
10.2.9	Keunggulan Pendekatan <i>Balanced Scorecard</i> dalam System Perencanaan Strategik	85
10.2.10	Alasan Penggunaan <i>Balance Scorecard</i> Pada Kinerja BUMN	87
BAB XI HASIL EMPIRIS MANAJEMEN BERBASIS NILAI DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)		89
DAFTAR PUSTAKA		105



BAB I

PENDAHULUAN

Secara umum setiap perusahaan didirikan mempunyai tujuan untuk menghasilkan laba yang sebesar-besarnya untuk kepentingan seluruh *stakeholder*. Tanggung jawab perusahaan bukan hanya kepada pemilik saja, melainkan kepada semua pihak yang mempunyai kepentingan. Segala kebijakan yang ada di perusahaan harus mempertimbangkan dampaknya kepada *stakeholder*. Pada saat ini, memaksimalkan laba sudah tidak relevan lagi, memaksimalkan nilai suatu perusahaan adalah suatu tujuan yang sangat relevan dalam era persaingan yang sangat ketat ini, terutama perusahaan-perusahaan yang sudah *go public*. Tujuan perusahaan-perusahaan yang *go public*, dimana sahamnya diperjualbelikan di pasar bursa adalah memaksimalkan nilai saham karena nilai saham yang ada adalah cerminan kekayaan para pemegang sahamnya atau investor. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan yang kepemilikannya dimiliki oleh publik, nilai perusahaan dikaitkan dengan nilai saham yang beredar di pasar.

Penentuan tujuan bagi perusahaan sangat penting untuk menentukan arah kebijakan dan strategi yang harus dilaksanakan dalam rangka pencapaian tujuan tersebut. Penentuan tujuan perusahaan berhubungan langsung dengan pengukuran kinerja perusahaan. Kesalahan dalam pengukuran kinerja juga akan mengakibatkan kesalahan dalam menilai prestasi atau kinerja perusahaan sebenarnya yang berhubungan dengan tujuan yang telah ditetapkan sebelumnya oleh semua pihak yang mempunyai kepentingan.

Pengukuran kinerja dengan menggunakan rasio-rasio keuangan sudah tidak relevan lagi, karena rasio-rasio keuangan tersebut tidak memberikan gambaran kinerja sebenarnya. Rasio-rasio keuangan yang ada sangat tergantung pada metode atau perlakuan akuntansi yang digunakan. Pengukuran kinerja berdasarkan data-data akuntansi tidak dapat memberikan informasi tentang nilai tambah yang tercipta dalam periode tertentu. Informasi nilai tambah yang dihasilkan akan memberikan gambaran sejauh mana kinerja perusahaan dalam menciptakan nilai tambah. Pengukuran kinerja berdasarkan nilai tambah adalah pengukuran yang valid untuk menilai kinerja yang sebenarnya.

Pengukuran kinerja yang berhubungan dengan nilai tambah adalah pengukuran kinerja berdasarkan nilai tambah ekonomis (*economic value added*) yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut. Pengukuran kinerja berdasarkan nilai tambah ekonomis (*economic value added*) akan memberikan arah bagi manajemen untuk mengambil kebijakan dan strategi yang dapat menciptakan nilai tambah secara ekonomis. Begitu juga, bagi manajemen dapat dikatakan berhasil apabila dapat menciptakan nilai tambah secara ekonomis.

Pihak pemegang saham sebagai pemilik akan bertambah kekayaannya, apabila pihak manajemen sebagai pihak yang diberi mandat untuk menjalankan perusahaan dapat menciptakan nilai tambah secara ekonomis. Begitu juga, pihak manajemen akan diberikan imbalan yang setimpal, sesuai dengan nilai tambah ekonomis yang diciptakan. Pengukuran kinerja berdasarkan sejauh mana nilai tambah ekonomis yang diciptakan adalah pengukuran kinerja yang adil atau *fair* baik bagi pemilik maupun pihak manajemen sebagai *agent*.

Pengukuran kinerja berdasarkan nilai tambah ekonomis dikenal dengan sebutan *Economic Value Added (EVA)*. Konsep EVA pertama kali diperkenalkan pada awal 1989 dan mendapat perhatian sampai 1993 (*Fortune 1993* dalam Chen Shimin, et al, 2001). *Economic Value Added (EVA)* membuktikan kemampuannya dalam memberikan tingkat pengembalian saham yang baik, sebagaimana iklan *Stewart* sebagai konsultan yang pertama kali mengembangkan konsep *Economic Value added (EVA)* “lupakan *Earning per share* dan *return on equity* dan *return on investment*, *Economic value added (EVA)* dapat meningkatkan pengembalian saham (Stewart & Co, 1995 dalam Chen Shimin, et al, 2001).

Pada saat ini fungsi pasar modal sangat penting terutama sebagai sarana untuk menghimpun dana dari masyarakat. Masyarakat yang mempunyai kelebihan dana dapat memindahkan dananya kepada yang membutuhkan dana yaitu emiten melalui pasar modal. Masyarakat yang mempunyai kelebihan dana dapat menjadi investor melalui pasar modal dengan harapan dapat memperoleh imbalan dari penyerahan dana tersebut. Bagi peminjam dana (emiten) dapat dengan mudah memperoleh dana untuk kebutuhan operasional usahanya tanpa harus menunggu hasil dari usahanya.

Para investor selalu ingin memaksimalkan imbal hasil (*return*), *return* merupakan motivator dalam suatu proses investasi, maka pengukuran *return* merupakan suatu cara yang sering digunakan investor dalam menentukan investasi. Pengukuran *return* secara historis memungkinkan investor untuk mengetahui keberhasilan suatu investasi di masa akan datang yang belum diketahui secara pasti. Investor sebagai pemilik saham dapat memiliki keuntungan berupa pertama yaitu dividen, jika perusahaan memiliki laba yang merupakan sumber dana bagi pembayaran dividen dan manajemen memilih membayar dividen dari pada menahan laba. Kedua, *capital gain* (keuntungan modal) yaitu selisih dari harga jual dengan harga beli saham, jika menjual sahamnya dengan kurs yang lebih tinggi dari kurs waktu membeli.

Suatu *return* suatu saham dapat diketahui melalui penilaian harga saham. Penilaian harga saham dapat dilakukan melalui pendekatan fundamental dan teknikal. Pendekatan fundamental dengan cara memperhatikan faktor-faktor fundamental dari setiap perusahaan yang tercatat di bursa pasar modal. Sedangkan pendekatan teknikal melalui metode peramalan dengan memperhatikan grafik kecenderungan harga saham.

Pendekatan fundamental bertitik-tolak dari pemikiran bahwa harga saham yang wajar ditentukan oleh harapan atas: dividen, pertumbuhan keuntungan dan tingkat suku bunga diskon dimasa mendatang. Ketiga hal ini ditentukan oleh kondisi makro ekonomi dimana perusahaan beroperasi.

Pendekatan makro ekonomi diajukan oleh Ross yang mengajukan model yang dapat menjelaskan keterkaitan tingkat hasil saham dengan faktor ekonomi atau yang dikenal dengan pendekatan *Arbitrage Pricing Model* (APT). Pendekatan ini mengisyaratkan adanya hubungan linier antara tingkat hasil sekuritas dengan beberapa faktor. Model APT menyatakan bahwa tingkat keuntungan dari saham yang diperdagangkan di pasar modal terdiri dari dua komponen, yaitu: tingkat keuntungan normal atau tingkat keuntungan yang diharapkan dan tingkat keuntungan yang tidak pasti atau berisiko (Husnan, 1994).

Tingkat pengembalian investasi saham tidak hanya ditentukan oleh indeks pasar saja tetapi oleh beberapa variabel diluar indeks yang disebut *ekstra market*. Oleh sebab itu untuk menentukan pengembalian investasi saham dapat menggunakan multi indeks atau ditentukan oleh beberapa faktor diantaranya: tingkat inflasi, pertumbuhan ekonomi, tingkat bunga, nilai tukar mata uang asing dengan mata uang domestik (makro ekonomi). Harga saham yang juga merupakan indikator nilai perusahaan pada dasarnya juga merupakan refleksi keberhasilan dari keputusan-keputusan strategis keuangan (keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen) yang dibuat oleh manajemen perusahaan. Keberhasilan dari keputusan-keputusan strategis keuangan tersebut, dinilai berdasarkan dampak yang ditimbulkannya terhadap harga saham. Dengan kata lain, manajemen perusahaan dapat dikatakan berhasil apabila keputusan-keputusan yang diambil berdampak positif atau dapat meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dari peningkatan harga saham perusahaan.

Keberhasilan dari keputusan-keputusan strategis keuangan yang dibuat oleh manajemen perusahaan dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan selain ditentukan oleh faktor internal perusahaan juga ditentukan oleh faktor eksternal utamanya kondisi ekonomi makro. Karena, pada dasarnya suatu perusahaan merupakan bagian dari entities ekonomi dari suatu negara, oleh karena itu maka kinerja perusahaan juga akan ditentukan oleh kondisi perekonomian negara tersebut. Dengan demikian maka kondisi ekonomi makro suatu negara juga akan mempengaruhi keberhasilan manajemen perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan (meningkatkan nilai perusahaan).

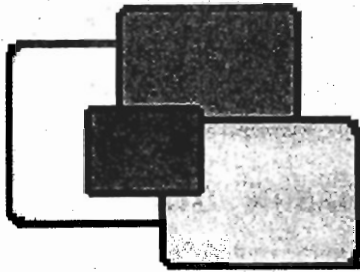
Beberapa studi empiris yang pernah dilakukan terkait dengan pengaruh faktor eksternal terhadap harga saham (nilai perusahaan) seperti yang dilakukan oleh Geske & Roll (1983) menunjukkan bukti bahwa ada hubungan yang kuat antara kebijakan *fiscal* dan kebijakan moneter dengan inflasi dan tingkat pengembalian saham pada pasar modal suatu negara. McQueen & Roley (1993) menunjukkan bahwa aktivitas ekonomi dapat berdampak pada keseluruhan harga saham. Secara agregat, keberhasilan perusahaan dalam mendapatkan laba sangat ditentukan oleh faktor-faktor ekonomi, kinerja manajemen dan lingkungan industri. Adapun alasan yang mendasari pernyataan ini adalah bahwa perubahan-perubahan faktor eksternal utamanya kinerja ekonomi makro cenderung berdampak terhadap perubahan-perubahan pencapaian laba pada seluruh sektor usaha.

Lebih lanjut, Fama (1981) dalam penelitiannya yang berjudul *Stock returns, real activity, inflation and money* menemukan bukti bahwa tingkat inflasi berhubungan negatif dengan aktivitas riil ekonomi dan *stock return*. Temuan Fama (1981) ini menunjukkan bahwa tingkat inflasi berhubungan negatif dengan harga saham (nilai perusahaan), artinya terdapat kontribusi yang signifikan dari tingkat bunga dan nilai tukar dengan harga saham. Nilai perusahaan ditentukan oleh indeks harga konsumen atau inflasi, inflasi jangka pendek berhubungan negatif dan inflasi jangka panjang berhubungan positif dengan harga saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Tsoukalas (2003) yang berjudul *macroeconomic factors and stock prices in the emerging Cypriot equity market*, menguji pengaruh variabel-variabel ekonomi makro dengan harga saham. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa variabel-variabel *macroeconomics* yang terdiri dari tingkat pertumbuhan penawaran uang, *industrial production*, indeks harga konsumen, nilai tukar valuta asing mempunyai korelasi yang kuat dengan harga saham (nilai perusahaan) dan pengaruh yang paling dominan ditunjukkan oleh nilai tukar.

Dari beberapa studi empiris tersebut di atas, menunjukkan bahwa harga saham yang merupakan indikator dari nilai perusahaan ditentukan oleh variabel-variabel faktor eksternal meliputi inflasi, tingkat bunga, dan nilai tukar valuta asing (valas). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa faktor eksternal utamanya kondisi ekonomi makro (inflasi, tingkat bunga, dan nilai tukar valuta asing) merupakan determinan dari harga saham (nilai perusahaan) yang juga patut diperhatikan oleh manajemen perusahaan dalam proses pembuatan keputusan-keputusan strategis keuangan (keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen).

-oo0oo-



BAB II

STRATEGI KEUANGAN DALAM MENCIPTAKAN NILAI DAN STRUKTUR MODAL

2.1 STRATEGI KEUANGAN DALAM MENCIPTAKAN NILAI

Suatu aktivitas bisnis dilaksanakan akan membutuhkan modal, penggunaan modal tersebut tentunya menanggung biaya, yaitu biaya modal. Biaya modal adalah salah satu bagian yang harus diperhitungkan dalam menghitung *economic value added*. Seperti halnya dengan biaya yang lain, manajemen seharusnya meminimalkan biaya dalam usaha memakmurkan pemegang saham, tanpa mengorbankan misi bisnis utama perusahaan. Penggunaan modal yang efisien berarti penggunaan aktiva yang sedikit, yang pada akhirnya mengurangi biaya modal dan akan meningkatkan EVA perusahaan. Hal inilah yang merupakan esensi dari strategi keuangan korporasi yaitu mencari alternatif keuangan yang meminimalkan biaya modal, dengan demikian memaksimalkan EVA (Young and O' Byrne, 2001). Pembahasan biaya modal sangat erat kaitannya dengan struktur modal, seberapa besar jumlah komposisi sumber modal atau pendanaan bagi perusahaan. Komposisi ini akan menentukan seberapa besar biaya modal yang tepat bagi perusahaan. Oleh karena itu diperlukan suatu rancangan struktur modal dari berbagai alternatif pembiayaan.

Menurut Young and O' Byrne (2001) dalam merancang struktur modal, ada beberapa susunan alternatif pembiayaan:

- Utang jangka pendek (pinjaman bank atau instrumen pasar modal)
- Utang jangka panjang (obligasi atau pinjaman bank)
- Laba ditahan
- Penerbitan ekuitas baru
- Saham yang dapat di konversi
- Saham istimewa
- Jaminan

Ada dua faktor yang perlu dipertimbangkan dalam pilihan Utang–ekuitas (struktur modal) adalah sebagai berikut:

- Perlindungan pajak dari pembayaran bunga
- Kesukaran biaya keuangan karena terlalu banyak Utang

Dua faktor lainnya yang mempunyai peranan penting dalam merancang struktur modal:

- Biaya agensi yang disebabkan oleh pemisahan kepemilikan dan kendali
- Informasi yang tidak simetris.

Modigliani dan Miller (Young and O' Byrne, 2001) membuktikan dalam dunia yang tanpa pajak dan biaya kebangkrutan, pembiayaan aktiva tidak menjadi persoalan. Setiap peningkatan *leverage* tidak akan mempengaruhi biaya modal. Saling menggantikan antara pembiayaan Utang dan ekuitas, apabila ekuitas yang mahal akan digantikan dengan Utang yang lebih murah, sehingga meningkatnya ekuitas yang tetap dalam struktur modal. Dengan demikian nilai perusahaan tidak tergantung dengan struktur modal, tetapi tergantung pada arus kas yang dihasilkan oleh aktiva. Artinya tidak ada struktur modal yang baik dari yang lainnya.

Kenyataannya dengan adanya pajak, bunga atas Utang dapat mengurangi pajak, tetapi tidak pada ekuitas. Disinilah letak pentingnya manfaat Utang dalam struktur modal, sepanjang ada pendapatan yang dikenai pajak dan selama Utang tidak membahayakan kelangsungan hidup perusahaan tersebut.

Biaya kesukaran keuangan sangat mahal, karenanya risikonya dapat secara dramatis mengurangi nilai dari sesuatu perusahaan. Diantara biaya kesukaran keuangan antara lain: Biaya pengacara, akuntan, negosiasi pembayaran Utang, kehilangan pemasok, kehilangan proyek, moral karyawan turun karena takut akan kehilangan pekerjaan. Sebenarnya kesukaran keuangan berkaitan dengan beban Utang yang berlebihan, berbeda dengan kesukaran ekonomi yang disebabkan oleh ketidakefisienan dalam operasi atau kegagalan strategis. Utang akan berisiko apabila dibarengi dengan adanya kesukaran ekonomi. Oleh sebab itu, banyak perusahaan kurang serius, gagal untuk memanfaatkan perlindungan pajak yang berharga dengan serius.

Pemegang saham dan manajemen sebagai agen mempunyai kepentingan yang berbeda. Pemegang saham mengharapkan adanya peningkatan kekayaan, sedangkan manajer mengharapkan kompensasi yang besar, fasilitas yang lengkap dan perlindungan pekerjaan. Manajemen lebih konservatif dalam penggunaan modal, manajemen cenderung kurang mengungkit perusahaan. Setiap tindakan manajemen yang mendorong timbulnya *caretaker* antara nilai potensial dan nilai sebenarnya menciptakan biaya perwakilan. (Young and O' Byrne, 2001)

Manajer lebih banyak mengetahui mengenai perusahaan dibandingkan dengan investor. Investor akan menanggapi sinyal-sinyal yang dikirim oleh manajer mengenai keuntungan dan nilai korporasi, misalnya harga saham akan disesuaikan dengan sinyal tersebut: perusahaan yang akan membeli saham kembali, akan ditanggapi dengan positif (*over valued*) oleh investor.

Satu kelebihan dari Utang adalah sinyal dari perusahaan yang dapat dipercaya pasar modal bahwa manajemen mengharapkan arus kas mendatang untuk tumbuh. Jika manajemen mempertimbangkan saham mereka untuk dinilai kurang, kesempatan untuk pertumbuhan mendatang seharusnya dibiayai dengan Utang (Young and O' Byrne, 2001).

2.2 STRUKTUR MODAL

Bagaimana perusahaan memilih struktur modal mereka, cara apa mereka mengkombinasikan Utang dan modal sendiri untuk pembiayaan asset mereka?. Faktor pendorong utama apa yang melatar belakangi keputusan tersebut dan apa akibatnya pada kinerja perusahaan? Pemikiran ini dan pertanyaan lain telah ditantang oleh ahli ekonomi dalam waktu yang cukup panjang, hal ini menjadi lebih kompleks. Penelitian lebih banyak dibutuhkan, misalnya untuk memahami perilaku yang dinamis dari keputusan struktur modal dan bagaimana suatu lembaga perusahaan seperti halnya lingkungan makro ekonomi mempengaruhi pemilihan tersebut.

Perusahaan yang telah mengalami pertumbuhan yang pesat, kebutuhan modal juga meningkat sejalan dengan tingkat pertumbuhan. Kebutuhan modal pada dasarnya diperoleh dari dua sumber yaitu sumber modal internal dan sumber dana eksternal, apabila sumber modal dari internal sudah tidak mampu mencukupi kebutuhan dana, maka kebutuhan modal harus dipenuhi dari sumber modal eksternal.

Sumber modal eksternal dapat diperoleh dari pinjaman atau Utang dari pihak ketiga. Utang adalah sumber modal yang harus dibayar atau dikembalikan ditambah dengan biaya bunga sesuai dengan perjanjian yang dibuat. Konsekuensinya perusahaan harus menanggung risiko tersebut apabila sesuatu saat mengalami kesulitan keuangan.

Berbeda dengan sumber modal dari internal yang berasal dari laba yang tahan atau dari pemegang saham. Sumber modal tidak harus dikembalikan tetapi para pemegang saham juga mengharapkan keuntungan dari modal tersebut. Besarnya tingkat harapan keuntungan tersebut sama dengan biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan. Dengan demikian perusahaan harus berusaha menjaga keseimbangan yang optimum antara kedua sumber modal tersebut.

Menurut Graflund (2000) teori struktur modal dapat dibagi menjadi empat kategori:

- *Trade-off Model* seperti *bankrupt cost-tax hypothesis* (Kim, 1978)
- *Asymmetric information Model* seperti *agency cost hypothesis* (Jensen dan Mekling, 1976)
- *Signaling models of asymmetric information* (Myers dan Majluf, 1984)
- *Irrelevance of capital structure* (Miller, 1977 dan Fama, 1978)

Sebagian besar keberadaan model dalam teori struktur modal di dasarkan pada penemuan Modigliani dan Miller, kemudian diperluas dengan model dari pajak personal korporasi. Model asimetri informasi menyatakan bahwa biaya agensi akan naik berkenaan dengan ketidakmampuan kreditur untuk membatasi perilaku dari manajemen korporasi. Keseimbangan akan dibangun ketika biaya marginal yang diharapkan dari biaya pendanaan sama dengan manfaat marginal yang diharapkan dari pendanaan Utang.

2.3 MENGUKUR DAN MENENTUKAN STRUKTUR MODAL

Mengukur struktur modal suatu perusahaan menggunakan rasio dari *total loan capital repayable* lebih dari satu tahun terhadap *total value assets (debt book)*. Struktur modal perusahaan dengan menggunakan beberapa variabel spesifik. Penggunaan variabel tersebut berdasarkan pendekatan yang biasa digunakan dalam beberapa literatur (Wanzenried, 2002 b)

Menurut Harris dan Raviv (Wanzenried, 2002 b) ada konsensus bahwa sebuah *leverage* meningkat sesuai dengan meningkatkan atau ditentukan oleh aktiva tetap, peluang investasi dan ukuran perusahaan, dan itu akan menurun sejalan dengan perlindungan pajak non Utang, *volatility*, pengeluaran periklanan, kemungkinan bankrut, *profitability*, keunikan dari suatu produk. Di samping menggunakan variabel yang khusus bagi perusahaan, juga mempertimbangkan aspek pasar modal dan aspek khusus dari lembaga tersebut. Struktur modal ditentukan oleh usaha-usaha untuk menangkap pengaruh lingkungan perusahaan dalam pemilihan struktur modal. Perusahaan harus mempunyai komitmen pada investor untuk mematuhi perjanjian sehingga dapat memperoleh pendanaan dari pihak eksternal. Jenis perjanjian ini tidak hanya tergantung pada karakteristik perusahaan, tetapi juga tergantung pada institusi dalam suatu perekonomian yang memberikan fasilitas memonitor dan perlakuan terhadap perjanjian keuangan. Aspek ini secara langsung akan mempengaruhi cara perusahaan memilih dan merancang kembali struktur keuangannya. (Wanzenried, 2002 b). Kesemuanya ini akan tercermin pada sistem *corporate governance*, karakteristik lembaga keuangan, sistem legal dan variabel makro ekonomi.

2.4 MENENTUKAN STRUKTUR MODAL SPESIFIK PERUSAHAAN

Menurut Harris dan Raviv (Wanzenried, 2002 b) ada konsensus bahwa struktur modal perusahaan ditentukan oleh karakteristik spesifik perusahaan, antara lain sebagai berikut:

- *Fixed asset.*
Aktivitas tetap akan menjadi penting bagi perusahaan untuk memperoleh pendanaan dari eksternal, sehubungan dengan tersedianya jaminan dari aktiva tetap tersebut. Aktiva tetap ini diharapkan mempunyai hubungan positif dengan *leverage*.
- *Size of firm*
Perusahaan yang lebih besar kemungkinan mempunyai portofolio pasar yang lebih, karenanya mempunyai kemungkinan kebangkrutan yang lebih kecil. Ukuran perusahaan akan berpengaruh positif terhadap *debt level*.
- *Non-debt Tax shields*
Perlindungan pajak ini akan memberikan insentif yang kuat terhadap Utang, terutama bagi perusahaan yang mempunyai pendapatan kena pajak yang cukup. Manfaat pajak dari Utang menurun ketika pengurangan pajak yang lain, seperti kenaikan penyusutan.
- *Profitability*
Sesuai dengan teori *pecking-order* dalam pemilihan pendanaan, dimana pemilihan pendanaan berdasarkan biaya yang termurah. Artinya perusahaan lebih senang memenuhi kebutuhannya dengan

pendanaan internal dari pada eksternal. Perusahaan yang lebih *profitable* akan memerlukan pendanaan eksternal/Utang yang lebih rendah.

- *Expected growth*

Pemilik akan mengawasi perusahaan yang mempunyai kecenderungan untuk investasi yang akan meningkatkan biaya agensi. Peningkatan biaya agensi ini sejalan dengan peluang pertumbuhan. Perusahaan mempunyai fleksibel yang lebih dalam pemilihan investasi yang akan datang. Karenanya perusahaan yang mempunyai kesempatan pertumbuhan mempunyai tingkat Utang jangka panjang yang lebih rendah.

2.5 CORPORATE GOVERNANCE, AKTIVITAS PASAR MODAL DAN LEMBAGA KEUANGAN.

Corporate governance berurusan dengan cara dimana suplier membiayai, korporasi yakin akan dirinya untuk memperoleh suatu pengembalian dari investasinya. Suatu pertanyaan yang menarik seberapa tingkat keputusan dari struktur modal dipengaruhi oleh karakteristik dari sistem *Corporate governance* yang berbeda. Dimensi penting dari sebuah sistem *Corporate governance* berkenaan dengan peran pasar modal dalam perekonomian nasional, struktur kepemilikan dan pengawasan, sistem dewan dan prioritas dari perusahaan dan perannya dalam masyarakat. Bahkan setiap negara mempunyai *Corporate governance* yang dimiliki, dimana di tentukan oleh lembaga spesifik negara, hukum dan kontek budaya. Ada beberapa kesamaan yang penting dalam beberapa dimensi *Corporate governance* utama antara negara tertentu.

Perbedaan antara sistem dapat digambarkan dengan sejumlah variabel spesifik negara, antara lain: Ukuran dan aktifitas pasar modal, perantara keuangan, efisiensi sistem hukum, hukum komersial dari kreditur, hak pemegang saham, tingkat pertumbuhan dalam GDP perkapita dan tingkat inflasi (Wanzenried, 2002 b).

2.6 SIGNALING PENDANAAN

Hubungan yang sangat erat antara biaya monitoring dan hubungan keagenan disebut sebagai dasar pemikiran *signaling* karena perjanjian managerial yang ketat sangat sulit untuk dijalankan, seorang manajer mungkin menggunakan perubahan struktur modal untuk menyatakan informasi tentang profitabilitas dan risiko perusahaan. Implikasinya bahwa manajer sebagai orang dalam yang mengetahui segala sesuatu tentang perusahaan dari pada orang luar perusahaan yang tidak mengetahuinya. Seorang manajer akan dibayar dan memperoleh manfaat mungkin sangat tergantung pada nilai pasar perusahaan, dimana suatu insentif akan diberikan oleh investor apabila investor mengetahui bahwa nilai perusahaan *undervalued*. Dengan demikian manajer akan merubah struktur modal dengan menambah Utang baru. Implikasi dari meningkatnya *leverage* ini, akan meningkatkan kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan. Investor mempunyai keyakinan bahwa manajer mempunyai alasan yang tepat dan percaya bahwa harga saham akan naik sehubungan dengan peningkatan jumlah Utang. Hal ini berarti peningkatan *leverage* sebagai tanda positif.

Pengaruh dari *signaling* tersebut karena adanya suatu anggapan bahwa adanya *asymmetry information* antara manajemen dan pemegang saham. Manajemen akan mempertimbangkan penambahan pendanaan jangka panjang dan akan mengeluarkan surat Utang yang lain atau saham. Manajemen akan menutup

overvalue dari *security* jika tindakan tersebut sejalan dengan kepentingan pemegang saham, dan akan mengeluarkan saham baru jika manajemen percaya bahwa keberadaan saham tersebut adalah *overvalue* dan menambah Utang baru jika saham *undervalue*. Bagaimanapun investor sadar bahwa mengeluarkan Utang sebagai “*good news*” dan mengeluarkan saham baru sebagai “*bad news*”. (Van Horne and Wachowicz, 2002)

2.7 TEORI STRUKTUR MODAL

Penentuan struktur modal yang optimum antara perusahaan yang satu dengan yang lain berbeda, bahkan antara industri sangat bervariasi. Ada beberapa faktor yang dapat menjelaskan terjadinya perbedaan. Untuk menjawab permasalahan tersebut, beberapa akademisi dan praktisi mengembangkan sejumlah teori yang telah diuji secara empiris.

2.7.1. Teori Struktur Modal MM (Franco Modigliani dan Merton Miller)

Teori struktur modal modern dimulai, ketika Franco Modigliani dan Merton Miller menerbitkan apa yang disebut sebagai salah satu artikel keuangan yang paling berpengaruh yang pernah ditulis pada tahun 1958. Teori ini selanjutnya dikenal dengan teori MM. MM membuktikan dengan sekumpulan asumsi yang sangat membatasi, bahwa nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya. Artinya bagaimana cara suatu perusahaan mendanai operasinya tidak akan berpengaruh apa-apa, sehingga struktur modal adalah suatu yang tidak relevan.

Studi MM ini didasarkan pada beberapa asumsi yang tidak realistis, adapun asumsi tersebut adalah: tidak ada biaya Pialang, tidak ada pajak, tidak ada biaya kebangkrutan, investor dapat meminjam pada tingkat yang sama dengan perusahaan, semua investor mempunyai informasi yang sama dengan manajemen tentang peluang investasi perusahaan di masa depan, laba sebelum bunga dan pajak tidak terpengaruh oleh penggunaan Utang.

Asumsi-asumsi tersebut memang tidak realistis, namun ketidakrelevanan MM ini mempunyai arti sangat penting. Di samping menunjukkan kondisi-kondisi dimana struktur modal tersebut tidak relevan, MM juga menunjukkan mengenai hal-hal apa yang dibutuhkan agar struktur modal menjadi relevan dan selanjutnya mempengaruhi nilai perusahaan. Selanjutnya MM mengembangkan penelitiannya dengan memperlonggar asumsi-asumsi tersebut agar lebih realistis (Brigham dan Houston, 2006).

2.7.2 Pengaruh Perpajakan

MM menerbitkan artikelnya pada tahun 1963 dengan memperlonggar asumsi yaitu tidak adanya pajak perusahaan. Peraturan perpajakan memperbolehkan perusahaan untuk mengurangi pembayaran bunga sebagai suatu beban, tetapi pembayaran dividen kepada pemegang saham tidak dapat mengurangi pajak. Perbedaan ini akan mendorong perusahaan untuk menggunakan Utang pada struktur modal.

Kesimpulan tersebut selanjutnya dimudifikasi oleh Merton Miller dengan memperhitungkan pengaruh pajak pribadi. Dimana laba obligasi sebagai penghasilan pribadi dikenakan pajak yang lebih besar dari pada laba saham yang berasal dari keuntungan modal (modal jangka panjang). Selanjutnya Miller

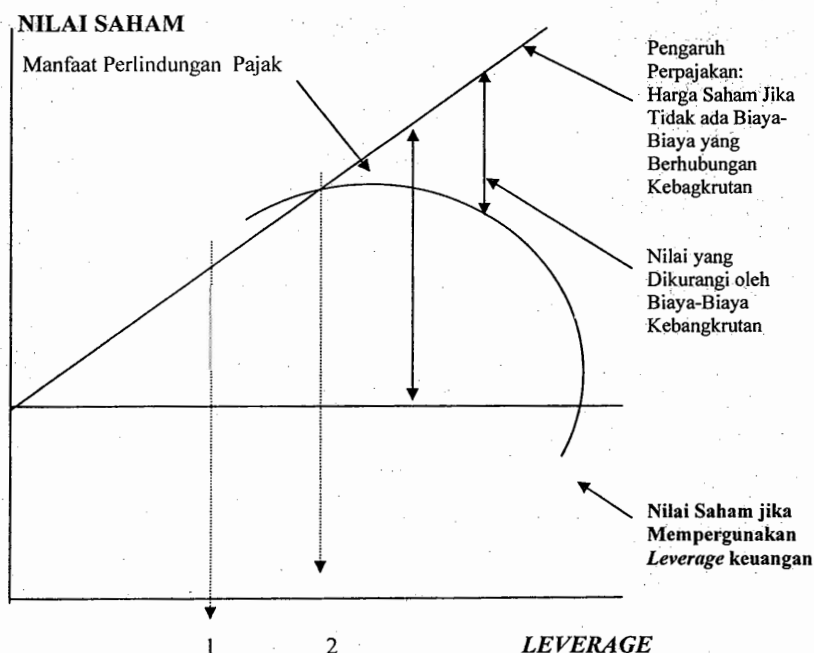
menyatakan bahwa bunga sebagai pengurang pajak akan menguntungkan penggunaan pendanaan melalui Utang, tetapi perlakuan pajak atas saham yang lebih menguntungkan akan menurunkan tingkat pengembalian atas saham yang diminta dan akibatnya menguntungkan penggunaan pendanaan melalui equities. (Brigham dan Houston, 2006)

2.7.3 Pengaruh Potensi Terjadinya Kebangkrutan

Asumsi ketidak relevan MM diantaranya tidak ada biaya kebangkrutan karena perusahaan diasumsikan tidak akan mengalami kebangkrutan. Namun kebangkrutan kenyataannya ada dan biayanya sangat mahal. Perusahaan yang bangkrut akan mengalami beban yang sangat tinggi dan juga sulit mempertahankan pelanggan, pemasok dan karyawan. Begitu juga aktiva perusahaan yang bangkrut akan sulit dijual sesuai dengan harga yang wajar, karena sulit untuk menemukan pembeli.

Masalah-masalah yang berhubungan dengan kebangkrutan akan menjadi lebih parah ketika perusahaan menggunakan Utang yang berlebihan. Artinya biaya kebangkrutan kan menahan perusahaan untuk menahan penggunaan Utang yang berlebihan. (Brigham dan Houston, 2006). Biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan memiliki dua unsur yaitu: kemungkinan terjadi dan jumlah biaya yang akan terjadi ketika kesulitan keuangan terjadi. Dengan demikian perusahaan dengan *leverage* operasi yang tinggi (Utang) dan akibatnya risiko bisnis juga tinggi, sebaiknya membatasi penggunaan *leverage* keuangannya.

2.7.4 Teori Pertukaran (*The Trade off Theory*)



Sumber: Brigham dan Houston, (2006)

Gambar 2.1 Pengaruh Leverage terhadap Nilai Perusahaan

Teori pertukaran didasarkan pada suatu keadaan dimana perusahaan akan menukarkan keuntungan-keuntungan pendanaan melalui Utang (penghematan pajak) dengan tingkat suku bunga dan biaya-biaya kebangkrutan yang lebih tinggi.

Terdapat beberapa tingkat batasan Utang, dimana dibawah daerah U1 ada kemungkinan kebangkrutan begitu rendah sehingga tidak penting. Namun *di atas* U1 biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan menjadi semakin penting, dan biaya-biaya tersebut mengurangi manfaat pajak atas Utang dengan tingkat yang semakin tinggi. Rentang dari U1 hingga U2 biaya –biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan berkurang tetapi tidak sepenuhnya menutupi manfaat pajak Utang, sehingga harga saham naik seiring dengan naiknya Utang. Sedangkan *di atas* batas U2 biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan telah melebihi manfaat pajak, sehingga meningkatnya rasio Utang akan menurunkan nilai perusahaan. Daerah U2 adalah struktur modal yang optimal dan hal ini sangat tergantung pada risiko bisnis dan biaya-biaya kebangkrutan masing-masing perusahaan.

Dari gambar 2.1 dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Fakta bahwa bunga adalah beban pengurang pajak yang menjadikan Utang lebih murah dari pada saham biasa atau saham preference. Dengan demikian ada manfaat perlindungan pajak. Jadi penggunaan Utang menyebabkan lebih banyak laba operasi perusahaan (EBEIT) yang diterima oleh investor. Semakin banyak perusahaan mempergunakan Utang, maka semakin tinggi dan harga sahamnya. Harga saham akan mencapai nilai maksimal jika perusahaan sepenuhnya menggunakan Utang 100 persen.
2. Kenyataannya jarang perusahaan menggunakan Utang seratus persen, karena perusahaan membatasi penggunaan Utang untuk menjaga biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan.

Terdapat beberapa tingkat batasan Utang, dimana dibawah daerah U1 ada kemungkinan kebangkrutan begitu rendah sehingga tidak penting. Namun *di atas* U1 biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan menjadi semakin penting, dan biaya-biaya tersebut mengurangi manfaat pajak atas Utang dengan tingkat yang semakin tinggi. Rentang dari U1 hingga U2 biaya –biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan berkurang tetapi tidak sepenuhnya menutupi manfaat pajak Utang, sehingga harga saham naik seiring dengan naiknya Utang. Sedangkan *di atas* batas U2 biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan telah melebihi manfaat pajak, sehingga meningkatnya rasio Utang akan menurunkan nilai perusahaan. Daerah U2 adalah struktur modal yang optimal dan hal ini sangat tergantung pada risiko bisnis dan biaya-biaya kebangkrutan masing-masing perusahaan.

2.7.5 Peran Pasar Modal dan Lembaga Keuangan

Pasar saham dapat memberikan informasi tentang keberadaan perusahaan-perusahaan yang dapat digunakan oleh kreditor untuk menilai kelayakan perusahaan-perusahaan tersebut. Informasi tersebut juga dapat dijadikan rujukan bagi masyarakat umum dalam memilih perusahaan sebagai tempat investasi melalui pasar saham.

Menurut Grosman (Wanzenried, 2002 b) keberadaan dari pasar saham yang aktif dapat meningkatkan kemampuan perusahaan untuk memperoleh kredit jangka panjang. Pasar saham dapat dijadikan media bagi

perusahaan untuk memperoleh sumber modal dalam rangka mengoptimalkan struktur modal. Perusahaan lebih mudah memperoleh dana jangka panjang. Begitu juga bagi investor, pasar saham yang lebih likuid mempunyai lebih insentif untuk memperoleh informasi yang lebih lengkap tentang keberadaan perusahaan dan juga sebagai media bagi perusahaan untuk melakukan pengawasan sebagai *external monitoring*.

Pasar saham yang lebih likuid mempunyai pengaruh yang positif terhadap *leverage* dari perusahaan seperti halnya dengan keputusan struktur modal yang dibuat. Ukuran dari pasar saham dapat diukur dengan rasio kapitalisasi pasar saham terhadap GDP. Sedangkan aktivitas atau likuiditas dari pasar saham diukur dengan rasio nilai perdagangan pasar saham terhadap GDP, semakin tinggi nilai dari perputaran rasio tersebut, mengindikasikan likuiditas dengan tingkat yang lebih tinggi (Wanzenried, 2002 b).

Lembaga keuangan perbankan adalah lembaga yang mempertemukan antara pihak yang membutuhkan dana dan pihak yang mempunyai kelebihan dana. Oleh sebab itu lembaga perbankan mempunyai peranan yang sangat strategis dalam perekonomian suatu negara. Perbankan dapat memenuhi kebutuhan dana masyarakat untuk menjamin kelangsungan hidup usahanya dan untuk memenuhi kebutuhan lainnya, melalui kegiatan perkreditan. Sedangkan bagi masyarakat yang mempunyai kelebihan dana, perbankan siap menerima untuk disimpan dengan aman, serta dapat memperoleh keuntungan dari perbankan sebagai balas jasa penggunaan dana tersebut. Melalui kegiatan pembiayaan bagi dunia usaha, maka pihak perbankan mempunyai peran untuk menggerakkan sektor riil. Untuk melaksanakan peran ini, perbankan dituntut bekerja secara efisien dan professional, di samping itu, ada beberapa faktor perlu diperhatikan adalah kondisi ekonomi makro, seperti nilai tukar rupiah, tingkat inflasi dan tingkat suku bunga bank Indonesia (SBI).

Lembaga keuangan khususnya perbankan bagi perusahaan dapat dijadikan sebagai alternative sumber modal khususnya sumber modal eksternal. Perkembangan sektor keuangan diharapkan akan berdampak bagi perkembangan dunia usaha melalui pemberian pinjaman modal. Dengan demikian lembaga keuangan diharapkan memberikan dampak positif bagi *leverage* perusahaan.

2.8 AGENCY PROBLEM, ASYMMETRIC INFORMATION DAN PECKING ORDER THEORY

Perusahaan sebagai pusat perjanjian kontrak antara berbagai pihak, yaitu pemegang saham, manajer, pemasok, karyawan dan lain-lainnya. Masing-masing pihak ini mempunyai kepentingan-kepentingan yang berbeda, karena manusia pada hakekatnya akan mendahulukan kepentingan pribadinya. Perbedaan kepentingan inilah yang menyebabkan permasalahan, terutama pada perusahaan yang mana kepemilikan dan manajemen. Manajemen sebagai agen, pemegang amanah untuk mengelola perusahaan sesuai dengan tujuan didirikannya perusahaan. Dengan demikian adanya pemisahan antara pemilik dan manajemen. Manajemen akan menuntut perusahaan untuk memberikan fasilitas yang lebih, sedangkan pemilik akan menuntut manajemen untuk meningkatkan kesejahteraannya. Keadaan semacam ini akan menyebabkan masalah keagenan. Untuk mengatasi masalah keagenan tersebut dikenal dengan *agency problem*, yaitu biaya yang timbul agar manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik.

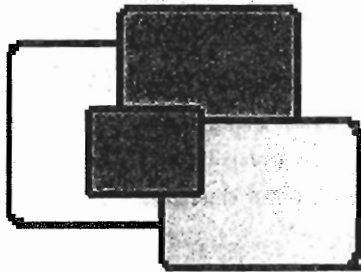
Masalah keagenan tersebut bisa terjadi karena adanya *asymmetric information* antara pemilik dan pihak manajemen, yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lain.

Manajemen sebagai pihak yang mengetahui banyak tentang perkembangan perusahaan. Artinya, manajemen mempunyai informasi banyak tentang perusahaan. Berbeda dengan pemilik yang hanya melihat dari luar, sehingga informasi yang dimiliki tentang perusahaan antara manajemen dan pemilik berbeda.

Untuk mengatasi masalah keagenan ini dapat dilakukan melalui keputusan pendanaan/struktur modal. Dengan *leverage* akan mengarahkan manajemen untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik, karena *leverage* akan menimbulkan risiko (kesukaran keuangan) yang akan mengancam keberadaan manajemen. Di satu sisi, akan berusaha mengurangi biaya *agency*, disisi lain ada risiko yang harus di tanggung (Kesukaran keuangan). Oleh karena itu, keputusan pendanaan harus mempertimbangkan biaya *agency* dan risiko kesukaran keuangan (*financial distress*).

Risiko kesukaran keuangan yang berkenaan dengan keputusan pendanaan akan mengarahkan manajemen untuk selalu mengambil keputusan yang akan meminimalkan biaya modal (*cost of capital*). Myers (Weston and Copeland, 1997) mengemukakan teori urutan kekuasaan (*pecking order theory*) untuk struktur modal atau sumber pendanaan, antara lain sebagai berikut: Menggunakan laba ditahan (aktiva lancar yang tersedia), Menggunakan Utang dan pendanaan ekuitas eksternal.

-oo0oo-



BAB III

PENGUKURAN KINERJA

Setiap suatu usaha secara sadar mempunyai suatu tujuan yang akan dicapai. Tujuan akan mengarahkan setiap langkah-langkah yang harus dikerjakan. Dengan demikian tujuan tersebut sebagai pedoman dari setiap pengambilan keputusan. Sekarang yang menjadi permasalahan adalah bagaimana untuk menentukan, sejauhmana pencapaian tujuan tersebut. Untuk menjawab pertanyaan tersebut diperlukan adanya tolok ukur atau pengukuran kinerja. Pengukuran kinerja ini sangat tergantung pada aspek apa yang akan diukur. Pengukuran kinerja ini harus benar-benar mencerminkan apa-apa yang akan diukur, jangan sampai mengukur sesuatu menggunakan tolok ukur yang bukan merupakan tolok ukur yang sebenarnya. Pengukuran kinerja perusahaan bisa dikelompokkan dalam tiga kategori (Helfert, 2000), yaitu:

1. *Earnings Measures*, yang mendasarkan kinerja pada *accounting profit*. Termasuk dalam kategori ini adalah *Earnings Per Share (EPS)*, *Return on investment (ROI)*, *Return on Net Assets (RONA)*, *Return on Capital Employed (ROCE)* dan *Return on Equity (ROE)*
2. *Cash Flow Measures*, yang mendasarkan kinerja pada arus kas operasi (*operating cash flow*). Termasuk dalam kategori ini adalah *free cash flow*, *cash flow Return on Gross Investment (ROGI)*, *Cash Flow Return on Investment (CFROI)*, *Total Shareholder Return (TSR)* dan *Total Business Return (TBR)*
3. *Value Measures*, yang mendasarkan kinerja pada nilai (*value based management*). Termasuk dalam kategori ini adalah *Economic Value Added (EVA)*, *Market Value Added (MVA)*, *Cash Value Added (CVA)* dan *Shareholder Value (SHV)*.

3.1 ARUS KAS OPERASI DAN EARNING

Metode untuk penilaian investasi dapat didasarkan pada dua hal yaitu laba akuntansi atau arus kas. Menurut Damodaran, untuk mengukur *return* dari sebuah investasi, dapat digunakan *accounting earnings* dan arus kas (Damodaran, 1999). Informasi arus kas berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas. Informasi tersebut juga meningkatkan daya perbandingan pelaporan kinerja operasi berbagai

perusahaan karena dapat menghilangkan pengaruh penggunaan perlakuan akuntansi yang berbeda terhadap transaksi dan peristiwa yang sama. Laporan arus kas melaporkan arus kas selama periode tertentu dan diklasifikasikan menurut aktivitas operasi, investasi dan pendanaan. Jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasinya perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar dividen dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendanaan dari luar. *Earnings* dihasilkan oleh proses akuntansi dan di sajikan dalam laporan laba rugi. *Generally Accepted Accounting Principle* (GAAP) menyatakan bahwa pengakuan pendapatan terjadi pada saat *transfer of title*, tanpa memperdulikan apakah perusahaan sudah atau belum menerima pembayaran tunai (*accrual basis*). Biaya yang berkaitan langsung dengan pendapatan akan diakui pada periode yang sama dengan pengakuan pendapatan. Biaya lain yang tidak berkaitan langsung dengan pendapatan akan diakui pada periode terjadinya. Dari pengertian di atas, bisa terjadi *earnings* akan sangat berbeda dengan arus kas operasi.

Damodaran (1999) mengatakan ada tiga faktor signifikan yang menyebabkan perbedaan. Faktor-faktor berikut mempengaruhi *accounting earnings*, tetapi tidak mempengaruhi arus kas, yaitu:

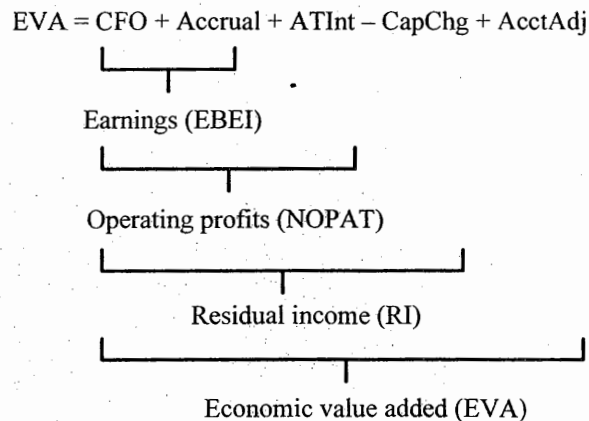
1. *Operating versus capital expenditure*, menurut akuntansi, pengeluaran yang diperkirakan mempunyai masa manfaat dalam beberapa periode akuntansi, tidak akan dikurangi langsung ke pendapatan pada periode terjadinya, tetapi akan ditangguhkan dan akan dikurangkan atau dibebankan ke pendapatan beberapa periode yang akan datang, yang diperkirakan menerima manfaat dari pengeluaran tersebut. Sebaliknya, arus kas hanya memperhatikan saat terjadinya transaksi tunai (*cash basis*).
2. Biaya-biaya non kas, beberapa jenis biaya yang bersifat non kas, seperti penyusutan dan amortisasi akan dikurangkan dari pendapatan untuk memperoleh *earnings*.
3. *Accrual versus cash revenue and expenses*, adanya perbedaan waktu antara pengakuan transaksi secara *accrual* dengan penerimaan atau pembayaran tunai akan menyebabkan perbedaan antara pendapatan dan biaya.

3.2 RESIDUAL INCOME DAN ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

Residual income adalah mengukur kinerja operasi perusahaan *Net Operating Profit After tax* (NOPAT) dikurangi dengan beban atas semua hutang dan modal yang diinvestasikan: $RI = NOPAT - (k * Capital)$, dimana k adalah biaya modal perusahaan (*weighted average cost of capital*) dan *capital* adalah aktiva yang diinvestasikan dalam aktivitas operasi yang berkelanjutan (*going concern*). *Residual income* yang positif menunjukkan kelebihan laba dari yang dibutuhkan oleh kreditur dan pemilik modal, yang berarti merupakan *wealth* bagi *residual claimants*, yaitu pemegang saham. Sebaliknya, *residual income* yang negatif berarti penurunan *wealth* pemegang saham. EVA merupakan modifikasi *residual income*. Stewart (1991) berusaha memperbaiki *residual income* dengan melakukan penyesuaian atas NOPAT dan *capital*, yang menurut mereka menyebabkan distorsi dalam model akuntansi untuk pengukuran kinerja.

$$EVA = \text{Adjusted NOPAT} - (k * \text{adjusted capital}) \quad (1)$$

EVA adalah ukuran kinerja keuangan yang paling baik untuk menjelaskan *economic profit* suatu perusahaan, dibandingkan dengan ukuran yang lain. EVA juga merupakan ukuran kinerja yang berkaitan langsung dengan kemakmuran pemegang saham sepanjang waktu. Hubungan antara arus kas operasi, *earnings*, *residual income* dan EVA dapat dilihat pada gambar 3.1.



Sumber: GC. Biddle, et al, (1997)

Gambar 3.1 Gambar Komponen Economic Value Added (EVA)

Keunggulan EVA sebagai pengukur kinerja terletak pada kemampuannya untuk menyatukan tiga fungsi penting manajemen, yaitu: *capital budgeting*, *performance appraisal* dan *incentive compensation* (Higgins 1998). Keputusan *capital budgeting* didasarkan pada *discounted* EVA, kinerja unit bisnis bisa diukur dengan EVA dan kompensasi insentif bisa tergantung pada unit EVA relatif terhadap target yang tepat. Tetapi EVA sebagai ukuran kinerja juga mempunyai beberapa keterbatasan antara lain:

1. Sebagai ukuran kinerja masa lampau EVA tidak mampu memprediksi dampak strategi yang kini diterapkan untuk masa depan perusahaan.
2. Sifat pengukurannya merupakan cermin jangka pendek, sehingga manajemen cenderung enggan berinvestasi jangka panjang, karena bisa mengakibatkan penurunan nilai EVA dalam periode yang bersangkutan. Hal ini bisa mengakibatkan turunnya daya saing perusahaan di masa depan.
3. EVA mengabaikan kinerja non keuangan yang sebenarnya bisa meningkatkan kinerja keuangan.

3.3 WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL (WACC) DAN PENYESUAIAN AKUNTANSI

Kreditur dan pemilik perusahaan menginvestasikan uangnya ke dalam perusahaan, mereka menciptakan sebuah *opportunity cost* yang sama dengan *return* yang mungkin akan diperoleh dari investasi lain yang sejenis dan memiliki resiko yang sama. *Opportunity cost* ini adalah *cost of capital* perusahaan. Prinsip *cost of capital* adalah prinsip substitusi, seorang investor tidak akan mau membiayai sebuah investasi jika ada investasi lain yang lebih menarik. *Cost of capital* perusahaan adalah *cost* setiap sumber modal, yang ditimbang sesuai dengan struktur modal perusahaan.

Masing-masing komponen dalam struktur pembiayaan memiliki biaya tertentu dan komponen biaya-biaya tersebut membentuk biaya modal rata-rata tertimbang atau *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Komponen *cost of capital* berdasarkan struktur modal bisa dibedakan atas biaya hutang (*cost of debts*) dan biaya modal sendiri atau ekuitas (*cost of equity*). Biaya hutang pada umumnya akan sama dengan tingkat bunga hutang yang harus dibayar oleh perusahaan kepada kreditur. Pembiayaan hutang ini memberikan *tax shield* bagi perusahaan, sebesar *marginal tax rate* dari perusahaan yang bersangkutan. Formula untuk menghitung biaya hutang setelah *tax shield* adalah: $k_d = k_d \times (1 - t)$ (2). Biaya ekuitas bisa dihitung dengan menggunakan *capital asset pricing model* (CAPM), *build up model*, ataupun *arbitrage pricing model* (APM). Dengan menggunakan CAPM, biaya ekuitas akan dihitung dengan formula: $E(R_i) = R_f + [\text{Beta} \times (R_m - R_f)]$ (3). Dimana $E(R_i)$ adalah tingkat pendapatan yang diharapkan oleh pasar atas sekuritas i , R_f adalah tingkat pendapatan bebas resiko, Beta adalah sensitivitas tingkat pendapatan dari sebuah perusahaan terhadap pergerakan tingkat pendapatan pasar secara keseluruhan dan R_m adalah tingkat pendapatan yang diharapkan diperoleh dari portofolio pasar secara keseluruhan. Setelah menentukan nilai biaya hutang dan biaya ekuitas, maka biaya modal rata-rata tertimbang bisa dihitung dengan formula:

$$WACC = (k_e \times W_e) + ([k_d \times (1-t)] \times W_d)$$

Dimana W_e adalah persentase ekuitas dalam struktur modal dan W_d adalah persentase hutang dalam struktur modal. Baik ekuitas maupun hutang dihitung berdasarkan nilai pasarnya. EVA sepiantas terlihat lebih *accounting-based* dari pada *economic measure*.

Kenyataannya EVA menurut Stewart (1991) diusulkan serangkaian *adjustments* untuk menyesuaikan pengukuran sehingga lebih mendekati basis arus kas *economic*. Penyesuaian untuk NOPAT dan *capital base* (*invested capital*) terutama dilakukan untuk:

1. *Operating Lease Expenses* dimana semua transaksi sewa guna usaha, baik *operating lease* maupun *capital lease*, akan diperlakukan dengan cara yang sama, yaitu mengakui adanya hutang atau modal yang diinvestasikan (*invested capital*)
2. Biaya Penelitian dan Pengembangan, dimana semua pengeluaran yang berkaitan dengan penelitian dan pengembangan diperlakukan sebagai "C", sehingga akan dikapitalisasi atau ditangguhkan selama periode tertentu
3. Biaya Iklan dan Promosi, dimana pengeluaran untuk iklan dan promosi ini juga diperlakukan sama dengan penelitian dan pengembangan di atas, karena juga dianggap bermanfaat pada periode yang akan datang
4. Penyesuaian Nilai Persediaan (LIFO), dimana penerapan perhitungan biaya persediaan berdasarkan LIFO akan menyebabkan nilai perusahaan yang terlalu rendah, yang kemudian pada gilirannya akan mengakibatkan modal yang diinvestasikan juga terlalu rendah
5. Pajak Penghasilan yang Ditangguhkan, dimana pajak penghasilan yang ditangguhkan seharusnya diabaikan karena bukan merupakan suatu biaya tunai

6. Amortisasi *Good Will*, dimana amortisasi *good will* periode berjalan dikeluarkan dari laporan laba rugi dan ditambahkan kembali ke modal yang diinvestasikan, untuk menghilangkan asumsi yang salah tentang masa manfaat aktiva
7. Provisi Piutang Ragu-Ragu, dimana provisi untuk piutang yang diragukan bersifat non tunai dan terlalu konservatif sehingga akan menyebabkan laba dan aktiva dicatat terlalu rendah. Dalam banyak kasus, pengaruh dari penyesuaian di atas akan menghasilkan NOPAT dan *capital base* yang lebih besar, tetapi tidak berdampak besar terhadap perhitungan EVA.

Penyesuaian EVA perlu dibuat hanya jika jumlahnya signifikan, memiliki dampak material terhadap EVA, dapat dipahami oleh orang yang menggunakan dan jika informasi yang diperlukan mudah diperoleh

3.4 RETURNS YANG DITERIMA PEMEGANG SAHAM

Tujuan *corporate finance* adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Tujuan ini bisa menyimpan konflik potensial antara pemilik perusahaan dengan kreditur. Jika perusahaan menikmati laba yang besar, nilai pasar saham (dana pemilik) akan meningkat pesat, sementara nilai hutang perusahaan (dana kreditur) tidak terpengaruh. Sebaliknya, apabila perusahaan mengalami kerugian atau bahkan kebangkrutan, maka hak kreditur akan didahulukan, sementara nilai saham akan menurun drastis. Jadi dengan demikian nilai saham merupakan indeks yang tepat untuk mengukur efektivitas perusahaan, sehingga seringkali dikatakan memaksimalkan nilai perusahaan juga berarti memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Saham suatu perusahaan bisa dinilai dari pengembalian (*return*) yang diterima oleh pemegang saham dari perusahaan yang bersangkutan. *Return* bagi pemegang saham bisa berupa penerimaan dividen tunai ataupun adanya perubahan harga saham pada suatu periode.

3.5 PENINGKATAN *ECONOMIC VALUE ADDED*

Economic Value Added (EVA) pada dasarnya adalah ukuran sejauh mana perusahaan menciptakan nilai tambah secara ekonomis bagi pemegang saham. Oleh sebab itu diperlukan pemahaman terhadap EVA dan komponen-komponen yang berhubungan dengan EVA.

Perspektif investor, keputusan pendanaan oleh perusahaan, besarnya EVA yang akan dijadikan sinyal keberadaan perusahaan tersebut, kemudian investor akan merespon hal tersebut melalui harga saham. Harga saham ini akan mempengaruhi *returns* pemegang saham, baik berupa pembagian dividen maupun *capital gain*.

Keberhasilan memperoleh peningkatan *Economic Value Added (EVA)* sangat dipengaruhi besar aliran dana yang masuk ke perusahaan dari hasil investasi atau laba. Laba tersebut tentunya masih menanggung biaya berupa harapan dari pemodal atas modalnya dan biaya hutang. Besarnya biaya modal dan biaya hutang juga sangat tergantung pada komposisi dari sumber modal tersebut yang dikenal dengan struktur modal. Struktur modal suatu perusahaan juga dipengaruhi oleh keberadaan suatu lembaga yang menyediakan dana sebagai sumber modal eksternal. Lembaga yang menyediakan sumber modal ada dua lembaga yaitu lembaga pasar modal dan lembaga keuangan atau bank. Dengan demikian, struktur modal dipengaruhi oleh likuiditas atau aktivitas pasar saham dan lembaga keuangan.

Aliran dana atau keuntungan yang diperoleh perusahaan bukanlah dana yang langsung meningkatkan kekayaan pemodal atau investor. Keuntungan tersebut diperoleh, dimana modalnya sebagian berasal dari sumber dana eksternal yang masih menanggung beban biaya modal dan biaya hutang. Setelah keuntungan dikurangi biaya tersebut, saldo keuntungan itulah yang sebenarnya mempunyai nilai tambah ekonomis bagi pemodal atau pemegang saham. Konsep inilah yang sebenarnya yang melatarbelakangi penelitian ini sehubungan dengan konsep *Economic Value Added (EVA)*.

Pada beberapa tahun terakhir *Economic Value Added (EVA)* semakin memperoleh perhatian dan popularitas yang tinggi, baik di kalangan manajemen perusahaan maupun analis keuangan dan praktisi di pasar modal. Hal ini disebabkan karena konsep *Economic Value Added (EVA)* dinilai mampu memberikan solusi bagi perusahaan dalam upaya mendorong proses penciptaan nilai (*value creation*). *Economic Value Added (EVA)* dinilai mampu menutup kelemahan berbagai metode pengukuran kinerja keuangan konvensional, seperti *Earning Per Share (EPS)*, *Return on Equity (ROE)* dan *Return on Asset (ROA)*. Implementasi *Economic Value Added (EVA)* yang tepat akan memungkinkan perusahaan menjalankan program manajemen yang berbasis nilai (*value based management*).

Secara konseptual *Economic Value Added (EVA)* mempunyai keunggulan dibandingkan dengan ukuran kinerja konvensional, seperti *earning* karena berbagai alasan sebagai berikut: Pertama, *Economic Value Added (EVA)* sebagai metode pengukuran kinerja keuangan, juga merupakan kerangka kerja manajemen keuangan yang komprehensif, mencakup berbagai fungsi mulai dari *strategic planning*, *capital allocation*, *operating budget*, *performance measurement*, *management compensation*, hingga *internal-external communication*.

Kedua, *Economic Value Added (EVA)* dinilai mampu memainkan peran sebagai suatu sistem insentif kompensasi yang dapat mengarahkan perusahaan dalam mencapai tujuan hakikinya, yaitu menciptakan nilai untuk pemegang saham. Ketiga, *Economic Value Added (EVA)* juga bisa dipakai untuk menstransformasi budaya perusahaan, sehingga semua element di dalam organisasi menjadi lebih peka dan sadar untuk terus menciptakan nilai bagi pemegang saham. Terakhir, *Economic Value Added (EVA)* dapat mendorong setiap manajer memainkan peran seperti layaknya pemegang saham perusahaan melalui penerapan *value based compensation*.

Berbagai penelitian empiris mengenai ukuran kinerja, mana yang lebih baik dalam menjelaskan aktivitas penciptaan nilai perusahaan (*value creation activities*) yang dilakukan secara insentif selama sepuluh tahun terakhir. Secara umum hasilnya masih terpolarisasi dalam dua kubu. Hasil penelitian kubu pertama antara lain oleh Stewart (1991), O'Byrne (1996) dan Lehn dan Makija (1997), menyebutkan bahwa *Economic Value Added (EVA)* mengungguli ukuran kinerja tradisional (*accounting/accrual earning*) dalam menjelaskan nilai perusahaan. Sedangkan kubu kedua, antara lain oleh Dodd dan Chen (1996), Biddle, *et al.*, (1997), sebaliknya menyatakan bahwa ukuran kinerja tradisional seperti *Earning Per Share (EPS)*, *Return on Equity (ROE)* dan *Return on Asset (ROA)*, *net income*, *Net Operating Profit Afte Tax (NOPAT)* masih lebih unggul dari pada *Economic Value Added (EVA)*.

3.6 HUBUNGAN *ECONOMIC VALUE ADDED* TERHADAP *STOCK RETURN*

Economic Value Added (EVA) pertama kali diperkenalkan oleh Stern Stewart dan menyatakan bahwa EVA lebih erat hubungannya dengan *stock return* dan nilai perusahaan dari pada *accrual net income* (O'Byrne dalam Biddle, *et al*, 1998).

Penelitian tersebut membuktikan bahwa *Economic Value Added* (EVA) dapat mempengaruhi *stock return* dan nilai perusahaan. Bahkan *Economic Value Added* (EVA) mempunyai pengaruh yang lebih besar dari pada *earning* yang didasarkan pada akuntansi. Perusahaan dapat meningkatkan *stock return* dan nilai perusahaan dengan meningkatkan nilai *Economic Value Added* (EVA).

Pasar modal atau investor akan merespon positif atas kandungan informasi EVA. Kandungan informasi EVA merupakan berita baik bagi investor yang diwujudkan dengan peningkatan permintaan, yang pada akhirnya akan menaikkan harga saham perusahaan tersebut.

Respon positif investor terhadap EVA sangat beralasan, nilai EVA yang positif menandakan bahwa perusahaan dapat memberikan nilai tambah ekonomis sesuai dengan *return* yang diharapkan oleh investor. Perusahaan bukan hanya bisa menutupi semua biaya operasional tetapi juga dapat memenuhi *return* yang diharapkan oleh investor/pemegang saham, yaitu biaya modal. Di dalam konsep *Economic Value Added* (EVA), biaya modal dijadikan sebagai komponen biaya dalam perhitungan profit. Perusahaan mempunyai nilai tambah ekonomis (*economic profit*) apabila semua biaya operasional dan biaya modal dapat dipenuhi. Konsep inilah yang sebenarnya kelebihan dari EVA dari pada konsep *earning* yang lainnya. Karena EVA mempunyai kelebihan yang tidak dipunyai oleh konsep *earning* yang lain, maka sangat wajar apabila *Economic Value Added* (EVA) mempunyai hubungan yang lebih dari pada konsep *earning* yang lainnya.

Menurut Stern bahwa *Economic Value Added* (EVA) akan menyebabkan manajer untuk bertindak sebagai pemilik karena konsep *Economic Value Added* (EVA) akan menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham (Stewart, 1991). *Economic Value Added* (EVA) dapat dijadikan sebagai dasar pemberian insentif pada manajer. Besarnya kompensasi yang akan diterima oleh manajer sangat tergantung sejauh mana manajer dapat menghasilkan EVA (*Compensation plan base*). Manajer akan berusaha untuk meningkatkan EVA, segala keputusan yang diambil harus dapat menciptakan nilai ekonomis bagi pemilik dengan ukuran kinerja berdasarkan konsep *Economic Value Added* (EVA).

Setiap perusahaan *public* mempunyai tujuan yang sangat mendasar yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham/pemilik. Ukuran kinerja yang berdasarkan EVA adalah sangat relevan untuk tujuan tersebut. Di samping itu manajer akan bertindak memaksimalkan tindakannya untuk memperoleh kompensasi yang maksimal. Perencanaan kompensasi berdasarkan EVA (*Compensation Plan Base*) juga merupakan cara untuk mengurangi konflik *agency* antara manajer dan pemilik dengan memberikan insentif bagi manajer untuk mengambil keputusan yang sesuai dengan kepentingan pemegang saham/pemilik (Biddle, *et al*, 1998).

Penggunaan konsep *Economic Value Added* (EVA) sebagai dasar insentif dapat dilihat dalam tiga bentuk keputusan manajemen yaitu: Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Keputusan Opera-

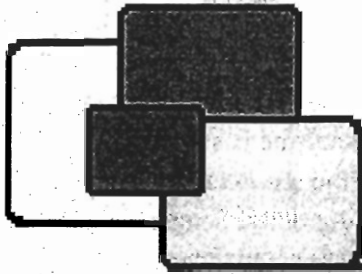
sional. Ketiga keputusan ini akan membuat manajer bertanggung jawab atas biaya modal keseluruhan baik biaya hutang maupun biaya modal sendiri.

Seorang manajer harus mempertimbangkan biaya modal dalam mengambil keputusan investasi. Suatu proyek investasi akan diterima bukan hanya berdasarkan pertimbangan biaya operasional tetapi juga mempertimbangkan biaya modal. Suatu proyek akan diterima apabila menghasilkan penerimaan yang melebihi dari total biaya hutang dan biaya modal sendiri (*The firm's opportunity cost of all/debt and equity*). Dengan demikian perusahaan yang menggunakan EVA sebagai *Compensation plan base* akan bersifat selektif dalam memilih proyek, manajer hanya memilih proyek yang menghasilkan penerimaan yang melebihi semua biaya baik biaya hutang maupun biaya modal sendiri.

Penggunaan EVA sebagai *Compensation plan base* akan mendorong manajer untuk membayar kelebihan dana (*free cash flow*) kepada pemegang saham, begitu juga manajer akan menolak setiap proyek yang tidak menghasilkan penerimaan yang dapat menutupi semua biaya (*The firm's opportunity cost of all / debt and equity*). Kelebihan dana tersebut (*free cash flow*) akan digunakan manajer untuk membeli kembali saham dan pembayaran dividen.

Kepemilikan saham oleh manajer akan menyelaraskan kepentingan manajer dan pemilik, dengan menggunakan EVA sebagai *Compensation plan base*. Begitu juga dengan *leverage* dapat dijadikan sebagai proksi untuk mempengaruhi struktur hutang dalam keputusan pendanaan. Peningkatan *leverage* akan meningkatkan pengawasan manajemen dan mengurangi kesempatan manajemen dalam penggunaan kelebihan dana (*free cash flow*) (Biddle, et al, 1998). Artinya penggunaan EVA sebagai *Compensation plan base* akan mendorong manager untuk mengambil keputusan pendanaan yang tetap yaitu melalui struktur hutang yang optimal, meningkatkan pengawasan manajemen dan mengurangi penyalahgunaan kelebihan dana (*free cash flow*). Semua tindakan manajer tersebut pada akhirnya akan meningkatkan EVA, manajer termotivasi untuk memperoleh insentif untuk melakukan tersebut.

-oo0oo-



BAB IV MODEL PENENTUAN HARGA SEKURITAS

Capital Asset Pricing Model (CAPM) pertama kali diperkenalkan oleh Willian Sharpe dan John Lintner yang menandai lahirnya teori penilaian aset (*Asset Pricing Model*). Daya tarik dari teori ini adalah konsepnya yang jelas, kuat dan sederhana dalam mengukur resiko dan memprediksi hubungan antara dugaan imbal hasil (*expected return*) dengan resiko dari sebuah aset finansial. Para kalangan akademisi dan praktisi keuangan dapat menerima konsep teori penilaian aset tersebut baik secara teori maupun pembuktian secara empiris. Menurut *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) suatu *retuns* yang diharapkan dapat memprediksi dengan suatu formula hubungan antara return dengan resiko. Sedangkan resiko yang relevan dalam kontek empiris adalah hanya resiko sistimatis yang dikenal dengan beta.

Para peneliti yang berusaha menguji CAPM dengan cara menggunakan indeks pasar saham sebagai proxy dari apa yang dimaksud oleh CAPM sebagai market portofolio. Konsep portofolio dalam kontek CAPM adalah portofolio dari sebuah aset finansial, real estate, dan juga human capital yang tidak diperdagangkan. Jika hanya dibatasi pada aset yang diperdagangkan maka portofolio juga harus termasuk obligasi saham dan aset finansial lainnya. Konsep CAPM hanya menggunakan indeks saham semata, apakah indeks saham yang ada di suatu negara akan berlaku di negara yang lain, sehingga prediksi teori tersebut dapat dibuktikan secara empiris. Seharusnya indeks yang digunakan adalah kumpulan dari indeks seluruh dunia. Dengan demikian kebenaran konsep CAPM tidak bisa dibuktikan secara empiris.

Kritik Roll (1977) memang terlalu tajam yang menyebabkan keyakinan orang terhadap CAPM mulai goyak. Berdasarkan uji empiris ternyata menimbulkan keanehan (anomali) yang tidak bisa dijelaskan oleh CAPM. *Price earning ratio* ternyata dapat memprediksi return saham secara signifikan (Basu,1977). Selanjutnya bermunculan anomali-anomali lain seperti: *size effect* (Banz,1981), *debt equity ratio* (1989) dan *book to market equity ratio* (1980). Anomali-anomali terus bermunculan seperti adanya pola return mengikuti pola harian, bulanan mingguan, liburan dan liana. Pasar yang efisien tidak akan membiarkan hal

ini terjadi. Apalagi anomali berkenaan dengan pola kalender, seharusnya hal ini tidak akan terjadi karena ada kesempatan untuk mendapatkan *abnormal profit* melalui arbitrase.

Hipotesis pasar efisien dibutuhkan agar CAPM dapat berjalan. Seluruh aset seharusnya berada pada *security market lines*. Jika ada aset yang *overprice* maupun *underprice*, mekanisme pasar yang didorong oleh optimalisasi hubungan resiko dan return oleh seluruh investor yang akan menggerakkan kembali semua aset kepada kondisi keseimbangan harga aset. Adanya pola return yang dapat diprediksi dengan pola kalender sangat tidak masuk akal. Penjelasan rasional tidak bisa menjawab anomali-anomali, adanya penjelasan psikologis untuk menjelaskan perilaku anomali-anomali dari investor.

4.1 FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STOCK RETURNS

Tujuan dari kajian literatur ini adalah untuk meninjau ulang beberapa kajian yang berkenaan dengan pokok bahasan penting di bidang penelitian pasar finansial dengan diperluas dengan kajian perilaku dari *common stock return* yang merupakan bidang kajian teori keuangan.

4.1.1 Pendekatan Markowitz

Hampir semua sekuritas yang tersedia untuk investasi mempunyai hasil yang tidak pasti yang sekaligus mengandung resiko. Permasalahan utama yang dihadapi investor adalah menentukan sekuritas beresiko yang mana yang harus di beli. Satu portofolio adalah kumpulan sekuritas, masalah ini bagi investor sama dengan memilih portofolio yang optimal dari suatu kumpulan portofolio yang ada. Hal ini yang dikenal dengan permasalahan memilih portofolio. Untuk mengatasi permasalahan ini dijelaskan oleh Harry M. Markowitz pada tahun 1952, ketika beliau menerbitkan makalahnya yang terkenal dan yang dianggap cikal bakal pendekatan teori portofolio modern dalam investasi Sharp, (2005).

Pendekatan Markowitz dimulai dengan asumsi bahwa seorang investor mempunyai sejumlah uang tertentu untuk berinvestasi pada saat ini. Uang tersebut akan diinvestasikan untuk jangka waktu tertentu yang disebut *holding period* atau jangka waktu investasi dari si investor. Pada akhir periode waktu investasi, investor akan menjual sekuritas yang telah ia beli pada awal periode tersebut dan kemudian menggunakan hasilnya untuk dibelanjakan sebagai konsumsi atau diinvestasikan kembali dalam berbagai jenis sekuritas (pembelian keduanya). Jadi pendekatan Markowitz dapat dilihat sebagai suatu pendekatan periode tunggal, dimana awal periode dinotasikan dengan $t=0$ dan akhir periode dinotasikan $t=1$. Pada $t=0$, investor harus memutuskan sekuritas mana yang dibeli dan mana yang harus dipegang sampai dengan $t=1$. Pengambilan keputusan pada awal periode, investor harus mengetahui bahwa imbal hasil (*return*) suatu sekuritas (portofolio) selama periode holding tidak pernah diketahui. Namun demikian, investor dapat mengestimasi imbal hasil harapan (rata-rata) dari beberapa sekuritas yang berada dalam pertimbangan dan kemudian menginvestasikan pada sekuritas yang memberikan imbal hasil harapan tinggi.

Markowitz menyatakan bahwa hal tersebut secara umum akan merupakan suatu keputusan yang tidak bijaksana karena investor tertentu, walaupun menginginkan imbal hasil menjadi tinggi, juga menginginkan imbal hasil yang sejauh mungkin pasti. Jadi investor dalam rangka mencari keduanya, imbal

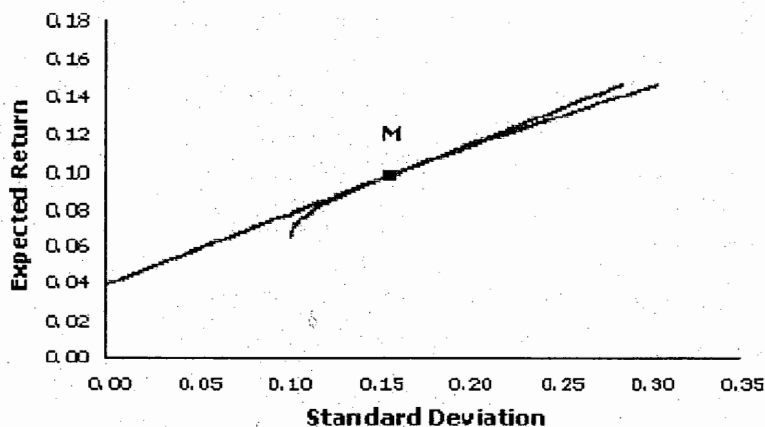
hasil harapan maksimum dan ketidakpastian (risiko) minimum, mempunyai dua tujuan yang saling bertentangan yang harus diseimbangkan satu dan lainnya ketika membuat keputusan untuk membeli pada awal tahun. Pendekatan ini memberikan penjelasan bagaimana investor seharusnya membuat keputusan seperti ini memberikan pertimbangan secara penuh terhadap kedua tujuan tersebut.

Suatu konsekuensi yang menarik dari kedua tujuan yang saling bertentangan adalah investor harus melakukan diversifikasi dengan cara membeli tidak hanya satu sekuritas tetapi beberapa sekuritas. Adapun formula menghitung imbal hasil dalam suatu periode:

$$\text{Return/Imbal Hasil} = \frac{\text{Modal Akhir Periode} - \text{Modal Awal Periode}}{\text{Modal Awal Periode}}$$

Kajian *theory of stock price behavior* pertama kali dimulai hasil karya dari paper Markowitz pada tahun 1952 dan 1959 yang dikenal dengan *Markowitz model* dengan menggunakan suatu single periode, dimana seorang investor akan membentuk suatu portfolio diawal periode.

Markowitz Portfolio Selection



Sumber: (Davis, 2001)

Gambar 4.1 Pengaruh Harapan Pengembalian dan Resiko

Tujuan investor adalah untuk memaksimalkan *portfolio's expected return* dengan tingkat resiko yang dapat diterima (meminimalkan resiko). Asumsi dari periode waktu tunggal berkenaan dengan beberapa asumsi tentang sikap investor terhadap resiko, dimana resiko diukur dengan *variance (standard deviation)* dari return portfolio. Hal ini mengindikasikan bahwa investor memungkinkan untuk menjauhi resiko tersebut.

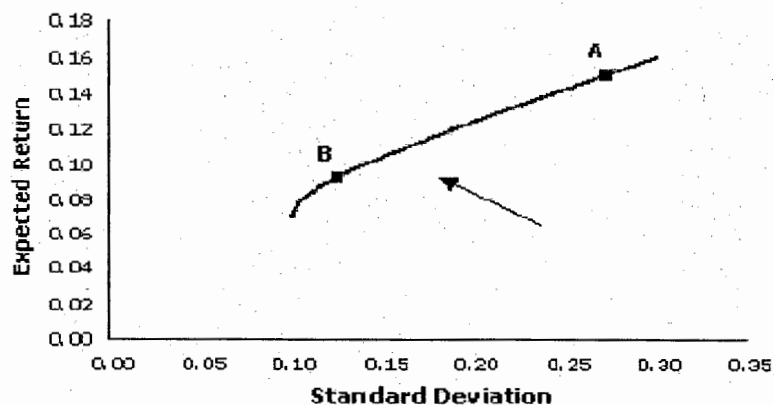
Suatu saham akan ditambahkan pada suatu portfolio, harapan return dan resiko (*standard deviation*) akan mengalami perubahan dengan arah yang sangat khusus dengan penambahan berbagai sekuritas dalam portfolio. Investor yang pintar akan dapat melakukan hal tersebut yang dibatasi oleh kurva sebelah atas

dari kurva setengah hiperbola. Kurva tersebut sebagai batas yang paling efisien. Investor akan memilih portfolio di sepanjang kurva tersebut selama resiko yang dihadapi masih dapat diterima. Konsep dasar dari *Markowitz model* ini adalah suatu *security's expected return* akan di pertemukan dengan berbagai saham yang lain, yang ditentukan bagaimana investor dapat menambah portfolio. Artinya seorang investor akan memilih suatu saham (sekuritas) yang dibandingkan dengan sekuritas yang lainnya, dengan mempertimbangkan harapan return yang akan didapat beserta resiko yang akan dihadapi. Penambahan sekuritas pada portfolio tersebut diharapkan akan menambah pilihan untuk memilih imbal hasil yang lebih besar dengan tingkat resiko yang lebih kecil. Dengan cara ini, seorang investor dapat memaksimalkan imbal hasil yang diharapkan. (Davis, 2001)

4.1.2 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Berdasarkan *Markowitz framework*, Sharpe (1964), mengembangkan apa yang dikenal dengan sebagai *the Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Model ini berasumsi bahwa seorang investor akan menggunakan logika dari Markowitz dalam membentuk portfolio. Model ini juga berasumsi bahwa ada akan memperoleh suatu return yang pasti dengan bebas resiko (*the risk-free asset*). Bebas resiko ini merupakan batas yang efisien.

Capital Market Line



Sumber: Davis, (2001)

Gambar 4.2 Pengaruh Harapan Pengembalian dan Resiko

Risk-free rate (intersep) yang merupakan batas dari sekumpulan kesempatan investasi. Investor dapat memilih portfolio disepanjang garis lurus tersebut (*the capital market line*). Garis lurus tersebut merupakan kombinasi dari aset yang bebas resiko dan resiko pasar portfolio. Sehingga ada keseimbangan pasar (*quantity supplied = quantity demanded*). Pasar portfolio akan menjadi portfolio pasar untuk semua aset yang beresiko. Semua investor akan mengkombinasikan portfolio pasar dan aset bebas resiko dan resiko yang dibayar hanya resiko yang dapat ditanggung yang berhubungan dengan portfolio pasar.

Persamaan: CAPM

$$\text{CAPM}$$

$$E(R_j) = R_f + \beta_j [E(R_m) - R_f]$$

$E(R_j)$ and $E(R_m)$: the expected returns to asset

j : market portfolio, respectively,

R_f : risk free rate,

$\hat{\alpha}_j$: beta coefficient for asset j .

$\hat{\alpha}_j$: measures the tendency of asset j to co-vary with the market portfolio.

Persamaan tersebut dapat diartikan bahwa harapan *return* dari beberapa aset beresiko adalah fungsi linear dari kecendrungan perubahan portfolio pasar. Model ini dapat menggambarkan bagaimana suatu aset dihargai, hubungan linear yang positif akan diobservasi apabila rata-rata return portfolio di kombinasikan dengan beta portfolio. Selanjutnya apabila Betas dimasukkan dalam persamaan tersebut sebagai variabel yang menjelaskan, tidak ada variabel lain yang dapat menjelaskan perbedaan *cross sectional* dalam rata-rata return. (Davis, 2001)

4.1.3 Arbitrage Pricing Theory (APT)

Ketika model CAPM didasarkan pada alasan dan beberapa asumsi yang tidak realistis, maka beberapa pengembangan yang didasarkan pada CAMP yang berhubungan dengan beberapa asumsi diantaranya Ross dengan model *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang berbeda dengan model CAPM yang berdasarkan pada keseimbangan pasar keuangan. *Arbitrage Pricing Theory* (APT) dimulai dengan suatu promise bahwa kesempatan arbitrase tidak ada dalam pasar keuangan yang efisien. Asumsi ini tidak banyak membatasi seperti apa yang diperlukan dari model CAPM. Model *Arbitrage Pricing Theory* (APT) berasumsi bahwa ada beberapa yang menyebabkan return aset yang secara sistimatis menyimpang dari nilai yang diharapkan. Teori ini tidak secara khusus mengidentifikasi sejauhmana besarnya faktor-faktor tersebut.

Faktor-faktor tersebut akan menyebabkan perubahan return secara bersama-sama. Kemungkinan ada alasan khusus perusahaan yang menyebabkan perubahan nilai yang diharapkan, tetapi hal tersebut tidak berhubungan dengan yang lainnya, semua variant return tidak berhubungan dengan faktor-faktor umum yang dapat didiversifikasi. Berdasarkan asumsi ini Ross menyatakan yang berkenaan dengan pencegahan arbitrase, return aset yang diharapkan adalah fungsi linear dari kepekaan faktor-faktor umum tersebut.

Persamaan APT:

$$\text{APT}$$

$$E(R_j) = R_f + \beta_{j1} \lambda_1 + \beta_{j2} \lambda_2 + \dots + \beta_{jn} \lambda_n$$

$E(R_j)$ and $E(R_m)$: the expected returns to asset

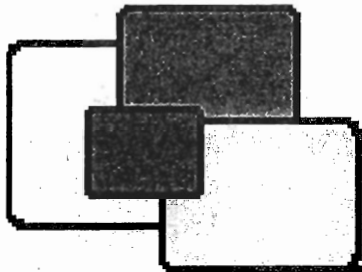
R_f : risk free rate,

$\hat{\alpha}_{jk}$: coefficient represents the sensitivity of asset j to risk factor k ,

$\hat{\epsilon}_k$: represents the risk premium for factor k .

Sama halnya dengan CAPM, *return* yang diharapkan adalah fungsi linear dari kepekaan aset terhadap risiko sistimatis (Davis, 2001).

-oo0oo-



BAB V

KETERKAITAN ECONOMIC VALUE ADDED (EVA), PASAR MODAL DAN MODEL PENENTUAN HARGA SAHAM

Secara epistemology EVA adalah konstruk dari *Efficient Market Hypothesis* (EMH) dan *non Efficient Market Hypothesis* (EMH). Selanjutnya fundamental ekonomi dan faktor keuangan yang memberikan kontribusi sebagai penggerak utama dari EVA hanya mempunyai pengaruh yang kecil dari terhadap perubahan harga saham dan *stock returns*.

5.1 ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) DAN EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS (EMH)

Plot asset pada *Security Market Line* (SML) atau *Capital Market Prices* (CMP) dan harga saham atau harga saham sebagai nilai asset (*intrinsic value*) yang tidak mungkin berarti sebagai suatu ukuran seperti EVA. Pada SML dan CML, mendefinisikan *Net Present Value* (NPV) sama dengan nol dan *Required Rate of Return* (RRR) atau biaya modal sama dengan *Internal Rate of Return* (IRR), begitu juga dalam kasus EVA harus sama dengan nol. Ketika EVA mengukur perbedaan antara RRR dan IRR dalam EMH, EVA berusaha untuk mengukur suatu kuantum yang tidak mungkin ada. Arbitrasi dan persaingan akan menjamin tidak akan terjadi profit abnormal secara konsisten. Jika fenomena EVA di observasi maka kejadian ini acak, secara statistik tidak signifikan, tidak akan berhubungan secara terus menerus, EVA positif akan menutupi EVA yang negatif. Dalam konsep EMH keadaan ini tidak akan memperoleh abnormal profit, kecuali harga resiko lebih tinggi, diukur dengan koefisien beta. Dengan demikian dalam logika EMH, EVA adalah suatu fiksi.

Konsep EMH, EVA akan digandakan dalam suatu cara yang tidak bias terhadap harga saham, sehingga harga sama dengan nilai instrisik. Artinya, pasar akan mengakui dampak EVA akan menggandakan dalam harga saham. Peningkatan harga saham akan menciptakan nilai pasar dan dikenal sebagai *Market Value Added* (MVA). Jika EVA sebagai metrik kinerja internal, maka EVA tidak akan ditransmisi ke dalam MVA. Namun jika sebagai metrik kinerja eksternal, maka shareholder tidak akan memperoleh manfaat dari peningkatan EVA sepanjang harga asset menjadi perhatian. Ketika EVA diperhatikan sebagai ekonomi dan

fundamental keuangan, maka harus diketahui apakah perubahan EVA akan mempengaruhi harga saham. Fundamental ekonomi dan keuangan hanya mempunyai pengaruh yang kecil terhadap harga aset.

5.2 ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) DAN NON EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS (EMH)

Ada tiga permasalahan yang berhubungan dengan konsep EVA dalam non-EMH. Validitas penggunaan konsep *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan beta, permasalahan apa yang menggerakkan harga saham dan karenanya MVA dan permasalahan dividen dan earning dalam hubungannya dengan harga saham.

Konsep non-EMH, penggunaan CAPM sebagai dasar untuk menghitung EVA dapat dipertanyakan karena CAPM dilahirkan dari EMH sebagai variabel dependen dari fungsi EMH. Di dalam konsep non EMH, CAPM dan beta tidak akan digunakan untuk menghitung biaya equity yang merupakan bagian dari *Weight Average Cost of Capital* (WACC). Sejumlah studi lebih dari satu dekade telah menunjukkan bahwa penggunaan CAPM dan beta suatu hal yang tidak diinginkan untuk menghitung biaya modal dan tidak digunakan untuk tujuan evaluasi. Bagian penting ini merupakan bagian penting sebagai dasar dalam menghitung EVA yaitu CAPM yang telah ditolak karena mempunyai hubungan yang sangat kecil antara cross section dari return dan koefisien resiko sistematis atau beta.

Tidak meningkatnya kinerja dari model penentuan harga aset tradisional seperti CAPM dan Arbitrage Pricing Theory (APT) telah memberikan suatu daya dorong perilaku keuangan karena model tersebut membutuhkan semua hal pola yang dapat diprakirakan dalam imbal hasil aset baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang dan dapat dilacak perbedaannya menurut loading yang kurang bermakna untuk faktor resiko.

Penelitian yang insentif telah menunjukkan bahwa teori harga keseimbangan seperti EMH, tidak menggambarkan kepuasan dalam dunia riil. Harga pasar jarang sesuai dengan nilai instrinsik. Sedangkan fundamental keuangan dan ekonomi akan mempengaruhi nilai dan bukan penggerak utama dari harga saham. Dalam hal ini Fama (1981) menemukan bahwa fraksi yang utama dari variasi return tidak dapat dijelaskan oleh berita ekonomi makro. Penggerak utama dari stock return adalah perubahan volatility dan faktor keuangan dan fundamental ekonomi bukan penggerak utama dari volatility.

Untuk menghubungkan EVA dan *stock return*, harga pasar harus mengenal cara yang bias dari proses penciptaan nilai yang berasal dari penerapan NPV yang positif (EVA positif) investasi, pembiayaan dan keputusan dividen. Penggerak utama dari harga saham meliputi volatility momentum (Chan et al., 1996).

Ketika volatility, herding dan momentum sebagai penggerak utama dari harga saham atau *stock return* dari pada fundamental ekonomi dan faktor keuangan. Dengan demikian ada sejumlah permasalahan yang timbul dengan EVA :

1. Nilai pasar tidak menanggapi nilai instrinsik karena harga digerakkan oleh faktor non fundamental.
2. Penggunaan WACC yang didasarkan pada nilai pasar dan bobotnya adalah yang patut di pertanyakan

Economic Value Added (EVA) tidak dapat nilai relevansinya dengan harga saham karena secara konseptual salah dalam kerangka pasar efisien maupun pasar tidak efisien. Perkembangan empiris membuktikan

kan bahwa informasi akuntansi, seperti *earning* dan dividen menjadi kurang bermanfaat untuk mengevaluasi saham. Keseluruhan pernyataan tersebut, telah menjadi kajian yang menarik dalam studi *behavioral finance* atau *value of capital market research*. Harga saham digerakkan oleh faktor nilai instrinsik tetapi oleh *volatility*, *momentum* dan *finansial herding*.

Economic Value Added (EVA) adalah *financial fiction* dalam *Efficiency Market Hypothesis (EMH)*, karena tidak ada abnormal profit yang secara konsisten dalam kaitannya dengan arbitrase dan tindakan persaingan (Paulo, 2002). Konsep EMH menyatakan bahwa suatu pasar efisien apabila dapat menanggapi serangkaian informasi yang ada, karenanya tidak mungkin memperoleh keuntungan dengan melakukan perdagangan berdasarkan informasi tersebut. EMH tidak dapat mencegah perusahaan dari *earning economic rent*, yaitu profit yang mencakup biaya kesempatan modal atau *opportunity cost of capital* yang identik dengan konsep *Economic Value Added (EVA)*.

Suatu industri dapat mengatasi keseimbangan persaingan dalam jangka panjang, semua aset diharapkan untuk memperoleh biaya modalnya karena *economic profit* telah digerakkan kembali oleh persaingan dalam suatu industri dalam hal perluasan oleh perusahaan atau memikat perusahaan yang baru. Keseimbangan jangka panjang tersebut tidak bersifat statis tetapi dinamis melalui proses perubahan keseimbangan yang terus menerus. Proses ini akan menyebabkan perusahaan memperoleh *economic profit* yang berhubungan dengan karakteristik industri yang lain, konsentrasi industri dan hambatan bagi pendatang baru atau karakteristik perusahaan, seperti kekuatan monopoli atau mempunyai daya saing. Hal ini disebabkan karena *economic profit* mendorong untuk menggunakan *discounted cash flow analysis* dalam menyusun penganggaran modal. Dengan demikian bahwa *economic profit* tidak bertentangan dengan EMH sepanjang harga saham sepenuhnya merefleksikan informasi fundamental tentang kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *earning*, dengan demikian dalam waktu tertentu investor tidak dapat mendapatkan *abnormal returns* dari investasi saham

Economic Value Added (EVA) sebagai kurang baik sebagai konstruk dalam non – EMH karena *Capital Assets Pricing model (CAPM)* tidak valid sebagai model untuk menghitung return yang diharapkan dan harga saham digerakkan oleh faktor non fundamental yang lain dari pada *earning* atau dividen. *Capital Assets Pricing model (CAPM)* tidak diturunkan dari EMH dan *Capital Assets Pricing model (CAPM)* bukan merupakan variabel dependen dari fungsi EMH. *Capital Assets Pricing model (CAPM)* hanya sebagai asumsi dari portfolio yang efisien, dan tidak sama dengan konsep EMH. Walaupun berdasarkan pasar dalam studi akuntansi dan keuangan secara umum mengasumsikan validitas secara diskriptif dari EMH dan CAPM. CAPM hanya digunakan dalam menghitung EVA, terutama dalam mengestimasi biaya modal yang didasarkan pada CAPM. Apakah CAPM memberikan dasar yang valid untuk menghitung biaya modal? Menurut konsep CAPM beta hanya untuk menentukan return yang diharapkan yang berbeda. CAPM hanya menghubungkan antara resiko dan return yang diharapkan. Konsep ini banyak mendapat dukungan dari praktisi dan akademisi.

Sekarang yang menjadi permasalahan, apakah faktor non fundamental dapat mempengaruhi harga saham. Banyak model evaluasi dikembangkan dan digunakan oleh para investor untuk menentukan harga

saham. Misalnya *Price Earning Ratio* sering digunakan sebagai indikator dalam pasar saham. Begitu juga dengan *earning* sering digunakan sebagai indikator dalam pasar modal. Sering kali investor bereaksi setelah ada pengumuman tentang besarnya *earning*. Artinya non fundamental juga sering digunakan atau valid untuk menentukan harga saham, seperti halnya dengan EVA.

5.3 INFORMASI AKUNTANSI DAN PASAR MODAL

Apakah Informasi akuntansi kurang relevan dalam menentukan harga saham dan apakah harga saham juga dipengaruhi oleh banyak faktor non fundamental? Untuk menjawab pertanyaan ini diperlukan analisis yang berhubungan bagaimana mengevaluasi peran informasi akuntansi dalam mengevaluasi saham? Bagaimana menilai implimentasi efisiensi pasar untuk penelitian pasar modal ?

Memberikan analisis yang komprehensif tentang penelitian akuntansi berdasarkan pasar modal. Untuk menjawab pertanyaan tersebut, akan dibahas hal-hal sebagai berikut:

Ada dua jenis penelitian yang tujuannya berbeda.

1. *Fundamental Analysis* adalah studi yang berusaha untuk mengidentifikasi *mispriced securities* untuk tujuan investasi dengan memasukkan semua variabel yang dapat membantu menjelaskan atau memprediksi nilai perusahaan yang akan datang.
2. *Value Relevan Analysis* adalah penelitian yang memfokuskan pada variabel untuk menilai atau mengevaluasi karakteristik dari informasi akuntansi tertentu. Bagaimana sejumlah informasi akuntansi tertentu digunakan oleh investor untuk mengevaluasi *equity* perusahaan. Besar kemungkinan suatu variabel pengaruhnya sangat kecil dalam menentukan nilai *equity*.

Dalam pasar yang efisien, perubahan harga direspon seketika oleh pasar, terutama yang berhubungan dengan harapan aliran kas. Setiap informasi yang diterima oleh investor akan direspon melalui perubahan harga. Perubahan harga saham tersebut, mencerminkan harapan akan aliran kas yang akan datang. Walaupun demikian, pengaruh yang sangat kecil dari *earning* terhadap *stock return*, bukan berarti *earning* tidak relevan. *Earning* oleh investor dapat dijadikan indikator dalam menentukan nilai *equity*. Banyak penelitian menghubungkan antara informasi akuntansi dengan *stock return*. Dalam pasar yang efisien, harga merupakan cermin dari nilai fundamental, dimana menjelaskan penggunaan harga sebagai variabel kriteria dalam studi akuntansi yang berbasis pasar modal.

5.4 ANOMALI DARI CAPITAL ASSETS PRICING MODEL (CAPM)

Berikut ini akan diuraikan beberapa hasil penelitian yang berhubungan dengan *Stock return*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ada beberapa variabel berikut ini ternyata mampu memprediksi *Stock return*. Hal ini sangat bertentangan dengan model CAPM.

5.4.1 Earnings / Price

Salah satu studi berlawanan yang berkenaan dengan prediksi CAMP oleh Basu (1977) dengan menggunakan sampel dari 1957 –1971, menunjukkan bahwa saham dengan *earnig /price ratio* yang tinggi secara

signifikan dengan *return* dari pada saham dengan *earnig/price ratio* yang rendah. Studi ini mengindikasikan bahwa perbedaan beta tidak dapat menjelaskan dari perbedaan *return*.

5.4.2 Firm Size

Banz (1981) menemukan pertentangan CAPM yang lain dengan menunjukkan bahwa saham perusahaan dengan *low market capitalization* mempunyai rata-rata *return* yang lebih tinggi dari pada *capitalization* saham yang lebih besar. Peneliti lain (Basu, 1983) menunjukkan bahwa pengaruh ukuran secara nyata dari pada E/P. Perusahaan yang kecil berkecenderungan untuk mendukung CAPM yang menunjukkan bahwa perusahaan kecil berkecenderungan mempunyai beta yang lebih besar dari pada perusahaan besar dan perusahaan kecil mempunyai rata-rata *return* lebih besar. Dengan demikian bahwa perbedaan beta tidak cukup untuk menjelaskan perbedaan *return*.

5.4.3 Long-Term Return Reversals

Mengidentifikasi "*losers*" sebagai saham yang mempunyai *return* lebih kecil selama melewati tiga sampai lima tahun. "*Winners*" adalah saham yang mempunyai *return* yang lebih besar pada periode yang sama. Artinya "*losers*" mempunyai rata-rata *return* yang lebih tinggi dari pada "*Winners*" dalam periode tiga sampai lima tahun berikutnya. Beta tidak dapat dihitung untuk membedakan rata-rata *return*. Kecenderungan *return* untuk memutarbalikkan dalam waktu yang lama dan hal ini bertentangan dengan CAPM (*losers become winners*). Losers akan mempunyai beta yang lebih besar dari pada *winner* dalam rangka membuktikan perbedaan *return*.

5.4.4 Book-to-Market Equity

Rasio nilai buku dari saham umum dengan nilai pasar saham (*book-to market equity, or BtM*) mempunyai *returns* yang lebih besar signifikan dari pada saham yang mempunyai rasio BtM yang rendah. *Book to Market* adalah variabel dapat digunakan untuk membedakan rata-rata *returns*.

5.4.5 Leverage

Leverage yang besar (*high debt/equity ratios*) mempunyai rata-rata *return* lebih besar dari pada perusahaan dengan leverage yang lebih kecil. Tingginya leverage akan meningkatkan risiko perusahaan, tetapi peningkatan risiko sebagai refleksi dari koefisien beta yang lebih besar.

5.5 PERKEMBANGAN INDIKATOR EKONOMI DAN BURSA EFEK JAKARTA (BEJ)

Berikut ini akan diuraikan beberapa hasil penelitian yang menunjukkan bahwa harga saham yang merupakan indikator dari nilai perusahaan dipengaruhi oleh variabel-variabel faktor eksternal meliputi inflasi, tingkat bunga, dan nilai tukar valuta asing (valas). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa faktor eksternal utamanya kondisi ekonomi makro (inflasi, tingkat bunga, dan nilai tukar valuta asing) merupakan determinan dari harga saham (nilai perusahaan) yang juga patut diperhatikan oleh manajemen perusahaan dalam

proses pembuatan keputusan-keputusan strategis keuangan (keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen).

Tabel 1.2 *Perkembangan Indikator Ekonomi dan Bursa Efek Jakarta (BEJ)*

Indikator Ekonomi	2000	2001	2002	2003	2004
1. Inflasi (%)	9,5	12,55	10,03	5,06	6,4
2. Tingkat Bunga (%)					
– SBI 1 bln	14,5	17,62	12,93	8,31	7,43
– Deposito	12,0	16,07	12,81	6,62	6,43
– 1 bln	13,2	17,24	13,63	7,14	6,71
– 3 bln	13,2	16,18	13,79	8,25	
– 6 bln	12,2	15,48	15,28	10,39	
– 12 bln					
– Kredit :	17,7	19,19	18,25	15,07	13,41
– Modal kerja	16,9	17,90	17,82	15,88	14,05
– Investasi	8.402	10.259	9.316	8.570	8.942
3. Nilai tukar Rp / US \$	4,8	3,4	3,7	4,1	5,1
BEJ					
5. Jumlah Emiten	290	316	331	333	331
6. Kapitalisasi pasar (milyar Rp)	259.621	239.259	268.423	460.365	679.949
7. Perdagangan saham (milyar Rp)	117.117 416,3	97.983 392	120.763 425	125.437 691,9	247.006 1000,2
8. IHSG	-5,4	-7,7	22,0	39,5	13,3
9. Rata-rata perusahaan – <i>Price earning ratio</i>	1,7	1,7	1,0	1,6	2,8

Sumber: Laporan Tahunan Bank Indonesia (2000-2004) dan Indonesian Capital Market Directory (2005).

Berdasarkan pada Tabel 1.2. tentang perkembangan indikator ekonomi dan Bursa Efek Jakarta (BEJ) periode tahun 2000 sampai dengan tahun 2004, menunjukkan bahwa perubahan-perubahan indikator ekonomi akan mempengaruhi kinerja perusahaan yang *listing* di BEJ. Seperti terlihat pada tabel 1.2. yang menunjukkan bahwa tingkat inflasi dari tahun 2000 ke tahun 2001 menunjukkan peningkatan yaitu dari 9,5% pada tahun 2000 meningkat menjadi 12,55% pada tahun 2001. Peningkatan inflasi ini juga diikuti oleh peningkatan tingkat bunga SBI yaitu dari 14,5% pada tahun 2000 meningkat menjadi 17,62% pada tahun 2001. Peningkatan inflasi dan tingkat bunga ini juga diikuti dengan depresiasi rupiah terhadap US \$ yaitu dari rata-rata 8.402 rupiah per dollar pada tahun 2000 melemah menjadi rata-rata 10.259 rupiah per dollar pada tahun 2001. Kondisi ini ternyata berdampak pada perdagangan saham, indeks harga saham gabungan (IHSG), dan rata-rata *price earning ratio* perusahaan yang *listing* di BEJ yang menunjukkan penurunan pada periode yang sama yaitu perdagangan saham pada tahun 2000 sebesar 117.117 milyar rupiah menurun menjadi 97.983 milyar rupiah pada tahun 2001, IHSG dari 416,3 rupiah pada tahun 2000

menurun menjadi 392 rupiah pada tahun 2001 dan rata-rata *price earning ratio* perusahaan juga mengalami penurunan yaitu dari -5,4 pada tahun 2000 menjadi -7,7 pada tahun 2001.

Kondisi sebaliknya terjadi, yaitu pada saat kinerja ekonomi makro membaik pada tahun 2002 yang ditunjukkan oleh menurunnya tingkat inflasi dari 12,5% pada tahun 2001 menurun menjadi 10,03% pada tahun 2002. Penurunan inflasi ini juga diikuti oleh turunnya tingkat bunga SBI yaitu dari 17,62% pada tahun 2001 menurun menjadi 12,93% pada tahun 2002. Turunnya tingkat inflasi dan tingkat bunga ini ternyata juga diikuti oleh menguatnya nilai tukar rupiah sehingga rupiah mengalami apresiasi terhadap US \$ yaitu dari rata-rata 10.259 rupiah per dollar pada tahun 2001 menguat menjadi rata-rata 9.316 rupiah per dollar pada tahun 2002. Membaiknya stabilitas ekonomi makro yang ditandai dengan penurunan tingkat inflasi dan tingkat bunga serta menguatnya nilai tukar rupiah terhadap US \$ ini berdampak positif terhadap perdagangan saham, IHSG, dan rata-rata *price earning ratio* perusahaan yang *listing* di BEJ yang mengalami peningkatan pada tahun 2002. Perdagangan saham pada tahun 2001 sebesar 97.983 milyar rupiah meningkat menjadi 120.763 milyar rupiah pada tahun 2002, IHSG dari 392 rupiah pada tahun 2001 meningkat menjadi 425 rupiah pada tahun 2002 dan rata-rata *price earning ratio* perusahaan juga mengalami peningkatan yaitu dari -7,7 pada tahun 2001 menjadi 22,0 pada tahun 2002. Fenomena ini menunjukkan bahwa faktor eksternal utamanya kondisi ekonomi makro akan mempengaruhi harga saham perusahaan yang pada dasarnya merupakan indikator dari nilai suatu perusahaan.

Fakta di atas, tentunya memperkuat bukti temuan-temuan studi empiris yang pernah dilakukan yang menunjukkan bukti bahwa faktor eksternal utamanya faktor ekonomi (tingkat inflasi, tingkat bunga, dan nilai tukar valas) secara sistematis akan berpengaruh terhadap faktor internal perusahaan yang selanjutnya akan berdampak pada pencapaian laba perusahaan dan pada akhirnya akan mempengaruhi harga saham (nilai perusahaan) perusahaan tersebut. Dengan demikian, maka kondisi ekonomi makro (faktor eksternal) yang merupakan variabel yang tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan merupakan faktor yang juga patut diperhatikan oleh manajemen perusahaan dalam membuat keputusan-keputusan strategis keuangan guna mencapai tujuan perusahaan yaitu meningkatnya nilai perusahaan yang tercermin dari peningkatan harga saham perusahaan.

Keputusan-keputusan strategis keuangan pada dasarnya terdiri dari keputusan investasi (*investment decision*), keputusan pendanaan (*financing decision*), dan keputusan dividen (*dividend decision*) atau sering disebut dengan kebijakan dividen atau *dividend policy* Van Horne, *et al.*, (1994). Keputusan investasi menyangkut keputusan tentang alokasi dana baik dana yang berasal dari dalam perusahaan maupun dana dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi. Dengan kata lain, keputusan investasi adalah penentuan investasi jangka pendek dan investasi jangka panjang.

Keputusan pendanaan atau pembelanjaan menyangkut tentang bagaimana memperoleh dana untuk membiayai investasi yang efisien, bagaimana menentukan komposisi sumber dana yang optimal (keputusan struktur modal) bagi perusahaan dan bagaimana komposisi yang optimal itu harus dipertahankan serta apakah perusahaan sebaiknya menggunakan modal asing atau modal sendiri.

Ketidakrelevanan kebijakan keuangan (*the financial-policy irrelevancy argument*) atau dikenal dengan istilah teori MM (Modigliani & Miller) yang menetapkan bahwa dalam sebuah pasar modal yang sempurna (tidak ada pajak dan biaya transaksi) nilai perusahaan adalah independen atau tidak tergantung oleh bagaimana aktiva-aktiva produktif suatu perusahaan didanai (keputusan pendanaan/struktur modal) dan bagaimana pendapatan perusahaan tersebut dibagikan (keputusan atau kebijakan dividen) apakah dalam bentuk laba ditahan ataukah dalam bentuk dividen. Dengan kata lain Modigliani & Miller selanjutnya disingkat dengan MM menyatakan bahwa dalam pasar modal yang sempurna keputusan pendanaan dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Nilai suatu perusahaan semata-mata hanya tergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya melalui keputusan investasi yang optimal dan bukan bagaimana aktiva tersebut didanai (keputusan pendanaan).

Dalam dunia nyata sulit sekali dijumpai atau hampir tidak ada realitas kondisi pasar yang sempurna, oleh karena itu argumen ketidakrelevanan kebijakan keuangan (*the financial-policy irrelevancy argument*) tersebut tidak berlaku dalam dunia nyata karena *perfect market* yang menjadi syarat utamanya tidak pernah ditemui dalam praktik. Dengan demikian, argumen ketidakrelevanan kebijakan keuangan (*the financial-policy irrelevancy argument*) tidak mungkin terjadi dan sebaliknya kelompok yang tidak setuju dengan *the financial-policy irrelevancy argument* menyatakan bahwa argumen kerelevanan kebijakan keuangan (*the financial-policy relevance argument*) adalah yang realistis karena argumen tersebut dibangun atas dasar realitas yang melekat pada pasar modal yaitu *imperfect market*. Keputusan pendanaan dan kebijakan dividen akan mempengaruhi nilai perusahaan dalam kondisi pasar modal yang tidak sempurna seperti adanya pajak, konflik agensi, dan informasi asimetris (*asymmetric information*). Pernyataan tersebut didasari oleh pendapat Modigliani & Miller menunjukkan bahwa pendanaan dari hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya penghematan pajak dari pembayaran bunga dari hutang dan kebijakan dividen akan mempengaruhi harga saham (nilai perusahaan) karena pembayaran dividen merupakan sinyal (*signaling hypothesis*) tentang prospek perusahaan dimasa mendatang.

Dalam konteks pasar modal yang tidak sempurna terjadi informasi *asymmetric* yang terjadi akibat adanya *superiorities* pengetahuan manajer atas prospek perusahaan di masa mendatang, sehingga informasi asimetris yang didasarkan pada *signaling hypothesis* berkenaan dengan keputusan pendanaan dan kebijakan dividen pada kondisi pasar modal yang tidak sempurna (adanya biaya transaksi dan pajak) akan mempengaruhi nilai perusahaan. Oleh karena itu, nilai perusahaan tidak hanya ditentukan oleh keputusan-keputusan investasi yang optimal tetapi juga oleh keputusan pendanaan (keputusan struktur modal) dan kebijakan dividen. Temuan-temuan di atas mengindikasikan bahwa dibawah asumsi pasar modal yang sempurna dalam realitasnya sangat tidak mungkin terjadi sehingga pada kondisi dunia nyata yaitu pasar modal yang tidak sempurna (adanya biaya transaksi, biaya pajak, biaya *agency*, dan *asymmetric information*) keputusan-keputusan keuangan perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan. Oleh karena itu penting untuk memahami bagaimana kebijakan keuangan utamanya keputusan struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan.

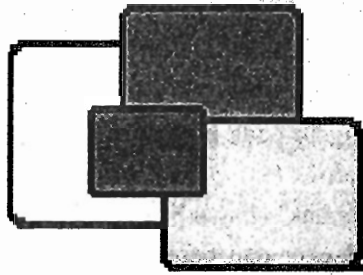
Value Based Management (VBM) akan dianalisis dengan menggunakan *Economic Value Added* (EVA). Dengan demikian akan dibahas hal-hal yang berhubungan dengan hal tersebut. Begitu juga akan

dibahas hubungan antara *Balance scorecard (BSC)*, *Activity Based Costing(ABC)* dengan *Economic Value Added (EVA)*. *Balance scorecard (BSC)*, *Activity Based Costing(ABC)* adalah suatu strategi perusahaan untuk meningkatkan value.

Pembahasan *Value Based Management (VBM)* dengan menggunakan *Economic Value Added (EVA)* kurang lengkap apabila tidak dihubungkan dengan harga saham. Bagaimana respon pasar saham terhadap perusahaan yang menggunakan *Value Based Management (VBM)* dengan analisis *Economic Value Added (EVA)*. Dengan demikian juga akan dibahas dengan berbagai konsep yang berhubungan dengan harga saham. Begitu juga akan dibahas mengapa pasar saham tidak begitu peduli dengan besarnya *Economic Value Added (EVA)*. Bagaimanapun harga saham atau *stock return* adalah tujuan akhir bagi pemodal atau *shareholder*.

Dari uraian di atas dapat disimpulkan bahwa buku ini akan membahas segala sesuatu yang mempengaruhi *Value Based Management (VBM)* dengan menggunakan analisis *Economic Value Added (EVA)*. Selanjutnya akan membahas segala sesuatu yang berhubungan harga saham, begitu juga bagaimana pengaruh EVA terhadap harga saham. Dengan demikian diharapkan dapat memahami secara komprehensif mengenai *Value Based Management (VBM)* dengan analisis *Economic Value Added (EVA)*.

-oo0oo-



BAB VI ECONOMIC VALUE ADDED (EVA), STOCK RETURN DAN NILAI PERUSAHAAN

Economic Value Added (EVA) pertama kali diperkenalkan oleh Stern Stewart dan menyatakan bahwa EVA lebih erat hubungannya dengan *stock return* dan nilai perusahaan dari pada *accrual net income* (O'Byrne dalam Biddle, et al 1998). Begitu juga EVA dapat mengalahkan *earning* dalam hubungannya dengan *stock return* dan nilai perusahaan (Biddle, et al 1997).

Dari kedua penelitian tersebut membuktikan bahwa *Economic Value Added* (EVA) dapat mempengaruhi *stock return* dan nilai perusahaan. Bahkan *Economic Value Added* (EVA) mempunyai pengaruh yang lebih besar dari pada *earning* yang didasarkan pada akuntansi. Perusahaan dapat meningkatkan *stock return* dan nilai perusahaan dengan meningkatkan nilai *Economic Value Added* (EVA).

Pasar modal atau investor akan merespon positif atas kandungan informasi EVA. Kandungan informasi EVA merupakan berita baik bagi investor yang diwujudkan dengan peningkatan permintaan, yang pada akhirnya akan menaikkan harga saham perusahaan tersebut. Respon positif investor terhadap EVA sangat beralasan, nilai EVA yang positif menandakan bahwa perusahaan dapat memberikan nilai tambah ekonomis sesuai dengan *return* yang diharapkan oleh investor. Perusahaan bukan hanya bisa menutupi semua biaya operasional tetapi juga dapat memenuhi *return* yang diharapkan oleh investor/pemegang saham, yaitu biaya modal. Di dalam konsep *Economic Value Added* (EVA), biaya modal dijadikan sebagai komponen biaya dalam perhitungan profit. Perusahaan mempunyai nilai tambah ekonomis (*economic profit*) apabila semua biaya operasional dan biaya modal dapat dipenuhi. Konsep inilah yang sebenarnya kelebihan dari EVA dari pada konsep *earning* yang lainnya. Karena EVA mempunyai kelebihan yang tidak dipunyai oleh konsep *earning* yang lain, maka sangat wajar apabila *Economic Value Added* (EVA) mempunyai hubungan yang lebih dari pada konsep *earning* yang lainnya.

6.1 ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) SEBAGAI UKURAN KINERJA INTERNAL

Manajemen Berbasis Nilai adalah suatu manajemen yang menanamkan cara berpikir di mana setiap orang dalam organisasi belajar untuk mengutamakan keputusan berdasarkan pengertian bagaimana keputusan berdasarkan pengertian bagaimana keputusan itu memberikan sumbangsih pada nilai. (Young dan O'Byrne, 2001). Nilai yang dimaksud di sini nilai tambah ekonomis yaitu bahwa *Economic Value Added* (EVA). *Economic Value Added* (EVA) akan menyebabkan manajer untuk bertindak sebagai pemilik karena konsep *Economic Value Added* (EVA) akan menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham (Stewart, 1991). *Economic Value Added* (EVA) dapat dijadikan pusat proses implimentasi dari suatu strategi utama yang berhubungan dengan perencanaan strategis, alokasi modal, anggaran operasi, pengukuran kinerja, kompensasi manajemen, komunikasi internal dan komunikasi eksternal atau pasar modal. (Young dan O'Byrne, 2001)

Economic Value Added (EVA) dapat dijadikan sebagai dasar pemberian insentif pada manajer. Besarnya kompensasi yang akan diterima oleh manajer sangat tergantung sejauh mana manajer dapat menghasilkan EVA (*Compensation plan base*). Manajer akan berusaha untuk meningkatkan EVA, segala keputusan yang diambil harus dapat menciptakan nilai ekonomis bagi pemilik dengan ukuran kinerja berdasarkan konsep *Economic Value Added* (EVA).

Setiap perusahaan *public* mempunyai tujuan yang sangat mendasar yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau pemilik. Ukuran kinerja yang berdasarkan EVA adalah sangat relevan untuk tujuan tersebut. Di samping itu manajer akan memaksimalkan usahanya untuk memperoleh kompensasi yang maksimal. Perencanaan kompensasi berdasarkan EVA (*Compensation Plan Base*) juga merupakan cara untuk mengurangi konflik *agency* antara manajer dan pemilik dengan memberikan insentif bagi manajer untuk mengambil keputusan yang sesuai dengan kepentingan pemegang saham/pemilik (Biddle, *et al.*, 1998). Secara konseptual *Economic Value Added* (EVA) mempunyai keunggulan dibandingkan dengan ukuran kinerja konvensional, seperti *earning* karena berbagai alasan sebagai berikut: Pertama, *Economic Value Added* (EVA) sebagai metode pengukuran kinerja keuangan, juga merupakan kerangka kerja manajemen keuangan yang komprehensif, mencakup berbagai fungsi mulai dari *strategic planning*, *capital allocation*, *operating budget*, *performance measurement*, *management compensation*, hingga *internal-external communication*.

Kedua, *Economic Value Added* (EVA) dinilai mampu memainkan peran sebagai suatu sistem insentif kompensasi yang dapat mengarahkan perusahaan dalam mencapai tujuan hakikinya, yaitu menciptakan nilai untuk pemegang saham. Ketiga, *Economic Value Added* (EVA) juga bisa dipakai untuk menransformasi budaya perusahaan, sehingga semua elemen di dalam organisasi menjadi lebih peka dan sadar untuk terus menciptakan nilai bagi pemegang saham. Terakhir, *Economic Value Added* (EVA) dapat mendorong setiap manajer memainkan peran seperti layaknya pemegang saham perusahaan melalui penerapan *value based compensation*. (Swasembada, 2006)

Berbagai penelitian empiris mengenai ukuran kinerja, mana yang lebih baik dalam menjelaskan aktivitas penciptaan nilai perusahaan (*value creation activities*) yang dilakukan secara insentif selama sepuluh tahun terakhir. Secara umum hasilnya masih terpolarisasi dalam dua kubu. Hasil penelitian kubu pertama

antara lain oleh Stewart (1991), O'Byrne (1996) dan Lehn dan Makija (1997), menyebutkan bahwa *Economic Value Added (EVA)* mengungguli ukuran kinerja tradisional (*accounting/accrual earning*) dalam menjelaskan nilai perusahaan. Sedangkan kubu kedua, antara lain oleh Biddle, *et al.*, (1997), sebaliknya menyatakan bahwa ukuran kinerja tradisional seperti *Earning Per Share (EPS)*, *Return on Equity (ROE)* dan *Return on Asset (ROA)*, *net income*, *Net Operating Profit Afte Tax (NOPAT)* masih lebih unggul dari pada *Economic Value Added (EVA)*.

Economic Value Added (EVA) pertama kali diperkenalkan oleh Stern Stewart dan menyatakan bahwa EVA lebih erat hubungannya dengan *stock return* dan nilai perusahaan dari pada *accrual net income* (O'Byrne dalam Biddle, *et al* 1998). Dari penelitian tersebut membuktikan bahwa *Economic Value Added (EVA)* dapat mempengaruhi *stock return* dan nilai perusahaan. Bahkan *Economic Value Added (EVA)* mempunyai pengaruh yang lebih besar dari pada *earning* yang didasarkan pada akuntansi. Perusahaan dapat meningkatkan *stock return* dan nilai perusahaan dengan meningkatkan nilai *Economic Value Added (EVA)*.

Penggunaan konsep *Economic Value Added (EVA)* sebagai dasar insentif dapat dilihat dalam tiga bentuk keputusan manajemen yaitu: Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Keputusan Operasional. Ketiga keputusan ini akan membuat manajer bertanggung jawab atas biaya modal keseluruhan baik biaya hutang maupun biaya modal sendiri. Pengambilan keputusan investasi, seorang manajer harus mempertimbangkan biaya modal. Suatu proyek investasi akan diterima bukan hanya berdasarkan pertimbangan biaya operasional tetapi juga mempertimbangkan biaya modal. Suatu proyek akan diterima apabila menghasilkan penerimaan yang melebihi dari total biaya hutang dan biaya modal sendiri (*The firm's opportunity cost of all/debt and equity*). Dengan demikian perusahaan yang menggunakan EVA sebagai *Compensation plan base* akan bersifat selektif dalam memilih proyek, manajer hanya memilih proyek yang menghasilkan penerimaan yang melebihi semua biaya baik biaya hutang maupun biaya modal sendiri.

Penggunaan EVA sebagai *Compensation plan base* akan mendorong manajer untuk membayar kelebihan dana (*free cash flow*) kepada pemegang saham, begitu juga manajer akan mempenalti setiap proyek yang tidak menghasilkan penerimaan yang dapat menutupi semua biaya (*The firm's opportunity cost of all / debt and equity*). Kelebihan dana tersebut (*free cash flow*) akan digunakan manajer untuk membeli kembali saham dan pembayaran dividen.

Kepemilikan saham oleh manajer akan menyelaraskan kepentingan manajer dan pemilik, dengan menggunakan EVA sebagai *Compensation plan base*. Begitu juga dengan *leverage* dapat dijadikan sebagai proksi untuk mempengaruhi struktur hutang dalam keputusan pendanaan. Peningkatan *leverage* akan meningkatkan pengawasan manajemen dan mengurangi kesempatan manajemen dalam penggunaan kelebihan dana (*free cash flow*) (Biddle, *et al* 1998). Artinya penggunaan EVA sebagai *Compensation plan base* akan mendorong manager untuk mengambil keputusan pendanaan yang tetap yaitu melalui struktur hutang yang optimal, meningkatkan pengawasan manajemen dan mengurangi penyalahgunaan kelebihan dana (*free cash flow*). Semua tindakan tersebut pada akhirnya akan meningkatkan EVA, yang pada akhirnya meningkatkan kompensasi pada manajer.

6.2 PERSPEKTIF MANAJEMEN BERBASIS NILAI (*VALUE BASED MANAGEMENT*)

Value-based management adalah pendekatan manajerial yang mana tujuan utama adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Untuk mencapai tujuan perusahaan diperlukan sistem, strategi, proses, teknik analisis, pengukuran kinerja dan budaya sebagai pedoman dalam pencapaian tujuan yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (Arnold, 1998). Keberhasilan suatu perusahaan tergantung bagaimana perusahaan tersebut menggunakan alat operasional untuk perencanaan, pengambilan keputusan dan monitoring. Salah satu alat manajemen tersebut adalah *Economic Value Added (EVA)*.

Value-based management adalah sistem kontrol manajemen yang mengukur, mendorong dan mendukung penciptaan nilai. Dalam pandangan manajemen akuntansi konsep sistem kontrol adalah hasil dari kelemahan perilaku yang disebut dengan *agency theory*. Adanya perbedaan kepentingan akan menimbulkan konflik antara pemilik dan manajemen. Karenanya diperlukan mekanisme kontrol dari pemilik terhadap manajemen. Pemilihan *governance mechanisms* yang tepat antara pemilik dan manajemen adalah sangat penting yaitu dengan penyalarsan kepentingan pemilik dan manajemen.

Pusat perhatian dari sistem kontrol manajemen adalah bagaimana orang-orang tersebut bertindak merasa sesuai dengan kepentingan diri sendiri juga sesuai dengan kepentingan organisasi secara keseluruhan (Anthony and Govindarajan, 2001) *Value-based management systems* adalah sistem yang mendukung untuk mengurangi ketidakselarasan tujuan antara pemilik dan manajemen. Hal ini sejalan dengan *agency theory* yang mencoba bagaimana manajer berpikir dan bertindak lebih sesuai dengan pemilik.

6.2.1 *Economic Value Added (EVA)* dan *Goal Setting*

Economic Value Added (EVA) dapat dijadikan sebagai tujuan perusahaan secara keseluruhan, karena *Economic Value Added (EVA)* merupakan suatu pedoman penilaian yang berhubungan langsung dengan nilai perusahaan dan kinerja perusahaan. Dengan mengkomunikasikan sejak awal bahwa tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai, para manajer menjadi lebih terfokus pada penciptaan nilai.

Segala aktivitas perusahaan akan didorong untuk menciptakan nilai dan akan menghapus proses-proses yang tidak memberikan nilai. Pada langkah awal diadakan *Value Added Assessment Process* oleh manajemen dalam menentukan visi dan tujuan perusahaan. Penentuan visi dan tujuan sejak awal yang tepat akan menjadi pedoman arah bagi aktivitas atau strategi manajemen. Supaya manajemen tidak terjebak dalam *myopic behavior*, penentuan tujuan memaksimalkan nilai hendaknya diterapkan dalam perusahaan. Penentuan tujuan internal untuk memaksimalkan *Economic Value Added (EVA)* dan pertumbuhan *Economic Value Added (EVA)* akan mengarahkan pada konsekuensi eksternal untuk membangun perusahaan yang mempunyai nilai, yaitu perusahaan yang mempunyai nilai pasar sahamnya melebihi sumber modal yang digambarkan dalam perusahaan (Stewart, 1991).

6.2.2 *Economic Value Added (EVA)* dan *Capital Budgeting*

Metode yang sering dipakai dalam *Capital Budgeting* adalah metode yang menggunakan pedoman perhitungan *Net Present Value (NPV)* untuk menerima atau menolak suatu usulan proyek baru. Suatu proyek

akan diterima apabila mempunyai NPV yang positif. Artinya proyek tersebut mempunyai nilai sekarang aliran kas yang masuk dari proyek tersebut lebih besar dari nilai investasi awal, demikian sebaliknya. Proyek yang mempunyai NPV positif akan mendatangkan keuntungan pada perusahaan atau nilai tambah.

Konsep *Economic Value Added* (EVA) dalam investasi sama dengan prinsip konsep NPV. NPV dapat diperoleh dari jumlah nilai sekarang dari EVA yang dihasilkan oleh proyek tersebut, dimana biaya modal yang digunakan untuk membiayai proyek tersebut dikurangkan dari perhitungan awal EVA. Suatu proyek akan diterima apabila mempunyai *discounted* EVA yang positif dan menolak suatu proyek yang mempunyai *discounted* EVA yang negatif. Artinya proyek akan diterima apabila proyek tersebut akan mendatangkan nilai tambah bagi perusahaan, sebaliknya akan menolak proyek yang akan merusak atau mengurangi nilai perusahaan.

6.2.3 Economic Value Added (EVA) dan Performance Assessment

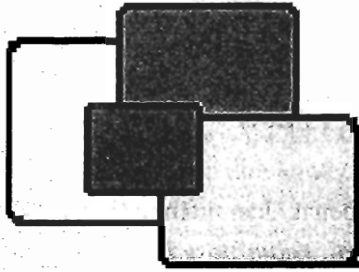
Perencanaan sistem evaluasi kinerja dan prestasi yang benar sangat penting karena sangat berhubungan dengan sistem penggajian atau kompensasi. Penentuan kriteria-kriteria yang dipakai sebagai pedoman evaluasi akan mempengaruhi cara kerja dan sebagai motivator kerja manajemen.

Sejalan dengan adanya desentralisasi pada kontrol dan pengambilan keputusan dalam perusahaan, pemilik memerlukan suatu kontrol dalam unit-unit yang ada untuk memastikan tindakan-tindakan yang dilakukan konsintan dengan tujuan perusahaan secara keseluruhan. Kontrol dapat dicapai melalui penetapan tujuan dan evaluasi kerja. Tujuan perusahaan untuk memaksimalkan nilai memerlukan pedoman atau alat ukur yang relevan yaitu *Economic Value Added* (EVA).

6.2.4 Economic Value Added (EVA) dan Incentive Compensation

Sistem penggajian, insentif dan bonus yang benar akan memberikan arah dan motivasi bagi manajemen. Perusahaan publik yang kepemilikannya tersebar di pasar modal, tujuan yang relevan adalah tujuan yang dapat *value building*. Sistem pemberian insentif seharusnya ditujukan untuk mendorong aktivitas yang menambah nilai perusahaan.

Strategi yang diambil oleh manajemen seharusnya sejalan dengan tujuan *value building*. Begitu juga dengan sistem pemberian kompensasi insentif bagi manajer selayaknya berdasar nilai tambah yang dihasilkan, yaitu berdasarkan nilai tambah ekonomi atau *Economic Value Added* (EVA). Manajer hanya akan diberikan kompensasi insentif apabila dapat memberikan nilai tambah ekonomis bagi perusahaan yang pada akhirnya memberikan nilai tambah ekonomis bagi pemiliknya, yaitu pemegang saham.



BAB VII

DASAR-DASAR MANAJEMEN BERBASIS NILAI (VALUE BASED MANAGEMENT)

Efektifitas *corporate governance* dan pengawasan keuangan yang meliputi penggunaan monitoring dan mekanisme insentif untuk mensejajarkan kepentingan pemilik dan manajer dan mendorong untuk menciptakan nilai pemegang saham. *Value-based management systems* (VBM) menyediakan suatu strategi manajemen dan sistem pengawasan manajemen untuk meningkatkan nilai pemegang saham dengan mengurangi konflik agency. *Value-based management systems* (VBM) akan mengurangi biaya agency ketika *Value-based management systems* (VBM) digunakan untuk meningkatkan keputusan yang berhubungan karyawan dan mempermudah untuk memonitoring keputusan manajer dan menyediakan metode yang berkaitan dengan kompensasi yang akan berdampak pada penciptaan nilai pemegang saham (*shareholder*).

Pada saat ini kebanyakan pendekatan manajemen baru bermunculan dalam rangka meningkatkan kinerja organisasi *total quality management, flat organizations, empowerment, continuous improvement, reengineering, kaizen, team building* dan lain sebagainya. Banyak dari pendekatan tersebut yang berhasil tetapi banyak juga yang mengalami kegagalan. Kegagalan penerapan pendekatan tersebut lebih banyak diakibatkan oleh tidak jelasnya sasaran kinerja yang akan dicapai atau penjejajaran yang kurang tepat dengan tujuan penciptaan nilai. *Value-Based Management* (VBM) atau manajemen berbasis nilai dapat dijadikan jalan keluar untuk menyelesaikan permasalahan tersebut. *Value-based management* dapat memberikan suatu ketepatan metrik atau nilai yang jelas yang dapat dibangun dalam suatu organisasi.

Value-Based Management (VBM) didasarkan pada suatu pemikiran yang sederhana. Nilai suatu organisasi atau perusahaan ditentukan oleh aliran dana yang didiskonted pada masa yang akan datang. Nilai tersebut hanya dapat diperoleh, ketika investasi dapat menghasilkan tingkat pengembalian (*rate of return*) melebihi biaya investasi atau modal. *Value-Based Management* (VBM) memperluas konsep tersebut dengan memusatkan pada bagaimana suatu organisasi menggunakan konsep tersebut dalam membuat suatu strategi dan keputusan operasional utama setiap hari. *Value-Based Management* (VBM) adalah suatu

pendekatan manajemen yang meluruskan seluruh aspirasi, teknik analisis dan proses manajemen yang memusatkan pengambilan keputusan manajemen pada penggerak nilai yang utama.

7.1 KONSEP DASAR PENGGUNAAN *VALUE BASED MANAGEMENT* (VBM)

Value-Based Management (VBM) memusatkan pada pengambilan keputusan yang lebih baik dalam semua tingkatan organisasi. Penggunaan *Value-Based Management* (VBM) dengan benar akan memberikan manfaat yang banyak, terutama akan berdampak pada peningkatan kinerja ekonomi. *Value-Based Management* (VBM) hanya memusatkan pada mengapa dan bagaimana perubahan budaya organisasi. Seorang manajer yang berdasarkan pada nilai akan tertarik pada perilaku organisasi yang tidak nampak seperti dalam penggunaan penilaian sebagai suatu metrik kinerja dan alat dalam pengambilan keputusan.

Ketika *Value-Based Management* (VBM) dapat berjalan dengan baik, suatu proses manajemen suatu organisasi akan menyediakan pembuat keputusan di semua tingkatan organisasi dengan informasi dan insentif yang tepat untuk mengambil keputusan penciptaan nilai. *Value-Based Management* (VBM) pada manager unit bisnis akan memberikan informasi untuk menghitung dan membandingkan nilai dari strategi alternatif dan insentif untuk memilih strategi yang dapat memaksimalkan nilai. Insentif diciptakan sebagai serangkaian khusus bagi manajer senior. Dengan evaluasi dan sistem kompensasi akan memperkuat penciptaan nilai. Hal yang terpenting adalah proses untuk mereview strategi antara manajer dan atasannya. Evaluasi tersebut harus berdasarkan pada tujuan jangka pendek dan jangka panjang dan mengukur kemajuan seluruh tujuan penciptaan nilai

Value-Based Management (VBM) harus dioperasionalkan juga pada semua tingkatan. Tujuan atau sasaran ukuran kinerja harus disesuaikan dengan kondisi tetapi digerakkan oleh strategi secara keseluruhan. Manajer produksi mempunyai sasaran atas biaya per unit dan kualitas. Di pihak yang lain *Value-Based Management* (VBM) bagi komisaris akan memberikan informasi tentang nilai dari suatu strategi dan membantu untuk mengevaluasi atas kebijakan yang telah diambil.

Value-Based Management (VBM) dapat memberikan pemahaman yang terbaik dari suatu penggabungan antara suatu pola pikir penciptaan nilai dan proses dan sistem manajemen yang diperlukan untuk menterjemahkan pola pikir kedalam tindakan.

7.1.1 Kerangka Berfikir Penciptaan Nilai

Manajer senior harus mempunyai kesadaran penuh terhadap tujuan keuangan utama, yaitu memaksimalkan nilai. Manajer senior harus mempunyai peran yang jelas untuk memutuskan tujuan dan harus mempunyai pemahaman analisis yang solid, yang mana variabel kinerja digerakkan oleh nilai organisasi. Manajer harus menjamin bahwa strategi didasarkan pada sumber daya yang dimiliki dan berdasarkan pada pilihan yang tepat. Apakah nilai diciptakan dengan meningkatkan pertumbuhan penerimaan atau peningkatan margin.

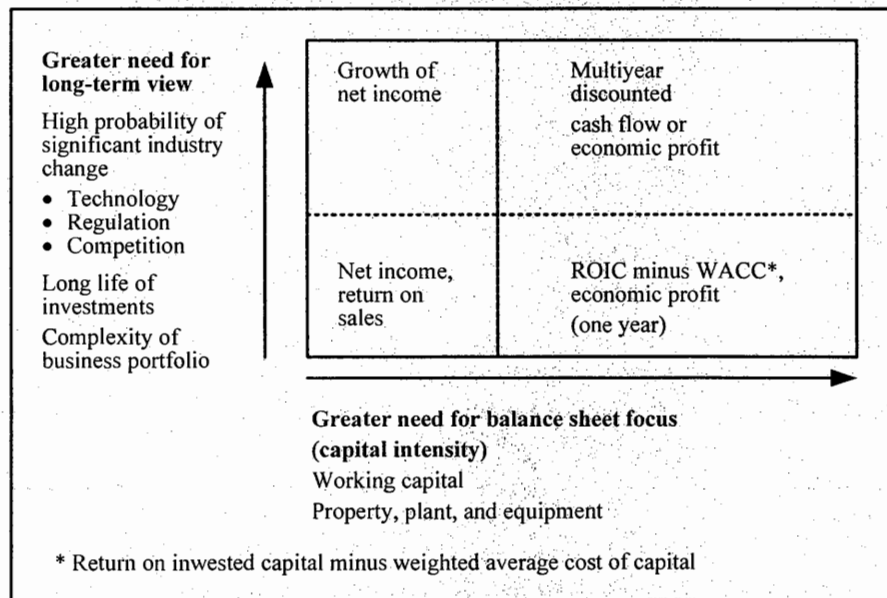
7.1.2 Sistem dan Proses Manajemen

Manajer dan karyawan harus berperilaku dalam rangka memaksimalkan nilai organisasi. Perencanaan, sasaran, ukuran kinerja dan sistem insentif akan berjalan dengan efektif ketika ada komunikasi diantara mereka yang bermuara pada hubungan yang dapat menciptakan nilai

Langkah pertama dari *Value-Based Management* (VBM) adalah menempatkan pemaksimalan nilai sebagai tujuan pokok bagi suatu organisasi atau perusahaan. Ukuran kinerja keuangan tradisional seperti pertumbuhan pendapatan, bukan sebagai proksi yang tepat bagi penciptaan nilai. Organisasi harus memusatkan pada serangkaian tujuan yang berhubungan dengan nilai aliran kas yang telah didiskonted. Namun untuk jangka pendek diperlukan usaha untuk menterjemahkan sasaran, lebih tepatnya ukuran sasaran berkenaan dengan kinerja keuangan.

Suatu organisasi atau perusahaan juga membutuhkan tujuan non keuangan, misalnya kepuasan konsumen, inovasi produk dan kepuasan karyawan. Tujuan tersebut tidak bertentangan dengan memaksimalkan nilai. Tujuan harus disesuaikan dengan berbagai keadaan tingkatan dalam organisasi. Kemungkinan tujuan yang ditetapkan secara eksplisit untuk penciptaan nilai dalam ukuran kinerja keuangan. Manager fungsional akan memusatkan pada tujuan yang berhubungan pelayanan konsumen, kualitas produk, atau produktivitas. Manajer produksi akan memusatkan pada kualitas produk, biaya per unit.

Measuring corporate performance



Sumber: *Measuring and Managing the Value of Companies*, Koller, et al. (1994).

Gambar 7.1 Berbagai dimensi Ukuran Kinerja

Pada perusahaan publik, sering kali seorang manajer dihadapkan pada beberapa pilihan kriteria kinerja, misalnya harga saham, imbal hasil atas modal, perbandingan harga saham dan imbal hasil saham. Uku-

ran kinerja ini hanya sebagai kriteria kinerja, sejauh mana perusahaan tersebut dapat menciptakan nilai bagi pemiliknya atau pemegang saham.

Dalam mengukur kinerja dibutuhkan pemahaman jangka panjang dan diperlukan suatu usaha untuk mengelola posisi keuangan yang nampak dalam neraca perusahaan. Perusahaan yang hanya memusatkan pada penjualan atau pendapatan bersih, berarti mengabaikan kesempatan yang akan nampak pada neraca, seperti peningkatan modal kerja atau efisiensi biaya modal.

Pengambilan keputusan akan sangat dipengaruhi oleh pilihan ukuran kinerja atau metrik kinerja. Perubahan pola pikir yang berkenaan dengan nilai dapat membuat perbedaan yang sangat besar, terutama yang berhubungan dengan keputusan atau strategi yang akan diambil. Jadi ukuran kinerja akan berdampak pada keputusan yang akan diambil, pemusatan pada nilai ini akan dapat diterjemahkan kedalam bentuk tindakan *Value-Based Management* (VBM).

7.2 MENENTUKAN PENGGERAK NILAI

Bagian yang terpenting dari *Value-Based Management* (VBM) adalah pemahaman yang dalam tentang variabel kinerja yang secara aktual akan menciptakan nilai dari suatu bisnis atau penggerak utama nilai. Pemahaman yang demikian adalah sangat penting karena suatu organisasi tidak dapat melakukan suatu tindakan secara langsung terhadap nilai. Organisasi hanya dapat melakukan sesuatu yang berhubungan dengan sesuatu yang mempengaruhi, antara lain: kepuasan konsumen, biaya modal dan sebagainya dapat mempengaruhinya. Melalui penggerak atau pendorong nilai, manajemen belajar untuk mengerti keadaan organisasi dan membangun dialog tentang harapan apa yang terpenuhi.

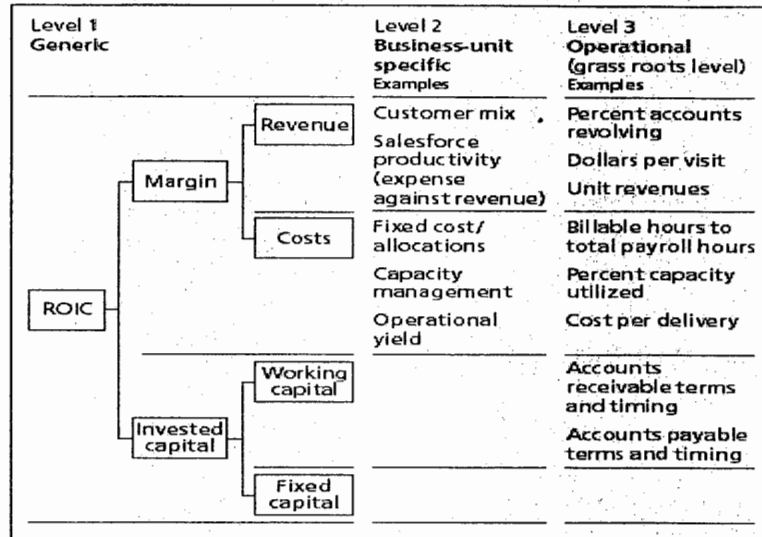
Suatu penggerak nilai adalah beberapa variabel yang mempengaruhi nilai suatu perusahaan atau organisasi. Penggerak nilai perlu dikelola sehingga manajer dapat mengidentifikasi segala sesuatu yang berdampak paling besar pada nilai dan memberikan tanggung jawab pada individu yang dapat membantu organisasi dalam mencapai sasaran. Penggerak nilai harus ditegaskan secara rinci di setiap tingkatan organisasi dan konsisten dengan variabel keputusan yang secara langsung dapat diawasi oleh pihak manajemen. Penggerak atau pendorong yang umum seperti pertumbuhan penjualan, margin operasional, dan perputaran modal mungkin dapat digunakan pada sebagian besar unit bisnis, tetapi kurang spesifik dan tidak dapat digunakan dengan baik pada tingkatan paling bawah. Gambar berikut ini akan menjelaskan penggerak atau pendorong nilai yang dapat digunakan berbagai tingkatan dalam suatu organisasi atau perusahaan.

Pada gambar 7.2. menunjukkan penggerak nilai yang dapat digunakan pada tingkatan: Generik, dimana margin operasional dan modal yang diinvestasikan digabungkan untuk menghitung ROIC, Unit bisnis dimana variabel seperti customer mix yang paling dan penggerak nilai harus ditetapkan secara tepat dan diikat dengan keputusan khusus manajer yang bertanggung jawab.

Gambar 7.3. mengilustrasikan penggerak nilai dari fungsi pelayanan konsumen dari perusahaan telekomunikasi Pohon penggerak nilai biasanya berhubungan dengan pohon ROIC, yang mana pada gilirannya dihubungkan dengan *multiperiode* aliran kas dan evaluasi dari suatu unit bisnis. Biaya total pelay-

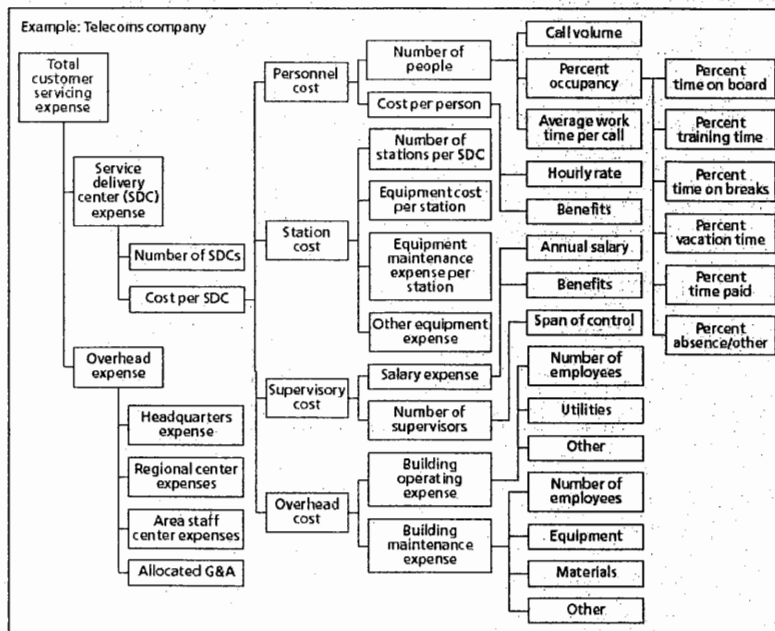
anan konsumen pada sisi sebelah kiri pohon. Peningkatan efisiensi dalam fungsi utama akan mempengaruhi nilai dari berbagai bagian perusahaan atau organisasi.

Levels of value drivers



Sumber: *Measuring and Managing the Value of Companies, Koller, et al., (1994).*

Gambar 7.2 Tingkatan Penggerak Nilai



Sumber: *Measuring and Managing the Value of Companies, Koller, et al., (1994)*

Gambar 7.3 Contoh Penggerak Nilai dari Fungsi Pelayanan

Mengidentifikasi penggerak nilai utama sangat sulit dilakukan, organisasi harus mempertimbangkan proses dari penggerak nilai utama tersebut dalam suatu cara yang berbeda. Seringkali sistem pelaporan tidak dapat memenuhi informasi yang diperlukan. Pendekatan mekanik yang didasarkan pada informasi yang ada dan ukuran keuangan semata-mata jarang tergantikan, yang dibutuhkan adalah menciptakan proses yang melibatkan *trial* dan *error*.

Penggerak nilai dapat dipertimbangkan secara terpisah dengan yang lainnya. Suatu harga mungkin meningkat, ada tambahan nilai tetapi dampaknya akan mengurangi market share yang signifikan. Oleh sebab itu diperlukan pemahaman akan adanya saling keterkaitan antara penggerak nilai, analisis skenario adalah suatu alat yang sangat berharga. Analisis skenario ini adalah suatu cara untuk menilai pengaruh dari sejumlah perbedaan asumsi yang tetap yang bersifat mutualisme terhadap nilai perusahaan atau unit bisnis. Berbagai skenario ini harus melibatkan berbagai kemungkinan yang akan terjadi. Pemikiran berbagai kemungkinan ini akan membantu manajemen untuk menghindari dari kecerobohan dan akan menyelamatkan hubungan antara strategi dan nilai.

7.2.1 Proses Manajemen

Mengadopsi pola pikir yang berdasarkan pada nilai dan menemukan penggerak nilai belum selesai. Manajer harus juga membangun proses yang dapat menyelamatkan pola pikir tersebut dalam aktifitas kehidupan sehari-hari perusahaan. Pemikiran yang berdasarkan adalah suatu cara untuk meningkatkan pengambilan keputusan yang pada akhirnya melibatkan setiap pengambil keputusan perusahaan.

Ada empat proses manajemen yang penting dalam menentukan penggunaan *Value-Based Management* (VBM) secara bersama-sama:

1. Suatu perusahaan atau unit bisnis yang membuat strategi untuk memaksimalkan nilai.
2. Menterjemahkan strategi tersebut dalam menentukan sasaran kinerja baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang yang berkenaan dengan penggerak nilai utama.
3. Membuat rencana dan anggaran tindakan dalam menentukan langkah-langkah yang dilakukan pada waktu yang akan datang sehingga sasaran dapat terpenuhi.
4. Menentukan pengukuran kinerja dan sistem insentif yang wajar dalam mengawasi kinerja terhadap sasaran dan mendorong karyawan untuk pencapaian tujuan yang telah ditetapkan.

Keempat proses tersebut harus saling berhubungan antara perusahaan dalam suatu korporasi, antara unit bisnis dan antara tingkatan fungsional. Strategi dan sasaran kinerja harus tepat dalam rangka pencapaian tujuan penciptaan nilai.

7.2.2 Pengembangan Strategi

Melalui proses pengembangan strategi harus selalu didasarkan pada pemaksimalan nilai, penerapannya akan berubah sesuai dengan tingkatan dalam organisasi.

- Pada Tingkatan Korporasi

Strategi yang terpenting adalah menentukan bisnis apa, bagaimana mensinergiskan sumber daya yang potensial antara unit bisnis dan bagaimana mengalokasikannya antara bisnis tersebut. Manajemen se-

Senior merencanakan suatu strategi korporasi yang secara eksplisit dapat memaksimalkan nilai perusahaan secara keseluruhan yang meliputi pembelian dan penjualan unit bisnis dengan tepat. Strategi tersebut akan dibangun melalui suatu pemahaman dari strategi unit bisnis.

- **Pada Tingkatan Unit Bisnis**

Pengembangan strategi secara umum membutuhkan pengidentifikasian strategi alternatif, mengevaluasi dan memilih salah satu nilai yang terbaik. Pemilihan alternatif harus dikerjakan secara hati-hati, bagaimana unit bisnis memperoleh daya saing dalam menciptakan nilai. Hal tersebut harus dilakukan melalui analisis pasar yang dalam, analisis persaingan dan analisis keahlian dan *asset unit*.

Unsur-unsur strategi dari *Value-Based Management* (VBM) dapat digunakan untuk beberapa hal, antara lain sebagai berikut:

- Menilai hasil evaluasi dan asumsi dasar penggerak nilai strategi. Asumsi tersebut dapat dianalisis dan didiskusikan dengan manajemen senior.
- Mempertimbangkan nilai dari strategi alternatif, sehingga dapat menolak strategi alternatif dengan alasan yang jelas.
- Menentukan kebutuhan sumber daya. Sering kali *Value-Based Management* (VBM), manajer unit bisnis memusatkan pada posisi keuangan atau neraca. Kebutuhan sumber daya manusia harus juga ditentukan dengan jelas.
- Meringkas proyeksi rencana strategis dengan memusatkan pada penggerak nilai utama.
- Menganalisis skenario alternatif untuk menilai pengaruh ancaman dan kesempatan persaingan.

7.2.3 Menentukan Sasaran

Ketika suatu strategi untuk memaksimalkan nilai disetujui, maka harus diterjemahkan kedalam sasaran khusus. Penentuan strategi ini masih sangat bersifat subyektif, sehingga yang terpenting adalah jangan sampai berlebihan. Sasaran adalah suatu cara manajemen mengkomunikasikan harapan apa yang akan dicapai. Tanpa sasaran, organisasi tidak dapat mengetahui kemana akan pergi. Sasaran harus realistis dengan ukuran kinerja yang jelas dan sangat mungkin terpenuhi. Jika strategi tidak dapat terpenuhi berarti tidak berhasil memberikan motivasi pada karyawan.

Dalam menerapkan *Value-Based Management* (VBM) ada beberapa prinsip untuk menentukan sasaran:

- Sasaran harus berdasarkan penggerak nilai utama.
Sasaran ini meliputi sasaran keuangan dan non keuangan. Jangan terjebak pada tujuan keuangan yang bersifat jangka pendek saja, tetapi harus dilengkapi dengan sasaran non keuangan yang bersifat jangka panjang, terutama untuk meningkatkan daya saing dalam jangka panjang.
- Sasaran disesuaikan dengan tingkatan organisasi.
Senior manajer mungkin mempunyai sasaran kinerja keuangan secara keseluruhan, tetapi masing-masing unit mempunyai tujuan yang bersifat non keuangan. Manajer fungsional memerlukan sasaran fungsional, seperti biaya per unit dan kualitas produk.

- **Keterkaitan sasaran jangka pendek dan jangka panjang.**

Sasaran jangka panjang adalah sebagai wujud dari aspirasi dari perusahaan (sepuluh tahun). Untuk mewujudkan hal tersebut diperlukan sasaran jangka pendek sebagai mediasi yang merupakan sasaran yang bersifat aktual.

Keuntungan ekonomi atau *economic profit*, yang dikenal dengan *Economic Value Added (EVA)* adalah ukuran kinerja keuangan yang bersifat jangka pendek yang mempunyai keterkaitan dengan penciptaan nilai. *Economic profit* adalah jarak antara pendapatan perusahaan dengan pendapatan minimum pemilik modal. Memaksimalkan *ekonomi profit* berarti memaksimalkan nilai perusahaan.

7.3 ACTION PLANS DAN ANGGARAN

Action Plans adalah menterjemahkan strategi kedalam langkah-langkah strategis, sehingga organisasi dapat memenuhi sasaran, khususnya yang bersifat jangka pendek. Rencana tersebut harus mengidentifikasi tindakan yang dapat dilakukan organisasi sesuai dengan tujuan.

7.3.1 Pengukuran Kinerja

Pengukuran kinerja dan sistem insentif adalah suatu cara untuk mencapai sasaran dan mendorong manajer dan karyawan yang lain untuk mencapai sasaran tersebut. Kegagalan sering terjadi ketika supervisor dan pekerja tidak mempunyai ukuran kinerja yang jelas dan menghubungkan dengan strategi jangka panjang perusahaan.

Value-Based Management (VBM) mungkin dapat memaksa suatu perusahaan untuk merubah atau memodifikasi pendekatan tradisional ke sistem tersebut. Khususnya perubahan ukuran kinerja dari *accounting driven* menjadi *management driven*. Artinya perusahaan harus memahami sistem pengukuran kinerja yang bersifat jangka pendek dan jangka panjang, begitu juga perusahaan harus terus menerus memahami hal-hal yang menjadi penggerak nilai utama dan terus meneruskan mengadakan pengembangan sistem pengukuran kinerja. Berikut ini ada beberapa prinsip-prinsip pengukuran kinerja sebagai berikut:

1. Menyesuaikan pengukuran kinerja unit bisnis

Masing-masing unit bisnis mempunyai ukuran kinerja, banyak perusahaan multibisnis mencoba menggunakan ukuran generik. Menggunakan ukuran kinerja keuangan semata-mata untuk masing-masing unit sangat tidak valid. Bisa jadi unit bisnis yang mempunyai modal yang cukup besar mempunyai margin yang besar, sebaliknya unit bisnis yang sedikit modal mempunyai sedikit margin.

2. Keterkaitan antara pengukuran kinerja jangka pendek dengan jangka panjang. Keadaan tersebut nampaknya jelas, tetapi sistem pengukuran kinerja sering kali hanya berdasarkan hasil akuntansi.

3. Penggabungan pengukuran kinerja operasional dan kinerja keuangan.

Sering kali membedakan antara pengukuran kinerja operasional dengan kinerja keuangan, padahal menggabungkan kedua pengukuran kinerja tersebut dapat memberikan informasi yang lebih baik, terutama informasi yang dibutuhkan manajemen.

4. Pengidentifikasi ukuran kinerja sebagai indikator peringatan.

Indikator keuangan hanya merupakan ukuran terhadap kejadian yang telah terjadi dan sudah terlambat untuk mengadakan perbaikan. Indikator peringatan awal mungkin lebih sederhana, misalnya market share atau kecenderungan penjualan.

Ketika pengukuran kinerja dibangun sebagai bagian dari budaya perusahaan dan manajemen harus mengenal dengan baik, begitu juga sistem kompensasi yang digunakan harus disesuaikan dengan *value based management system*.

7.3.2 Perencanaan Kompensasi

Prinsip pertama dalam merencanakan sistem kompensasi adalah sistem tersebut dapat memberikan insentif yang dapat menciptakan nilai di semua tingkatan organisasi. Kinerja manajer harus dievaluasi dengan kombinasi metrik yang mencerminkan pertanggung jawaban organisasi dan mengawasi sumber daya organisasi. Berikut ini adalah metrik kinerja dan peran manajerial.

Performance metrics and managerial roles

Managerial role	Performance metric Returns to shareholder	Economic profit	EBIT Capital utilization	Individual operating value drivers
CEO	◆	◆		
Corporate staff	◆	◆		◆
Business-unit manager		◆	◆	
Functional manager			◆	◆
All other employees				◆

* Earnings before Interest and taxes

Sumber: *Measuring and Managing the Value of Companies*, Koller, et al., (1994)

Gambar 7.4 Metrik Kinerja dan Peran Manajerial

Perusahaan yang *go public*, peningkatan harga saham dapat diobservasi secara langsung, dengan demikian dapat dengan mudah menentukan bonus bagi eksekutif, misalnya pemberian bonus saham. Sering kali harga saham ditentukan oleh berbagai faktor diluar kendali manajemen, misalnya tingkat suku bunga, inflasi dan nilai tukar mata uang. Oleh sebab itu harus diadakan penyesuaian terhadap pengukuran kinerja. Pengukuran kinerja harus berdasarkan pada aspek-aspek yang berhubungan langsung dengan ketrampilan top manajemen dalam mengelola perusahaan atau organisasi.

Discounted cash flow bukan sebuah metrik kinerja, tetapi merupakan nilai sekarang dari aliran kas yang diproyeksikan. Jika kompensasi berdasarkan *Discounted cash flow*, artinya kompensasi yang didasarkan pada proyeksi bukan pada hasil. Informasi keuangan sering kali tidak memberikan pedoman yang tepat, yang terpenting adalah penggerak nilai operasional utama. Manajemen harus menjelaskan dengan rinci dalam bentuk keputusan operasional yang merupakan tanggung jawabnya.

7.4 KUNCI KEBERHASILAN PENGGUNAAN VALUE BASED MANGEMENT (VBM)

Menempatkan suatu *System Value-Based Management* (VBM) dalam suatu organisasi merupakan suatu proses yang panjang dan kompleks. Ada beberapa kunci keberhasilan pelaksanaan *Value-Based Management* (VBM):

- Secara tegas TopManajemen mendukung pelaksanaan *Value-Based Management* (VBM)
- Memusatkan pada pengambilan keputusan yang lebih baik diantaranya operasional personel, bukan hanya keputusan keuangan
- Mengumpulkan saran-saran dengan membangun ketrampilan lintas bagian dalam perusahaan.
- Adanya integritas yang kuat terhadap *Value-Based Management* (VBM) dengan semua bagian perencanaan.
- Jangan menekankan pada permasalahan metodologi dan memusatkan pada pelaksanaan praktik
- Menggunakan analisis permasalahan *strategic* yang disesuaikan dengan masing-masing unit bisnis dari pada pendekatan generik
- Menjamin ketersediaannya data yang penting, misalnya neraca unit bisnis
- Memberikan standarisasi, penggunaan evaluasi yang mudah dan format laporan yang mempermudah
- Menghubungkan insentif dengan penciptaan nilai
- Kebutuhan modal dan permintaan sumber daya manusia didasarkan pada nilai.

Program organisasi mengalami perubahan, tetapi yang terpenting adalah dukungan dari pihak manajemen untuk melaksanakan *Value-Based Management* (VBM). Dukungan manajemen harus didukung oleh kondisi yang mendukung. *Value-Based Management* (VBM) harus merembes keseluruhan bagian organisasi. Penggunaan *Value-Based Management* (VBM) sebagai dasar dalam pengambilan keputusan yang lebih baik sehari-hari untuk memperoleh dampak yang besar dalam pencapaian tujuan memaksimalkan nilai.

7.5 CONTOH IMPLEMENTASI MANAJEMEN BERBASIS NILAI

Berdasarkan hasil study yang dilakukan oleh *Stern Stewart's Value Based Management* (VBM) terhadap perusahaan-perusahaan yang mengadopsi EVA dengan mempelajari kinerja *fundamental* dan pasar dapat dilaporkan *Key Performance Highlights* sebagai berikut:

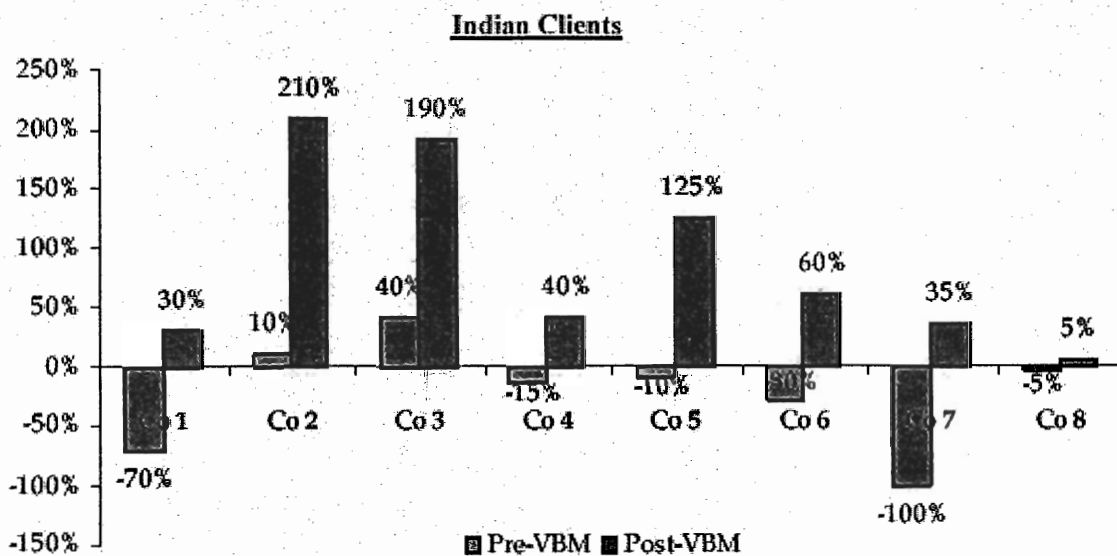
- Kinerja fundamental yang diukur dengan EVA menunjukkan relatif lebih baik.
- Kinerjanya dapat menciptakan kemakmuran pemegang saham menunjukkan relatif lebih baik.
- Memperoleh beberapa manfaat *intangible* diantaranya peningkatan perencanaan strategi, alokasi sumber daya yang efisien, peningkatan fokus modal, pengambilan keputusan dan efektivitas komunikasi organisasi

Pertumbuhan EVA sebagai ukuran *proxy* untuk kinerja fundamental yang telah dilaporkan menunjukkan pertumbuhan EVA setelah implementasi. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada gambar 7.5.

Begitu juga dengan pertumbuhan margin operasional dan perputaran modal sebelum dan sesudah mengadopsi EVA sebagai implimentasi dari penggunaan Manajemen Berbasis Nilai dapat dilihat pada gambar 7.6.

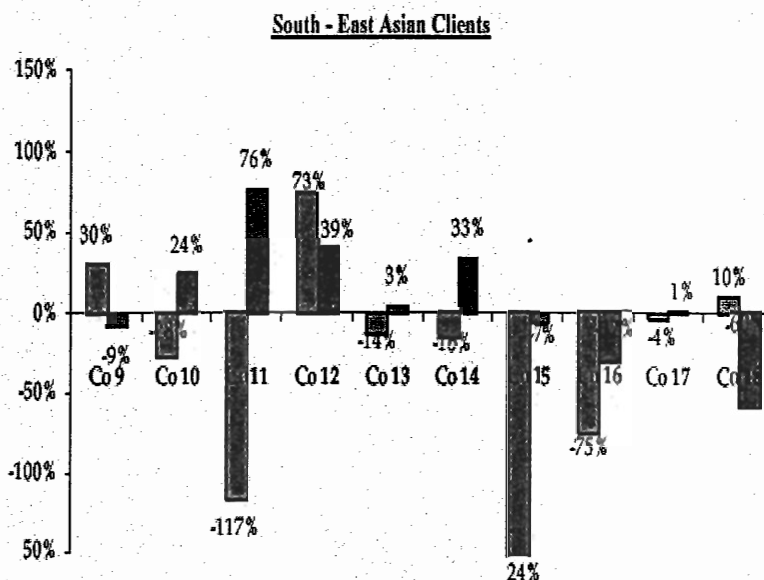
Hasil survey *Economic Value Added (EVA)* yang diselenggarakan oleh Majalah SWAsembada dan *Mark Plus & Co* pada tahun 2004 dari saham 10 emiten yang mempunyai *Economic Value Added (EVA)* terbaik dengan *asset* di atas satu triliun rupiah banyak diminati oleh investor dan sebagian tergolong “*blue chip*” (Swa, 2004). Ini membuktikan bahwa EVA mempunyai hubungan dengan harga saham atau minat investor untuk membeli saham tersebut. Berikut ini adalah Tabel 1.1. sepuluh perusahaan dengan nilai *EVA Economic Value Added (EVA)* terbesar untuk *asset* di atas satu triliun.

Perhitungan “SWA 100” kali ini, merupakan yang keenam kalinya yang dilakukan oleh *team Mark-Plus & Co* bekerjasama dengan majalah SWA dan juga Maksi UI/FE UI. Pemingkatan dilakukan dengan menggunakan metode *Economic Value Added (EVA)* yang dipopulerkan oleh *Stern Steward & Co*. Seperti tahun lalu, penentuan 100 perusahaan terbaik dilakukan berdasarkan pemeringkatan terhadap perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya (namun saat ini belum termasuk perusahaan-perusahaan sekuritas, asuransi maupun perusahaan pembiayaan/jasa keuangan lainnya). Sedangkan untuk Bank dilakukan pemeringkatan tersendiri.



Sumber: Stewart, 2005

Gambar 7.5 Kinerja Perusahaan - *Economic Value Added (EVA)* Sebelum dan Sesudah Mengadopsi *EVA* sebagai *Value Based Management (VBM)*



Sumber: Stewart, 2005

Gambar 7.6 Kinerja Rata-Rata Margin Operasional dan Perputaran Modal Sebelum dan Sesudah Mengadopsi Economic Value Added (EVA) sebagai Value Based Management (VBM)

Tabel 1.1 Sepuluh Perusahaan dengan Nilai Economic Value Added (EVA) Terbesar untuk Asset di atas Satu Triliun.

No.	PERUSAHAAN	NOPAT (2005)	ASSET (2005)	Adj. EVA (2005)
1	Telekomunikasi Indonesia	13.675.565	62.171.044	4.062.859
2	Astra International	7.394.648	46.985.862	2.757.410
3	HM. Sampoerna	3.216.216	11.934.600	1.948.402
4	United Tractor	1.508.160	10.633.839	494.161
5	Astra Agro Lestari	879.647	3.191.715	454.168
6	Kalbe Farma	1.020.463	4.728.369	307.507
7	Berlian Laju Tanker	1.013.391	7.908.587	302.587
8	Samudra Indonesia	522.727	3.234.643	196.036
9	PP. London Sejahtera	476.524	2.602.173	160.455
10	Uniliver Indonesia	1.802.226	3.842.351	1.205.031

Sumber: SWAsembada, 2006

Pemeringkatan dibatasi kepada perusahaan yang mendapatkan opini *Unqualified* dan *Qualified (little notes impact to FS)*. Perusahaan yang mendapat opini *Unqualified* namun terdapat keraguan signifikan terhadap *going concern* perusahaan, *qualified-high impact to FS*, *adverse* dan *disclaimer* tidak diikutkan dalam pemeringkatan. Dengan demikian, dari 277 perusahaan publik yang telah menyerahkan *audited financial statement* 2005 sampai dengan awal Agustus 2006, hanya 219 perusahaan yang diikutkan dalam pemering-

katan. EVA, pada prinsipnya memperhitungkan *economic profit*, dapat dihitung melalui dua pendekatan, yaitu :

1. $EVA = NOPAT - Capital\ Charges$, yaitu *net operating profit after tax* dikurangi biaya modal, atau:
2. $EVA = (RONA - WACC) \times IC$, yaitu (*return on net assets* dikurangi *weighted average cost of capital*) kemudian dikalikan dengan *invested capital*.

NOPAT merupakan hasil penjumlahan dari laba usaha, penghasilan bunga, beban/penghasilan pajak penghasilan, *tax shield* atas beban bunga, bagian laba/rugi bersih anak perusahaan, laba/rugi kurs, dan laba/rugi lain, tidak mengikutkan faktor-faktor non operasional dan laba/rugi luar biasa seperti halnya laba/rugi karena penghentian usaha. WACC merupakan perhitungan rata rata biaya modal tertimbang, yaitu biaya modal sendiri (C_e) dan biaya modal pinjaman (C_d), dengan rumus sebagai berikut:

$$WACC = P_d \cdot C_d (1-T) + P_e \cdot C_e$$

P_d = proporsi debt

C_d = cost of debt

P_e = proporsi equity

C_e = cost of equity, menggunakan CAPM $C_e = r_s = r_f + \hat{\alpha} (r_m - r_f)$,

r_s = return saham,

r_f = risk free,

SBI, $\hat{\alpha}$ (beta) mencerminkan *risk indicator/ volatility* dari perusahaan, diambil dari *bloomberg*, sedangkan *risk premium*, $r_m - r_f$ ditetapkan sebesar 6%. T, tax rate ditetapkan sebesar 30%. *Invested Capital* meliputi utang bank jangka pendek, utang bank jangka panjang, kewajiban sewa guna usaha, obligasi, kewajiban pajak tangguhan, kewajiban jangka panjang lainnya, hak minoritas atas aktiva bersih anak perusahaan dan ekuitas.

Perhitungan EVA tersebut, dilakukan juga beberapa penyesuaian (*adjustment*), antara lain: *successful effort accounting*, biaya riset dan pengembangan, biaya iklan dan promosi, biaya restrukturisasi, amortisasi dan depresiasi. Pemeringkatan dilakukan dengan mengelompokkan hasil perhitungan.

Adjusted EVA kedalam 2 kelompok yaitu 50 besar perusahaan dengan assets di atas Rp 1 trilyun, dan 50 besar perusahaan dengan asset di bawah Rp 1 Trilyun. Pemeringkatan dilakukan berdasarkan angka mutlak (nilai rupiah), dan pada prinsipnya mencerminkan perkalian antara besaran/nilai *assets* dengan *spread* EVA. (SWAsembada, 2006).

Economic Value Added (EVA) yang positif mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut berhasil menciptakan nilai tambah secara ekonomis dan perusahaan berhasil meningkatkan *return* di atas biaya modal (*cost of capital*). Para pemegang saham menanamkan dananya di perusahaan tentunya mempunyai tujuan untuk memperoleh keuntungan sebagai *interpretation* dari dana yang mereka tanamkan. Tujuan tersebut dapat terwujud apabila perusahaan dapat menghasilkan keuntungan atau laba, bisa jadi tidak memperoleh keuntungan, bahkan modal yang mereka tanamkan akan hilang apabila perusahaan tersebut men-

galami kerugian. Jadi ada dua kemungkinan memperoleh laba dan memperoleh kerugian, yang menjadi permasalahan seberapa besar tingkat keuntungan yang diharapkan oleh pemegang saham tersebut.

Tingkat keuntungan yang diharapkan oleh pemegang saham biasanya diukur dengan seberapa besar tingkat kesempatan untuk memperoleh keuntungan di tempat yang lain dan risiko akan kehilangan modal. Pemegang saham bukan hanya kehilangan kesempatan untuk memperoleh keuntungan di tempat yang lain tetapi juga harus menanggung risiko akan kehilangan modal. Oleh sebab itu sangat wajar apabila pemegang saham mempunyai harapan seberapa besar tingkat keuntungan yang akan diperolehnya.

Perusahaan yang menerima amanah dari pemegang saham dalam mengelola modal tersebut tidak gratis, tetapi modal tersebut juga menanggung biaya, yaitu biaya modal (*cost of capital*). Modal tersebut harus dikelola untuk memperoleh keuntungan atau menghasilkan *return* paling tidak sama atau lebih besar dari biaya modal tersebut. Jadi tujuan utama dari pemegang saham adalah memperoleh keuntungan yang wajar dengan memperhatikan biaya modal tersebut.

Modal dalam perusahaan bukan hanya dari pemegang saham atau modal sendiri. Perusahaan memperoleh modal dari pihak ketiga yaitu utang. Utang tersebut juga menanggung biaya yaitu biaya bunga. Oleh karena itu, perusahaan dalam mengelola modal tersebut harus memperhatikan dari mana modal tersebut, baik utang atau modal sendiri juga menanggung biaya. Perusahaan yang berhasil memperoleh keuntungan melebihi biaya operasional dan biaya modal, baik modal sendiri maupun utang, berarti perusahaan tersebut berhasil menciptakan nilai tambah secara ekonomis kepada pemegang saham atau dengan kata lain perusahaan berhasil memperbesar kekayaan pemegang saham. Wujud dari kekayaan tersebut tercermin dari pembagian keuntungan yang diperoleh pemegang saham yang berupa dividen yang sesuai dengan harapannya. Bagian keuntungan operasional pada hakekatnya belum sepenuhnya dapat dinikmati oleh pemilik, masih ada biaya modal (Utang dan *Equity*) yang harus dipenuhi.

Tingkat keberhasilan atau kinerja suatu perusahaan dapat diukur sejauh mana perusahaan tersebut dapat menciptakan nilai tambah secara ekonomis bagi pemiliknya yaitu pemegang saham. Pengukuran kinerja berdasarkan sejauhmana perusahaan dapat menciptakan nilai tambah secara ekonomis, yang dikenal dengan istilah *Economic Value Added (EVA)*. Dari uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa besarnya *Economic Value Added (EVA)* ditentukan oleh besarnya keuntungan dan biaya modal (*cost of capital*). Besarnya EVA sangat dipengaruhi oleh seberapa besar modal yang dipakai dan seberapa besar biaya modal tersebut, biaya modal internal maupun biaya modal eksternal (utang). Berkenaan dengan biaya modal, sejauh mana perusahaan dapat mengelola modal tersebut, terutama yang berhubungan dengan sumber modal tersebut. Seberapa besar komposisi modal sendiri dan modal dari pihak ketiga atau utang. Komposisi kedua modal tersebut akan menentukan besarnya biaya modal dan biaya utang. Penggabungan kedua biaya modal tersebut dikenal dengan *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*

Besarnya *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* ditentukan oleh besarnya modal sendiri dan modal utang dengan biaya yang berbeda. Karena biayanya berbeda, maka besarnya *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* ditentukan oleh komposisi besarnya modal dan biaya modal tersebut, baik modal sendiri maupun modal utang. Dengan demikian, tugas manajer keuangan sejauh mana mengelola komposisi

modal yang optimal dari kedua sumber modal tersebut. Artinya manajer diharapkan dapat meminimisasi biaya modal dengan keputusan pendanaan yang tepat melalui penciptaan struktur modal yang optimal.

Setiap investor menanamkan modal di perusahaan yang *go public*, tentunya mempunyai keinginan untuk memperoleh pembagian laba dari perusahaan tersebut yang dikenal dengan *dividen*. Di samping itu, juga menginginkan harga sahamnya di pasar saham ada peningkatan yang dikenal dengan *capital gain*. Kedua tujuan tersebut baik pembagian *dividen* dan *capital gain* dikenal dengan *stock return*. Jadi tujuan investor yang utama adalah ingin memperoleh *stock return*. Menurut Classmen *et al.*, Driffield *et al.*, (2005). Penyebab adanya Krisis ekonomi di Asia terutama di Indonesia pada akhir sembilan puluhan adalah permasalahan *corporate governance* diantara korporasi di Asia Tenggara. Perkembangan terakhir literatur mengkonfirmasi bahwa tingginya konsentrasi kepemilikan, dominasi dari pengawasan pemegang saham, pemisahan *voting* dan *cash flow right* dan perlindungan terbatas dari hak minoritas di beberapa negara Asia Tenggara yang kurang baik yang mengakibatkan krisis. Classmen *et al.*, dalam Driffield *et al.*, (2005).

Kepemilikan saham managerial mungkin akan mengurangi permasalahan *agency*, dengan menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham. Dengan demikian, manajer akan berusaha untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, terutama berkenaan dengan memakmurkan pemegang saham melalui peningkatan kinerja perusahaan. Masalah *leverage* dapat dijadikan sebagai media untuk mengurangi *agency cost*. Perusahaan yang mempunyai *leverage* yang tinggi atau utang akan meningkatkan risiko kebangkrutan atau risiko kesulitan keuangan perusahaan dan risiko kehilangan pekerjaan bagi manajer. Keadaan tersebut akan memaksa manajer untuk berusaha ekstra untuk mengatasi permasalahan tersebut, terutama risiko kehilangan pekerjaan, melalui meningkatkan kinerja perusahaan.

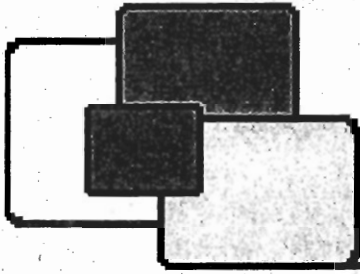
Pengambilan keputusan pendanaan (struktur modal) akan berpengaruh terhadap EVA, terutama yang berkenaan dengan biaya modal. Dimana biaya modal ini sangat dipengaruhi oleh besar masing-masing modal dari struktur modal tersebut, yang dikenal dengan biaya modal rata-rata (*Weighted average cost of capital /WACC*).

Economic Value Added (EVA) bukan hanya sebagai tolok ukur kinerja keuangan yang statis, tetapi juga sebagai dasar insentif dapat dilihat dalam tiga bentuk keputusan manajemen yaitu: Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Keputusan Operasional. Ketiga keputusan ini akan membuat manajer bertanggung jawab atas biaya modal keseluruhan baik biaya utang maupun biaya modal sendiri, di samping biaya operasional yang lainnya. Oleh sebab itu diperlukan untuk mengetahui dengan jelas bagaimana perbedaan pengaruhnya bagi perusahaan yang menggunakan EVA dan yang tidak. Sehingga dapat diketahui dengan jelas bahwa perusahaan yang menggunakan *Economic Value Added (EVA)* sebagai metode pengukuran kinerja keuangan, juga merupakan kerangka kerja manajemen keuangan yang komprehensif, mencakup berbagai fungsi mulai dari *strategic planning*, *capital allocation*, *operating budget*, *performance measurement*, *management compensation*, hingga *internal-external communicatio* yang pada akhirnya akan berdampak pada *stock return*.

Perusahaan yang mempunyai nilai EVA yang positif diasumsikan bahwa perusahaan tersebut mampu menerapkan EVA bukan hanya sebagai metode pengukuran kinerja keuangan, juga merupakan kerangka

kerja manajemen keuangan yang komprehensif, mencakup berbagai fungsi mulai dari *strategic planning*, *capital allocation*, *operating budget*, *performance measurement*, *management compensation*, hingga *internal-external communication*, yang pada akhirnya akan berdampak pada *stock return*. Begitu juga perusahaan yang mempunyai nilai EVA negatif, berarti perusahaan tersebut tidak menerapkan EVA sebagaimana tersebut di atas. Kemudian perusahaan akan dibedakan berdasarkan nilai EVA-nya (positif dan negatif), apakah ada perbedaannya yang dilihat dari *Asset Turnover*, *Size of The Firms*, *Profitabilitas*, *Sales Growth*, *Capital Structure*, *Stock Return*, *Book to Market* antara perusahaan yang mempunyai nilai EVA positif dengan perusahaan yang mempunyai nilai EVA negatif.

-oo0oo-



BAB VIII

MODEL PENGUKURAN DAN MEMPREDIKSI SHAREHOLDER VALUE

Meningkatnya persaingan global, perusahaan dituntut untuk memusatkan segala usahanya pada penciptaan nilai pemiliknya atau pemegang saham agar mampu bersaing. Dengan demikian, perusahaan merasa perlu untuk mengukur nilai yang diciptakan bagi pemiliknya. Dengan memperhatikan nilai-nilai yang diciptakan dari tahun ke-tahun, memungkinkan perusahaan untuk mengevaluasi keputusan-keputusan yang diambil dan membuat keputusan yang akan meningkatkan nilai pemiliknya. Keadaan semacam ini merupakan tantangan dan membuat perusahaan menjadi sadar akan posisinya dengan membandingkan dengan pesaingnya. Pengetahuan tersebut menuntut perusahaan untuk mendefinisikan kembali strategi dalam rangka meningkatkan profit margin dan investasinya yang pada akhirnya dapat meningkatkan penciptaan nilai bagi pemiliknya. Dengan demikian diperlukan adanya ukuran kinerja yang dapat menggambarkan nilai pemilik atau nilai pemegang saham (*shareholder value*)

8.1 PENGUKURAN KINERJA BERDASARKAN NILAI

Pengukuran kinerja adalah suatu metode penilaian kemajuan perusahaan atas pencapaian tujuan. Melalui ukuran kinerja utama, strategi organisasi dihubungkan dengan operasional organisasi. Tujuan dari pengukuran dan manajemen adalah untuk meningkatkan *shareholder value*, profitabilitas, pertumbuhan, kemampuan daya saing, kualitas, kepuasan konsumen, dan sebagainya yang pada akhirnya dapat meningkatkan kinerja (Moncla & Arents-Gregory 2003).

Suatu konsep pengukuran kinerja yang penting adalah *benchmarking*. *Benchmarking* adalah suatu proses pencarian yang sistematis dari praktik-praktik bisnis yang terbaik, ide inovasi dan prosedur operasional yang efektif dalam rangka perkembangan dan kemajuan. (Bogan&English 1994). *Benchmarking* dapat memungkinkan perusahaan untuk membandingkan ukuran kinerja internal atau eksternal. Suatu organisasi dapat belajar dari pengalamannya dan mengukur kinerjanya dari dirinya sendiri atau dari industri yang sejenis. *Benchmarking* dapat membantu organisasi membandingkan strateginya melalui penilaian

kembali produk, strategi, struktur dan pelayanan dengan pesaing dan industri yang lain. (Bogan & English 2004). Dalam hal akan diuraikan metode pengukuran *shareholder value* yaitu *economic value-added* (EVA). Pengukuran tersebut dapat dijadikan alat analisis yang memungkinkan perusahaan dapat mengetahui kekuatan daya saingnya dan dapat memusatkan pada bidang-bidang yang dapat meningkatkan *shareholder value*

8.1.1 Economic Value Added (EVA)

Stern Stewart & Co (www.sternstewart.com/) menciptakan EVA agar dapat membantu manajer dalam pengambilan keputusan dengan menggabungkan dua konsep dasar keuangan.

1. Tujuan dari suatu bisnis adalah memaksimalkan penciptaan nilai bagi *shareholders*.
2. Nilai suatu perusahaan sangat tergantung pada pencapaian imbal hasil (*earning*) yang diharapkan oleh *shareholders* yang melebihi dari biaya modal (*cost of capital*).

Pengertian nilai tambah *ekonomis* adalah nilai pasar dari *output* yang dihasilkan oleh perusahaan (*return*) dikurangi dengan harga dari barang atau jasa yang dibutuhkan sebagai input yang diperoleh dari perusahaan lain (*cost*). nilai tambah ini selanjutnya dialokasikan untuk memenuhi harapan semua pihak yang memiliki klaim dan kepentingan terhadap perusahaan. Kondisi EVA yang positif mencerminkan tingkat kompensasi yang lebih tinggi dari pada biaya modal. Artinya manajemen telah berhasil meningkatkan kekayaan atau *create value* bagi perusahaan yang pada akhirnya pada pemilik modal. Sebaliknya EVA negatif menggambarkan adanya pengurangan kekayaan perusahaan atau pemilik (*destroy value*)

8.1.2 Langkah-langkah Menghitung Economic Value Added (EVA)

Langkah dalam menghitung *Economic Value Added* (EVA) sebagai berikut:

a. Menghitung Biaya Hutang/ Kd (*cost of debt*)

Pembayaran biaya hutang atau bunga akan mengakibatkan adanya penghematan terhadap pendapatan kena pajak, sehingga diperlukan penyesuaian terhadap besarnya biaya hutang dengan formula :

$$Kd = (1 - \text{Pajak} / t) \times \text{Biaya bunga}$$

b. Menghitung Biaya Modal / Ke (*cost of equity*)

Pemodal menginvestasikan dananya ke perusahaan tidak gratis, tentunya mempunyai harapan imbal hasil (*returns*) dimasa yang akan datang. Dengan demikian harapan tersebut harus diperhitungkan sebagai biaya atas dana tersebut atau biaya modal. Untuk menghitung biaya modal tersebut diperlukan adanya pendekatan, yaitu: *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang merupakan model menentukan harga suatu surat berharga atau saham (modal). Biasanya yang banyak digunakan adalah CAPM dengan formula sebagai berikut:

$$Ke = rf + \text{beta} (rm - rf)$$

Rf = Tingkat bunga bebas resiko (Suku bunga Bank Sentral/BI)

Rm = Tingkat bunga investasi dari sekeseluruhan pasar saham

Beta = Faktor resiko spesifik perusahaan

Contoh: $K_e = 11\% = 1,3 (20\% - 11\%) = 22\%$

Tabel 8.1 Langkah-langkah Menghitung EVA

No.	Langkah - Langkah	Keterangan
1	Menghitung Biaya Modal Hutang (K_d) a. Beban Bunga b. Jumlah Hutang Jangka Panjang c. Bunga % d. Tingkat Pajak (t) e. Penyesuaian ($1 - t$) f. Biaya Modal Hutang %	Laporan Rugi Laba Neraca Laporan Rugi Laba Laporan Rugi Laba $1 - (1d)$ $1e \times 1c$
2	Biaya Modal (K_e) a. r_f (bebas resiko) b. Beta c. r_m (tingkat bunga pasar) d. Biaya Modal	SBI (Suku Bunga Bank Indonesia) Pasar Modal/ Saham Pasar Modal/ Saham $(2a) + (2b) \times (2c) - (2a)$
3	Struktur Modal a. Hutang Jangka Panjang b. Modal Saham c. Jumlah Modal d. Komposisi Hutang e. Komposisi Modal	Neraca Neraca $(3a) + (3b)$ $(3a) + (3c)$ $(1 - (3d))$
4	Biaya Modal Rata-Rata (WACC)	$(3d) \times (1f) + (3e) \times (2d)$
5	<i>Economic Value Added (EVA)</i> a. Laba Sebelum Pajak b. Biaya Bunga c. Laba Sebelum Bunga dan Pajak d. Pajak e. Biaya Modal Rata-Rata (WACC) f. <i>Economic Value Added (EVA)</i>	Laporan Rugi Laba Laporan Rugi Laba $(5a) + (5b)$ $t \times (5b)$ $(4a) \times (3c)$ NOPAT (Net Operating After Taxes) adalah Laba operasi setelah pajak dikurangi WACC

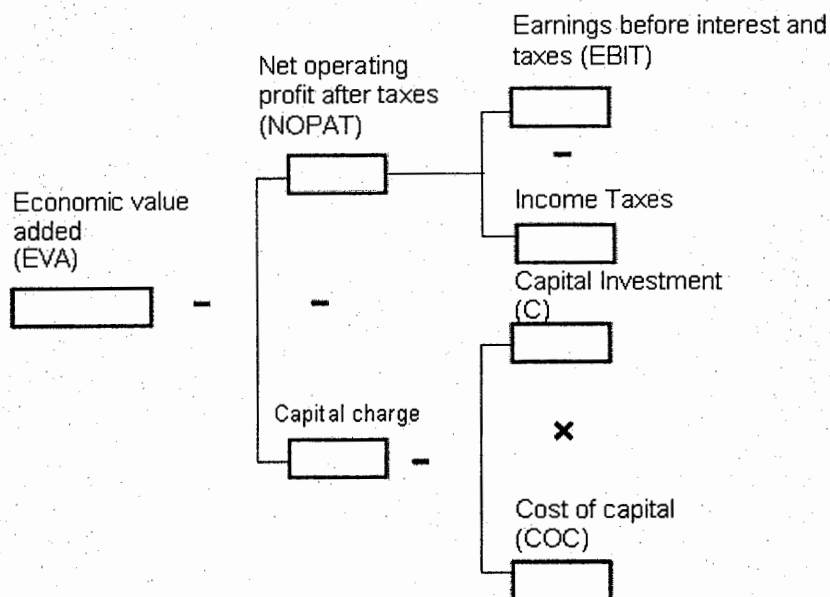
8.2 FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

Penggunaan EVA dapat memungkinkan manajer untuk mengambil keputusan yang dapat meningkatkan efisiensi penggunaan modal dan operasional dengan memusatkan pada bidang – bidang pekerjaan yang dapat meningkatkan produktivitas. EVA didasarkan pada manajemen keuangan yang memberikan informasi yang superior, motivasi, pemberdayaan, dan pertanggung jawaban yang mendorong pengambilan keputusan yang dapat meningkatkan nilai *shareholder*. EVA juga dapat menyelaraskan keputusan manajer dengan penciptaan kemakmuran *shareholder*.

EVA adalah laba bersih setelah pajak atau *net operating profit after tax* (NOPAT) dikurangi biaya modal perusahaan.. NOPAT sebagai laba operasional setelah dikurangi pajak dan merupakan imbal hasil

atau *returns* dari total modal yang diinvestasikan. Biaya modal adalah total dari biaya kesempatan dari semua modal yang diinvestasikan perusahaan. EVA menggambarkan besarnya kemakmuran yang diciptakan oleh perusahaan atau menghancurkan kemakmuran dalam wujud satuan uang. Informasi yang dibutuhkan untuk menghitung EVA dapat diperoleh dari laporan rugi laba dan neraca perusahaan. Gambar 8.1 menunjukkan bagaimana langkah-langkah dalam menghitung EVA perusahaan.

Peningkatan yang terus menerus dari EVA akan menghasilkan peningkatan nilai pasar atau harga saham dari perusahaan tersebut. EVA telah banyak digunakan oleh beberapa perusahaan, diantaranya including *Coca Cola Inc, Du Pont, AT&T, Quaker Oats and General Motors*. Dalam laporan Stern Stewart Research Special Report (Stewart *et al.*, 2002), perusahaan yang menggunakan EVA pada era 1990-an mengalami *outperformed* dari perusahaan yang sejenis dengan rata-rata 8,3% per tahun setelah menggunakan EVA selama 5 tahun dan menciptakan kekayaan shareholder sebesar \$116 milliard.



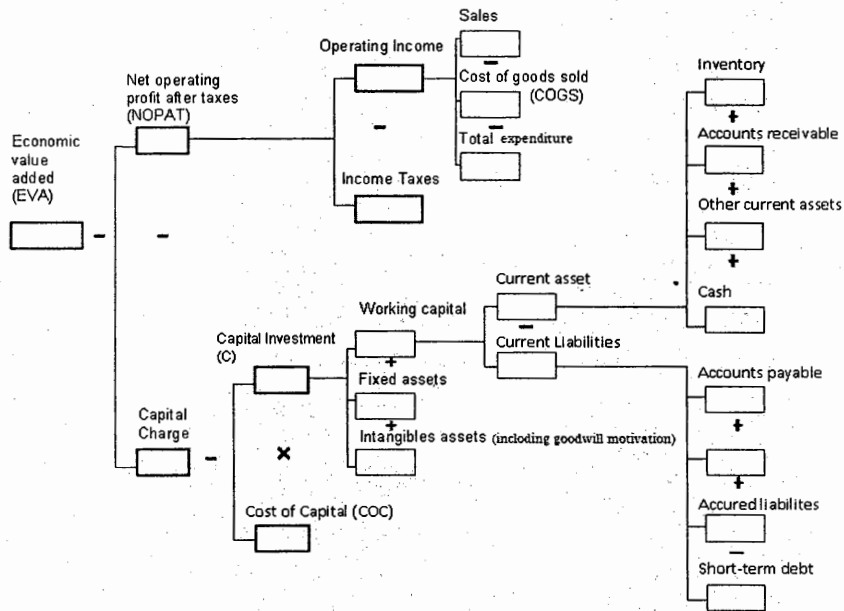
Sumber: Viswanadham dan Poornima (2003)

Gambar 8.1 Komponen dalam menghitung nilai EVA

Komponen yang signifikan dari modal perusahaan adalah modal kerja, aktiva tetap dan aktiva yang tidak berwujud (*goodwill* dan hak paten). Aktiva lancar meliputi piutang, persediaan, pengeluaran yang dibayar dimuka, kas dan aktiva lancar lainnya. Dengan demikian, perusahaan dapat meningkatkan EVA dengan cara:

- Peningkatan NOPAT dengan meningkatnya pendapatan operasional
- Mengurangi biaya modal dengan mengurangi modal perusahaan dan biaya modal

Gambar 8.2 menunjukkan secara rinci variabel-variabel yang dapat mempengaruhi nilai EVA



Sumber: Viswanadham dan Poornima (2003),

Gambar 8.2 Variabel-variabel yang mempengaruhi nilai EVA

8.3 MANFAAT SHAREHOLDER VALUE TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

Terdapat beberapa manfaat yang dapat diperoleh perusahaan dalam menggunakan EVA sebagai alat ukur kinerja dan nilai tambah perusahaan. Menurut Tunggal (2001) beberapa manfaat EVA dalam mengukur kinerja perusahaan antara lain: (1) EVA merupakan suatu ukuran kinerja perusahaan yang dapat berdiri sendiri tanpa memerlukan ukuran lain baik berupa perbandingan dengan menggunakan perusahaan sejenis atau menganalisis kecenderungan (*trend*) (2) Hasil perhitungan EVA mendorong pengalokasian dana perusahaan untuk investasi dengan biaya modal yang rendah. Sedangkan menurut Utama (1997:10), manfaat EVA adalah: (1) EVA dapat digunakan sebagai penilaian kinerja keuangan perusahaan karena penilaian kinerja tersebut difokuskan pada penciptaan nilai (*value creation*) (2) EVA akan menyebabkan perusahaan lebih memperhatikan kebijakan struktur modal (3) EVA membuat manajemen berpikir dan bertindak seperti halnya pemegang saham yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan dan (4) EVA dapat digunakan untuk mengidentifikasi kegiatan atau proyek yang memberikan pengembalian lebih tinggi daripada biaya-biaya modalnya. Selain manfaat yang telah dijelaskan diatas, EVA merupakan pengukuran yang sangat penting karena dapat digunakan sebagai signal terjadinya *Financial Distress* pada suatu perusahaan (Salmi & Virtanen 2001). Jika suatu perusahaan tidak dapat memperoleh profit di atas *required of return*, maka EVA akan menjadi negatif, dan hal ini merupakan *warning* akan terjadinya *Financial Distress* bagi perusahaan tersebut.

8.4 STRATEGI MENINGKATKAN *ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)*

Ada beberapa strategi untuk meningkatkan EVA:

- a. Strategi penciptaan nilai dengan mencapai pertumbuhan keuntungan (*Profitable Growth*), hal ini bisa dicapai dengan menambah modal yang diinvestasikan pada proyek dengan tingkat pengembalian tinggi.
- b. Strategi penciptaan nilai dengan meningkatkan efisiensi operasi dalam hal ini menaikkan keuntungan tanpa menggunakan tambahan modal.
- c. Strategi penciptaan nilai dengan rasionalisasi dan keluar dari bisnis yang tidak menjanjikan (*rationalize and exit unrewording business*).

Hal ini berarti menarik modal yang tidak produktif dan menarik modal dari aktivitas yang menghasilkan tingkat pengembalian yang rendah dan menghapus unit bisnis yang tidak menjanjikan hasil.

8.5 LANGKAH-LANGKAH MENGHITUNG *SHAREHOLDER VALUE*

Shareholders value analisis nilai atau harga dari kepemilikan pemegang saham adalah salah satu metode dalam perhitungan *financial ratios*. SV mengukur nilai kepemilikan pemegang saham dengan memperkirakan nilai bersih perusahaan dengan membagi nilai bersih perusahaan baik berdasar aliran dana (*cash flow*) sekarang dan yang akan datang dengan nilai saham.

Hasil akhirnya adalah sebuah indikasi nilai kepemilikan pemegang saham. Prinsip utama dari NKPS (nilai kepemilikan pemegang saham): apabila perusahaan memberikan tambahan nilai atau nilai tambah, dengan kembalinya nilai ekuitas yang melampaui atau melebihi biaya untuk mempertahankan ekuitas. Dengan diketahuinya angka-angka tersebut dapat dilakukan perbaikan. Tentu saja SV bukan satu-satunya metode yang dapat dipakai oleh para pemegang saham, karena masih banyak *financial-ratios* lain yang dapat dipakai, dan juga adanya pertimbangan-pertimbangan nonratio yang seringkali *overrule financial ratios*, dalam pengambilan keputusan bagi pemegang saham.

Namun, SV sangat menolong dalam pengambilan keputusan yang lebih terarah. Keuntungan dari SV, antara lain:

- a. Melihat jangka panjang bukan hanya sesaat
- b. Berlaku secara universal, dan di mana saja di dunia ini
- c. Fokus ke perbaikan dan menuju suatu sasaran jangka panjang. Sebaliknya kekurangannya juga ada, yaitu:
 1. Perhitungan atau estimasi future *cash flow* harus cukup akurat, tidak boleh hanya berdasarkan perasaan
 2. Cukup memakan waktu dan ketelitian,
 3. Komunikasi kepada jajaran di bawah juga memerlukan penjelasan, kadang tidak cukup satu kali
 4. Diperlukan informasi dan data lebih lengkap. Untuk itulah, tahapan berikut perlu ditempuh.

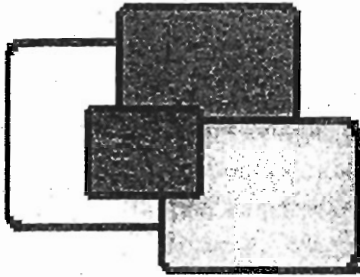
Mengerti dan memahami cara menghitung SV.

Nilai perusahaan terdiri dari tiga komponen:

- a. Net Present Value (NPV) atas *future cash flow* dalam kerangka waktu tertentu yang disetujui (misal 10 atau 15 tahun ke depan)
- b. Keberadaan nilai *cash flow* setelah masa perkiraan
- c. Biaya rata-rata kapital yang ditanamkan.

Nilai keseluruhan perusahaan adalah menambah *future cash flow* dalam jangka perencanaan ditambah dengan nilai *cash flow* sesudah masa perencanaan dibagi dengan biaya rata-rata kapital. Jika hasil pembagian lebih dari angka 1, maka perusahaan bernilai lebih dari modal yang ditanam, jika disimpan di bank dengan tingkat bunga rata-rata dalam kurun waktu yang sama dengan perencanaan.

-oo0oo-



BAB IX

KETERKAITAN ACTIVITY BASED COSTING (ABC), BALANCED SCORECARD (BSC) DAN ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

Meningkatnya persaingan pasar produk global telah merubah pengukuran kinerja tradisional dan sistem penghargaan. Organisasi membutuhkan adaptasi terhadap lingkungan bisnis yang terus berubah dan sangat kompleks menimbulkan persaingan yang terbuka. Begitu juga bagi investor selalu menekan manajemen untuk menghasilkan nilai dan mendorong untuk lebih akurat dan terbuka dalam hal pengukuran kinerja. Dengan demikian banyak organisasi harus menilai kembali pengukuran kinerja dan struktur dari skema kompensasi yang dibangun pada dekade sebelumnya.

Teknik pengukuran yang baru sekarang didasarkan pada teori ekonomi dari pada kerangka kerja akuntansi. Pertanyaannya kerangka kerja apa yang harus digunakan? Ketika suatu kerangka kerja diterapkan, apakah yang lainnya harus diabaikan?

Activity Based Costing (ABC), *Balanced Scorecard (BSC)* dan *Economic Value Added (EVA)* yang pada akhir-akhir ini telah populer di beberapa negara. Tulisan ini akan menggambarkan masing-masing kerangka kerja *Activity Based Costing (ABC)*, *Balanced Scorecard (BSC)* dan *Economic Value Added (EVA)*, yang lebih menekankan untuk menjawab pertanyaan: apakah kerangka kerja tersebut dapat diterapkan secara bersama-sama atau bersifat *mutually exclusive* atau saling meniadakan?

ABC, BSC dan EVA adalah alat modern untuk pengukuran kinerja dan manajemen yang sering digunakan beberapa perusahaan di negara-negara Eropa. ABC, BSC dan EVA merupakan kerangka kerja yang bersifat *mutually exclusive* atau dapat digunakan bersama-sama dalam suatu organisasi yang sama. ABC dan BSC dapat memberikan manajer tentang informasi yang dibutuhkan untuk membuat keputusan "value creating". EVA dapat memberikan suatu kerangka kerja keputusan, pengukuran kinerja dan insentif yang dapat memotivasi manajemen dalam menciptakan nilai.

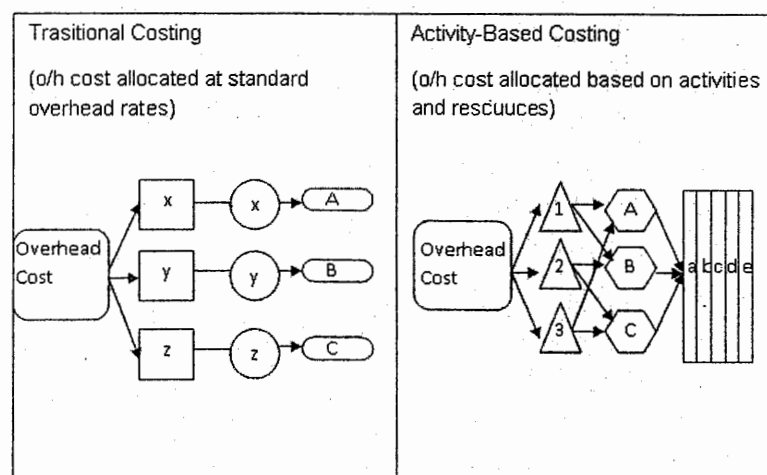
Bisnis itu sama halnya dengan permainan sepak bola. Manajer sepak bola memerlukan dorongan terhadap beberapa faktor untuk keberhasilannya, seperti bagaimana untuk menendang bola ke gawang, me-

menangkan dalam tendangan pojok, membangun pertahanan yang sulit dan bagaimana mempertahankan kemenangan. Ketika pertandingan sudah selesai, semua hal yang berkenaan dengan hal-hal tersebut, yang terpenting bagaimana memenangkan pertandingan, bukan bagaimana melakukan tendangan pojok yang baik. Begitu juga dalam bisnis manajer harus mengelola masukan atau sumber daya yang ada, ABC dan BSC membantu manajer untuk membuat keputusan, tetapi EVA dibutuhkan untuk menentukan apakah menang atau kalah. Penggunaan EVA dalam pengambilan keputusan, pengukuran kinerja dan pemberian penghargaan, manajer akan termotivasi untuk menggunakan informasi yang ada untuk bertindak sebagai pemilik dan menciptakan nilai.

9.1 ACTIVITY BASED COSTING (ABC)

Saat ini *Activity Based Costing* (ABC) kurang tepat sebagai sistem akuntansi biaya yang tradisional. Sistem ABC ini didasarkan pada beberapa pendorong biaya, yang terdiri dari tenaga kerja langsung atau jam kerja mesin. Sistem ini sudah tidak relevan lagi untuk mengakomodasi perubahan lingkungan bisnis. Seperti halnya produk dan bauran pelanggan organisasi yang bermacam-macam, penilaian kembali biaya overhead yang jelas menyesatkan. Banyak organisasi pabrikan mempunyai sistem biaya yang mendukung laporan keuangan, tetapi memberikan informasi yang menyimpang tentang biaya produk individu. Hal ini memberikan isyarat yang menyesatkan untuk pengambilan keputusan.

Activity Based Costing (ABC) adalah suatu sistem pengukuran biaya yang memberikan informasi tentang biaya dari masing-masing produk, layanan atau pelanggan dengan menganalisis masing-masing aktivitas yang dibutuhkan oleh suatu produk atau layanan pelanggan. Hal ini berbeda dari metode tradisional yang dapat dilihat pada gambar 1. *Activity Based Costing* (ABC) digunakan untuk mengidentifikasi semua aktivitas baik langsung maupun tidak langsung dan mengalokasikan biaya tersebut yang berhubungan dengan aktivitasnya dengan lebih tepat.



Sumber: Stewart, 1999

Gambar 9.1 Pengalokasian biaya berdasarkan dua pendekatan –Tradisional Costing dan ABC.

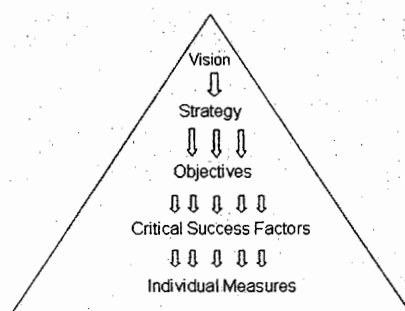
Activity Based Costing (ABC) dapat digunakan untuk berbagai jenis organisasi. *Activity Based Costing* (ABC) sangat bermanfaat, ketika organisasi menghadapi permasalahan transfer harga yang kompleks, tingginya biaya tidak langsung dan pembagian proses. *Activity Based Costing* (ABC) memberikan pengetahuan yang bermanfaat, tetapi informasi tanpa tindakan yang memberikan nilai tambah. Hasil penggunaan ini akan menghasilkan peningkatan.

Activity Based Costing (ABC) masih belum mencakup biaya modal atau cost of capital secara jelas. Ketika biaya menjadi yang fatal, manajer membutuhkan untuk mengerti dampak dari penerimaan, volume, kepuasan konsumen, posisi pasar, moral karyawan dan faktor-faktor internal yang lainnya. Oleh karena itu informasi biaya yang akurat saja belum cukup, yang menjadi permasalahan adalah bagaimana dapat memaksimalkan nilai. Manajemen membutuhkan pengertian bagaimana interaksi biaya dengan indikator yang lain sebelum dapat meningkatkan kinerja. Untuk memahami hal ini diperlukan suatu alat manajemen yaitu *Balance Scorecard*. *Activity Based Costing* (ABC), *Balanced Scorecard* (BSC) dan *Economic Value Added* (EVA) adalah alat yang bermanfaat dan dapat membantu perusahaan mencapai keberhasilan yang lebih besar ketika lingkungan persaingan bisnis yang terus berubah.

9.2 BALANCED SCORECARD (BSC)

Balance Scorecard (BSC) dikenal untuk memenuhi kebutuhan untuk mengidentifikasi dan menjejaki sejumlah pengukuran kinerja keuangan dan non keuangan dalam memberikan pandangan yang lebih luas suatu bisnis. Untuk memenuhi kebutuhan ini suatu organisasi tidak hanya dibatasi oleh data akuntansi saja. Suatu perusahaan mungkin hanya memilih indikator dari proses yang efisien, keselamatan, kepuasan konsumen dan moral karyawan. Hal ini dapat meliputi informasi tentang kinerja saat ini dan indikator keberhasilan yang akan datang. Tujuannya adalah untuk menghasilkan serangkaian ukuran yang tetap sehingga kinerja dapat dimonitor dan dapat dievaluasi.

Balance Scorecard (BSC) diciptakan oleh Robert Kaplan dan David Norton untuk menterjemahkan visi dan strategi ke dalam tujuan. Masing-masing organisasi akan menekankan pada pengukuran yang berbeda yang tergantung pada strategi. Manajemen, mempengaruhi, menterjemahkan strategi kedalam tujuan yang dapat diukur.



Sumber: Stewart, 1999

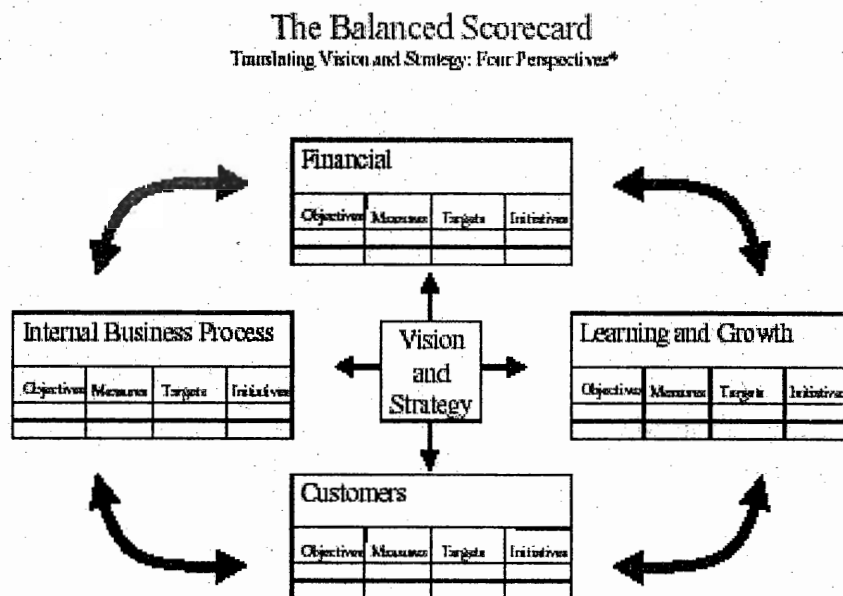
Gambar 9.2 Hubungan *Balance Scorecard* dengan Strategi untuk Mengukur

Balance Scorecard adalah pengumpulan data yang dapat membantu manajer memahami kinerja. Pengukuran tersebut membantu manajer untuk menyeimbangkan perhatiannya antara kinerja saat ini dan kinerja yang akan datang. Ukuran indikator kinerja terdiri dari:

- *Leading variables* indikator adalah indikator kinerja yang akan datang,
- *Lagging variables* indikator adalah indikator kinerja masa lalu.

Pengukuran kinerja keuangan adalah termasuk jenis *Lagging variables*, yang memberikan informasi kepada manajemen bagaimana melakukan yang benar, contohnya: biaya pelatihan adalah *Lagging variables*, yang akan mempengaruhi kepuasan konsumen.

Balance Scorecard biasanya terdiri dari empat kategori, yaitu kinerja keuangan, pelanggan, proses internal dan pembelajaran dan pertumbuhan. Masing-masing kategori tersebut mempunyai dua dari lima pengukuran. Jika strategi bisnis untuk meningkatkan *market share* dan mengurangi biaya operasional. Pengukuran yang dipakai adalah *market share* dan biaya per unit. Ukuran ini dibuat setelah strategi ditentukan. Artinya manajer mengelola apa yang manajer ukur, itu yang benar. Hubungan antara tujuan, pengukuran dan inisiatif dengan masing-masing variabel dapat dilihat pada gambar 9.3.



Sumber: Stewart, 1999

Gambar 9.3 Balance scorecard Merubah Strategi Menjadi Tindakan

Balance scorecard dibangun untuk bisnis atau private sector tetapi public sector management of Charlotte, North California telah menggunakan *Balance scorecard* untuk mengelola kota, yang meliputi kualitas transportasi, pembangunan ekonomi dan efektivitas merestruksi *government*. Hal ini membuktikan bahwa *Balance scorecard* sangat fleksibel, yang terpenting bahwa *Balance scorecard* hanya dapat mengukur setelah ditentukan semua strategi telah dimengerti.

Balance scorecard dapat membantu manajer untuk mengidentifikasi beberapa faktor yang dapat mempengaruhi kinerja, tetapi masih kurang sebagai fokus tunggal untuk pertanggung jawaban. Manajemen membutuhkan sebuah tujuan yang dapat meringkas interaksi antara variabel dan akhirnya menentukan keberhasilan. *Shareholder* mempercayai manajemen untuk menerapkan strategi tetapi perhatian mereka yang utama adalah *earning* dan *returns* yang tepat untuk investasinya. *Economic Value Added (EVA)* akan menjawab pertanyaan apakah manajer mempunyai ukuran *scorecard* yang benar. Menciptakan *Economic Value Added (EVA)* adalah hasil yang ideal dari suatu keberhasilan strategi Stewart, (1999). *Activity Based Costing (ABC)*, *Balanced Scorecard (BSC)* dan *Economic Value Added (EVA)* dapat saling melengkapi dan dapat membantu manajemen mengerti tentang biaya dan modal yang akan mempengaruhi keputusan. BSC akan memperluas pandangan tentang kinerja yang meliputi kinerja keuangan dan non keuangan yang keduanya merupakan indikator kinerja *leading* dan *lagging*. EVA memberikan pemahaman hubungan antara keputusan, pengukuran kinerja dan penghargaan yang memusatkan manajer untuk menciptakan nilai. *Activity Based Costing (ABC)*, *Balanced Scorecard (BSC)* dan *Economic Value Added (EVA)* akan membantu manajer untuk memusatkan pada pencapaian kinerja yang lebih baik. Apakah hanya menggunakan salah satu saja atau yang lain dipertimbangkan. Kinerja manajer akan lebih baik ketika manajer mempunyai informasi, kerangka kerja, pengukuran kinerja, pemberian penghargaan yang memotivasi agar berfikir dan bertindak sesuai dengan pemilik. Manajer harus mempunyai strategi yang baik, tetapi yang terpenting bagi manajer adalah siapa yang memotivasi untuk melaksanakan strategi dan menciptakan hasil.

9.3 ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

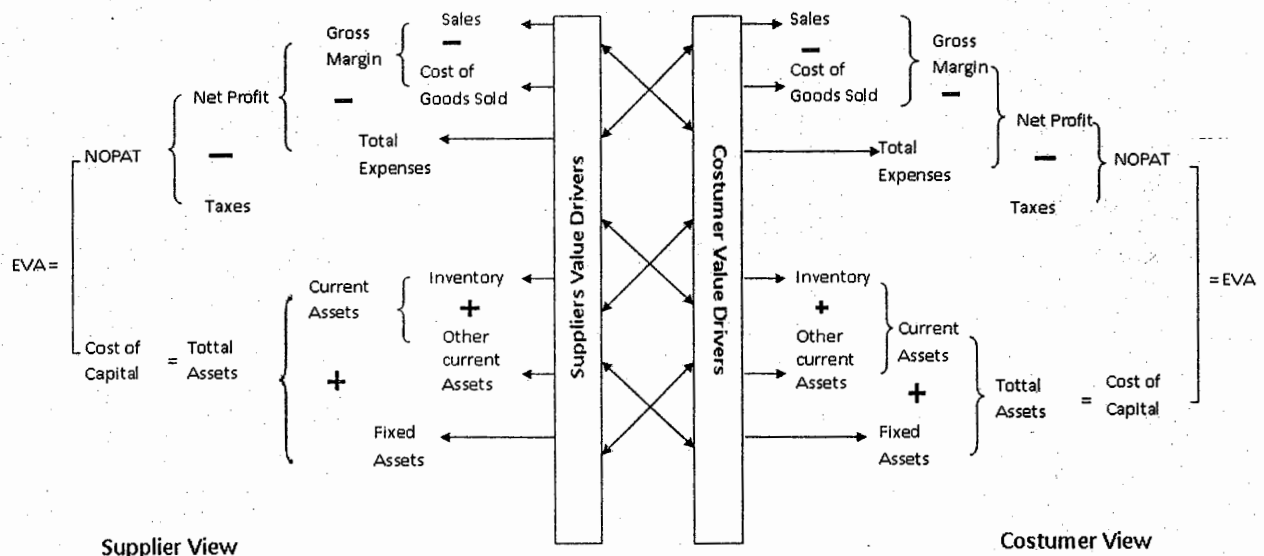
Economic Value Added (EVA) adalah sebuah ukuran yang digunakan untuk mengawasi penciptaan nilai secara keseluruhan dalam suatu bisnis. *Economic Value Added (EVA)* bukan suatu strategi, tetapi suatu ukuran hasil. Ada beberapa pendorong yang dibutuhkan untuk dikelola, tetapi *Economic Value Added (EVA)* hanya sebuah ukuran yang dapat menggambarkan keberhasilan. Sebuah ukuran tunggal yang dibutuhkan sebagai referensi yang terakhir dari suatu kinerja yang dapat membantu manajer untuk menyeimbangkan konflik tujuan.

Economic Value Added (EVA) diciptakan oleh Stern Stewart untuk menjawab tantangan yang berhubungan pengukuran kinerja keuangan. Ukuran profit setelah dikurangi dengan *returns* yang diharapkan oleh *shareholder*, yang mengindikasikan sebagai *economic profitability*. *Economic Value Added (EVA)* dapat menentukan harga saham lebih akurat dari pada *earning*, *earning per share*, *return on equity* atau metrik akuntansi yang lainnya. Menciptakan peningkatan *Economic Value Added (EVA)* secara terus menerus sama halnya dengan meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Salah satu manfaat yang utama dari *balance Scorecard* adalah memperjelas tujuan yang mendorong strategi. *Economic Value Added (EVA)* menyediakan bahasa yang umum atau sama dalam organisasi. Biasanya metrik yang berbeda untuk proses yang berbeda, misalnya pertumbuhan penjualan dan market share sebagai suatu formulasi strategi, NPV dan IRR ketika menentukan suatu investasi.

Economic Value Added (EVA) dapat digunakan sebagai ukuran dari semua proses manajemen, organisasi akan lebih efektif. Suatu tujuan yang jelas dan bahasa yang sama, didasarkan pada sebuah ukuran yang akan menghilangkan beberapa kebingungan dan ketidak jelasan tujuan organisasi. *Economic Value Added (EVA)* adalah metrik tunggal yang dapat digunakan dalam semua proses organisasi, ketika keputusan diambil, pengukuran kinerja, dan kompensasi yang ditentukan dengan menggunakan ukuran yang sama, dengan demikian mudah mempertanggung jawabkan.

Sebagian besar dari budaya organisasi berasal dari cara bagaimana suatu keberhasilan diukur dan dihargai. *Balance Scorecard* dapat membantu pekerja menterjemahkan visi perusahaan, tetapi *Economic Value Added (EVA)* akan menyatakan apakah pekerja telah berhasil atau apakah pekerja akan dihargai. Ketiga kerangka kerja tersebut adalah teknik pengukuran yang baru. Hal yang terpenting adalah mengerti segala hal yang akan menghambat keberhasilan. Menciptakan lebih atau informasi yang lebih baik tidak diperlukan untuk keputusan yang lebih baik. Kenyataannya, tambahan pengukuran yang lain dari sejumlah pengukuran akan melengkapi. Manajer harus termotivasi untuk bertindak berdasarkan informasi yang baru. Ketika manajer tidak dihargai untuk membuat keputusan yang benar, maka ia tidak akan melakukannya.



Sumber: L Pohlen dan B. Jay (2005)

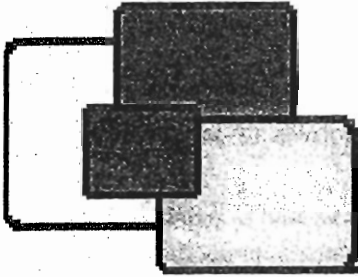
Gambar 9.4 Beberapa variabel penggerak EVA dari perspektif suplier dan perspektif customer

Hasil yang diinginkan tidak diperoleh dengan informasi yang lebih baik, tetapi meningkatkan nilai organisasi. Kerangka kerja hanya akan mencapai tujuan, jika keputusan yang tepat menggunakan informasi yang baru. Dalam jangka panjang, peningkatan kinerja yang terus menerus akan datang ketika budaya organisasi ditransfer dari sebuah pekerjaan yang terfokus dalam suatu budaya yang terpusatkan untuk menciptakan nilai. Penerapan sebuah sistem pengukuran yang tunggal tidak akan menciptakan perubahan yang terus menerus. Kebebasan untuk bertindak berdasarkan informasi hanya dapat didelegasikan ketika ada

pertanggung jawaban atas hasil. Perencanaan kompensasi dengan penghargaan yang sesuai dengan tindakan yang diinginkan dibutuhkan untuk berperilaku seperti pemilik.

Dengan mengetahui variabel tersebut, akan dapat diketahui bagaimana untuk meningkatkan EVA baik dari sudut pandang pelanggan maupun dari sudut pandang pemasok.

-oo0oo-



BAB X

STRATEGI PENGGUNAAN BALANCE SCORECARD TERHADAP KINERJA BUMN/BUMD

10.1 PENILAIAN KINERJA DAN *BALANCED SCORECARD*

Balance Scorecard merupakan system pengukuran kinerja yang paling populer dan banyak diimplementasikan dibanding model lainnya. Di Indonesia, model BSC juga banyak digunakan oleh beberapa perusahaan BUMN dan swasta. Pada perusahaan BUMN, sering ditemui adanya modifikasi dengan penambahan perspektif yang berkaitan dengan pemberdayaan masyarakat sebagai konsekuensi dari tugas yang diemban oleh perusahaan milik Negara.

Kinerja adalah suatu tampilan keadaan secara utuh atas perusahaan selama periode waktu tertentu, merupakan hasil atau prestasi yang dipengaruhi oleh kegiatan operasional perusahaan dalam memanfaatkan sumber-sumber daya yang dimiliki (Helfert, 2000). Kinerja merupakan suatu istilah secara umum yang digunakan untuk sebagian atau seluruh tindakan atau aktivitas dari suatu organisasi pada suatu periode dengan referensi pada sejumlah standar seperti biaya-biaya masa lalu atau yang diproyeksikan, dengan dasar efisiensi, pertanggungjawaban atau akuntabilitas manajemen dan semacamnya.

Adapun kinerja menurut Mulyadi adalah penentuan secara periodik efektivitas operasional organisasi, bagian organisasi dan karyawannya berdasarkan sasaran, standar dan kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya. Tujuan utama dari penilaian kinerja adalah untuk memotivasi personal dalam mencapai sasaran organisasi dan dalam memenuhi standar perilaku yang telah ditetapkan sebelumnya, sehingga membuahkan tindakan dan hasil yang diinginkan oleh organisasi.

Penilaian kinerja dapat digunakan untuk menekan perilaku yang tidak semestinya dan untuk merangsang serta menegakkan perilaku yang semestinya diinginkan, melalui umpan balik hasil kinerja pada waktunya serta pemberian penghargaan, baik yang bersifat intrinsik maupun ekstrinsik. Dengan adanya penilaian kinerja, manajer puncak dapat memperoleh dasar yang obyektif untuk memberikan kompensasi sesuai dengan prestasi yang disumbangkan masing-masing pusat pertanggungjawaban kepada perusahaan

secara keseluruhan. Semua ini diharapkan dapat membentuk motivasi dan rangsangan pada masing-masing bagian untuk bekerja lebih efektif dan efisien.

Menurut Mulyadi penilaian kinerja dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk:

- Mengelola operasi organisasi secara efektif dan efisien melalui pemotivasian karyawan secara maksimum.
- Membantu pengambilan keputusan yang bersangkutan dengan karyawannya seperti promosi, pemberhentian, mutasi.
- Mengidentifikasi kebutuhan pelatihan dan pengembangan karyawan dan untuk menyediakan kriteria seleksi dan evaluasi program pelatihan karyawan.
- Menyediakan umpan balik bagi karyawan mengenai bagaimana atasan mereka menilai kinerja mereka.
- Menyediakan suatu dasar bagi distribusi penghargaan.

Adapun ukuran penilaian kinerja yang dapat digunakan untuk menilai kinerja secara kuantitatif (Mulyadi, 2001):

- Ukuran Kinerja unggul.
Adalah ukuran kinerja yang hanya menggunakan satu ukuran penilaian. Dengan digunakannya hanya satu ukuran kinerja, karyawan dan manajemen akan cenderung untuk memusatkan usahanya pada kriteria tersebut dan mengabaikan kriteria yang lainnya, yang mungkin sama pentingnya dalam menentukan sukses tidaknya perusahaan atau bagian tertentu.
- Ukuran kinerja beragam.
Adalah ukuran kinerja yang menggunakan berbagai macam ukuran untuk menilai kinerja. Ukuran kinerja beragam merupakan cara untuk mengatasi kelemahan kriteria kinerja tunggal. Berbagai aspek kinerja manajer dicari ukuran kriterianya sehingga manajer diukur kinerjanya dengan berbagai kriteria.
- Ukuran kinerja gabungan.
Dengan adanya kesadaran beberapa kriteria lebih penting bagi perusahaan secara keseluruhan dibandingkan dengan tujuan lain, maka perusahaan melakukan pembobotan terhadap ukuran kinerjanya. Misalnya manajer pemasaran diukur kinerjanya dengan menggunakan dua unsur, yaitu provitabilitas dan pangsa pasar dengan pembobotan masing-masing 5 dan 4. Dengan cara ini manajer pemasaran mengerti yang harus ditekankan agar tercapai sasaran yang dituju manajer puncak.

Dalam manajemen tradisional, ukuran kinerja yang biasa digunakan adalah ukuran keuangan, karena ukuran keuangan inilah yang dengan mudah dilakukan pengukurannya. Maka kinerja personil yang diukur adalah hanya yang berkaitan dengan keuangan, hal-hal yang sulit diukur diabaikan atau diberi nilai kuantitatif yang tidak seimbang.

Ukuran-ukuran keuangan tidak memberikan gambaran yang riil mengenai keadaan perusahaan. Hal ini dimungkinkan karena adanya beberapa metode pengakuan, pengukuran, dan pengungkapan yang diakui dalam akuntansi, misalnya depresiasi, pengakuan kas, metode penentuan laba, dan sebagainya.

10.2.1 Lima Kegunaan Penerapan *Balanced Scorecard* Pada Kinerja BUMN

Badan Usaha Milik Negara yang menerapkan pengukuran kinerja dengan *Balanced Scorecard* tersebut merasakan bahwa *Balanced Scorecard* memang memiliki kegunaan yang dirangkum menjadi lima point sebagai berikut:

- *Balanced Scorecard* dapat digunakan untuk melakukan perbaikan keseimbangan di antara sasaran-sasaran jangka pendek, jangka menengah, dan jangka panjang.
- Dapat menciptakan pemahaman strategi perubahan dengan menyusun atau menetapkan indikator-indikator non-finansial kuantitatif disamping indikator-indikator finansial.
- Mengurangi keragu-raguan atau kekaburan dengan tetap menjaga indikator-indikator non finansial kuantitatif.
- Mempromosikan proses pembelajaran organisasi melalui suatu pengulangan siklus hipotesis verifikasi.
- Memperbaiki *platform* strategi komunikasi secara umum dalam organisasi yang mencerminkan keterkaitan antara pimpinan dan bawahan. NRI mengemukakan salah satu contoh kasus yang spektakuler tentang keberhasilan penerapan *Balanced Scorecard* yang berimplikasi pada perbaikan kinerja perusahaan seperti.

Penggunaan *Balanced Scorecard* dapat menggantikan *Customer Relationship Management (CRM) Strategi*, yakni suatu strategi dimana perusahaan mencoba mengelola hubungan yang baik dengan para pelanggan untuk menciptakan nilai tambah untuk para pelanggan dan untuk perusahaan itu sendiri. Hal ini ditunjukkan bahwa lebih dari setengah proyek-proyek CRM tidak menghasilkan nilai tambah apapun bagi perusahaan, dan 50% dari CRM *Strategy* tetap saja mengalami kegagalan dalam penerapannya di dunia bisnis, namun *Balanced Scorecard* dapat menggantikannya.

10.2.2 Metode Pengukuran Kinerja *Balanced Scorecard*

Metode *Balanced Scorecard* adalah suatu metode pengukuran kinerja yang di dalamnya ada keseimbangan antara keuangan dan non-keuangan untuk mengarahkan kinerja perusahaan terhadap keberhasilan. BSC dapat menjelaskan lebih lanjut tentang pencapaian visi yang berperan di dalam mewujudkan pertambahan kekayaan tersebut sebagai berikut:

1. Peningkatan customer 'yang puas sehingga meningkatkan laba (melalui peningkatan *revenue*).
2. Peningkatan produktivitas dan komitmen karyawan sehingga meningkatkan laba (melalui peningkatan *cost effectiveness*).
3. Peningkatan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan financial returns dengan mengurangi modal yang digunakan atau melakukan investasi dalam proyek yang menghasilkan return yang tinggi.

Di dalam *balanced Scorecard*, pengukuran finansial mempunyai dua peranan penting, di mana yang pertama adalah semua perspektif tergantung pada pengukuran finansial yang menunjukkan implementasi dari strategi yang sudah direncanakan dan yang kedua adalah akan memberi dorongan kepada 3 perspektif yang lainnya tentang target yang harus dicapai dalam mencapai tujuan organisasi.

Menurut Kaplan dan Norton, siklus bisnis terbagi 3 tahap, yaitu: bertumbuh (growth), bertahan (sustain), dan menuai (harvest), di mana setiap tahap dalam siklus tersebut mempunyai tujuan finansial yang berbeda. Growth merupakan tahap awal dalam siklus suatu bisnis. Pada tahap ini diharapkan suatu bisnis memiliki produk baru yang dirasa sangat potensial bagi bisnis tersebut. Untuk itu, maka pada tahap growth perlu dipertimbangkan mengenai sumber daya untuk mengembangkan produk baru dan meningkatkan layanan, membangun serta mengembangkan fasilitas yang menunjang produksi, investasi pada sistem, infrastruktur dan jaringan distribusi yang akan mendukung terbentuknya hubungan kerja secara menyeluruh dalam mengembangkan hubungan yang baik dengan pelanggan. Secara keseluruhan tujuan finansial pada tahap ini adalah mengukur persentase tingkat pertumbuhan pendapatan, dan tingkat pertumbuhan penjualan di pasar sasaran.

10.2.3 Kelompok Pengukuran Perspektif Pelanggan Dalam Kinerja BUMN

Kelompok Pengukuran Perspektif Pelanggan Dalam Kinerja BUMN dibagi menjadi dua yaitu :

1. Kelompok pengukuran inti (core measurement group).
Kelompok pengukuran ini digunakan untuk mengukur bagaimana perusahaan memenuhi kebutuhan pelanggan dalam mencapai kepuasan, mempertahankan, memperoleh, dan merebut pangsa pasar yang telah ditargetkan. Dalam kelompok pengukuran inti, kita mengenal lima tolak ukur, yaitu: pangsa pasar, akuisisi pelanggan (perolehan pelanggan), retensi pelanggan (pelanggan yang dipertahankan), kepuasan pelanggan, dan profitabilitas pelanggan.
2. Kelompok pengukuran nilai pelanggan (customer value proposition).
Kelompok pengukuran ini digunakan untuk mengetahui bagaimana perusahaan mengukur nilai pasar yang mereka kuasai dan pasar yang potensial yang mungkin bisa mereka masuki. Kelompok pengukuran ini juga dapat menggambarkan pemacu kinerja yang menyangkut apa yang harus disajikan perusahaan untuk mencapai tingkat kepuasan, loyalitas, retensi, dan akuisisi pelanggan yang tinggi. Value proposition menggambarkan atribut yang disajikan perusahaan dalam produk/jasa yang dijual untuk menciptakan loyalitas dan kepuasan pelanggan. Kelompok pengukuran nilai pelanggan terdiri dari:
 - a. Atribut produk/jasa, yang meliputi: fungsi, harga, dan kualitas produk.
 - b. Hubungan dengan pelanggan, yang meliputi: distribusi produk kepada pelanggan, termasuk respon dari perusahaan, waktu pengiriman, serta bagaimana perasaan pelanggan setelah membeli produk/jasa dari perusahaan yang bersangkutan.
 - c. Citra dan reputasi, yang menggambarkan faktor intangible bagi perusahaan untuk menarik pelanggan untuk berhubungan dengan perusahaan, atau membeli produk.

10.2.4 Penerapan Balance Scorecard Pada BUMN

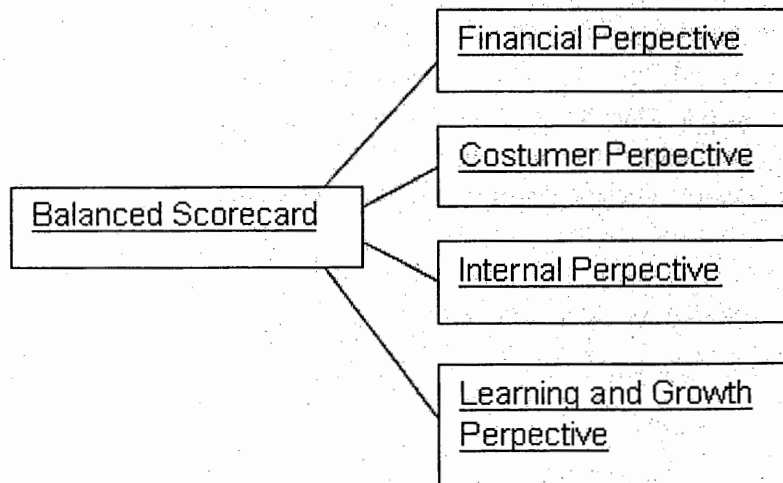
Empat Perspektif Dalam Penerapan Balance Scorecard”, tentang bagaimana menerapkan Balance Scorecard pada perusahaan atau organisasi yang profit oriented, maka yang perlu kita pahami bersama agar mencapai kesamaan persepsi bahwa “Balance Scorecard” adalah sebuah “Strategi” hal ini muncul bukan serta merta, diawali dalam studi yang dilaksanakan oleh Kaplan dan Norton (1992) terhadap 12 korporasi,

didapat sebenarnya bahwa korporasi tersebut telah mengadopsi scorecard. Kaplan dan Norton melihat ada kelemahan kepada pengukuran kinerja yang dapat menonjolkan pencapaian tujuan secara terpisah, bahkan cenderung kompetitif yang pada akhirnya mengakibatkan konflik korporasi.

Di dalam sistem manajemen strategik (strategic management system), ada 2 tahapan penting, yaitu tahapan perencanaan dan implementasi. Posisi *Balanced Scorecard* awalnya berada pada tahap implementasi. Fungsi *Balanced Scorecard* di sini hanya sebagai alat ukur kinerja secara komprehensif kepada para eksekutif dan memberikan feedback tentang kinerja manajemen. Dampak dari keberhasilan penerapan *Balanced Scorecard* memicu para eksekutif untuk menggunakan *Balanced Scorecard* pada tahapan perencanaan strategik. Mulai saat itu, *Balanced Scorecard* tidak lagi digunakan sebagai alat pengukur kinerja namun berkembang menjadi strategik management sistem. Strategi korporasi diturunkan dan Visi dan Misi. Demikian penting peran strategi, sehingga kalau tujuan korporasi tidak tercapai, maka yang salah adalah strategi, berbagai hal penyebab kegagalan penerapan strategi yaitu:

- komunikasi yang sulit antar staf,
- komitmen manajemen operasional lemah,
- gagal menerima umpan balik dan mekanismenya,
- basis perencanaan tidak valid, formulasi strategi tidak valid,
- perencanaan fungsional tidak konsisten, dan
- penilaian sumberdaya tidak konsisten.

Dalam penerapan BSC, ada premis yang secara implisit didapat yaitu bahwa BSC adalah strategi. Memperhatikan BSC sebagai pengukuran kinerja mungkin itu adalah hal yang paling mudah diketahui, karena masing-masing perspektif yang kemudian diturunkan menjadi sasaran fungsinya adalah pengukuran kinerja. Akan tetapi, bila diperhatikan bagaimana hubungan antara visi, misi dan strategi sebagai awal daripada penetapan perspektif, dapat terlihat bahwa kaitan masing-masing perspektif dengan strategi sangat kuat. Hal ini dapat di gambarkan sebagai berikut:



Pada gambar di atas di jelaskan bagaimana hubungan dari ke-empat perspektif Balance Scorecard tersebut dalam penerapannya untuk perusahaan. Balance Scorecard merupakan alat bantu yang diperkenalkan oleh Kaplan & Norton (1996) yang dapat digunakan untuk menterjemahkan visi dan strategi perusahaan kedalam 4 perspektif yaitu *financial, customer, internal business process, dan learn and growth perspective*.

1. Perspektif keuangan, sumber atau asset/harta
2. Perspektif kemampuan dan kerapihan operasional
3. Perspektif pembelajaran/kualitas pengetahuan bersama
4. Perspektif kualitas hubungan dengan pihak-pihak terkait di luar organisasinya.

Maknanya adalah bahwa esensi penerapan BSC bukanlah adanya pengendalian terhadap divisi, akan tetapi setiap divisi satu korporasi sedemikian rupa akan berinisiasi, menentukan ukuran kinerja dan mengkaitkannya dengan visi, misi dan strategi korporasi. Dalam hal ini keunggulan BSC adalah teridentifikasinya struktur ataupun kerangka yang ada di korporasi guna mencapai – merealisasikan visi dan misi korporasi. Penjelasan demikian menegaskan bahwa sebelum BSC dikenalkan telah banyak dikenal berbagai program pengukuran yang mengarah kepada perbaikan: integrasi antar fungsi, skala global, perbaikan terus-menerus, tanggung jawab team yang menggantikan peran individu. Kaplan sendiri menuliskan bahwa penerapan BSC sejalan dengan prinsip semua itu. Akan tetapi yang membedakan BSC dengan berbagai konsep tersebut adalah bahwa pada BSC manajer memahami, setidaknya secara implisit kaitan antar fungsi. Lebih dari penjelasan itu, BSC juga mengarahkan manajer ke depan daripada melihat ke belakang. Hal ini mudah dipahami karena 4 perspektif: keuangan, pelanggan, proses bisnis internal serta pembelajaran dan pertumbuhan yang oleh Kaplan digambarkan sebagai perspektif yang berkaitan satu dengan lainnya. Bahkan dirangkum dalam satu hubungan "*cause and effect relationship*". Adapun kaitan masing-masing perspektif dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Perspektif pelanggan. Perspektif ini menunjukkan seperti apa perusahaan di mata pelanggan. Pelanggan mempunyai kemampuan teknis melihat korporasi dari berbagai sisi: waktu, kualitas, kinerja dan jasa, dan biaya yang dikeluarkan oleh pelanggan untuk memperoleh pelayanan. Dimensi kebutuhan pelanggan demikian pada akhirnya akan menentukan bagaimana perusahaan dilihat oleh pelanggan. Semakin baik persepsi pelanggan, semakin baik pula nilai korporasi dimata pelanggan.
2. Perspektif keuangan. Pertanyaan yang harus dijawab korporasi di sini adalah bagaimana kita dilihat oleh pemegang saham baik pada jangka pendek maupun jangka panjang. Korporasi bisa rugi pada waktu tertentu, akan tetapi pemegang saham menyadari bahwa setelah itu korporasi akan mendapat keuntungan, sehingga dividen akan diperoleh. Semakin baik korporasi dimata pemegang saham, semakin aman korporasi memperoleh sumber modal.
3. Perspektif proses bisnis internal. Ukuran ini menunjukkan dalam proses produksi seperti apa korporasi lebih baik. Orientasi kepada pelanggan memang mutlak, akan tetapi permasalahan bagi manajemen adalah bagaimana caranya menyiapkan kompetensi yang dapat memenuhi kebutuhan pelanggan
4. Perspektif pembelajar dan pertumbuhan. Perspektif ini menunjukkan bagaimana korporasi dapat bertahan dan mampu berubah sesuai dengan tuntutan eksternal.

Perhatikan bahwa *scorecard* (papan nilai) diturunkan dari visi dan strategi. Hal ini menjadi kunci yang secara implisit mengingatkan bahwa perusahaan sesungguhnya digerakkan oleh visi dan misi. Bilamana visi dan misi dinyatakan dengan baik maka ini akan menjadi “mesin” penggerak semua kegiatan.

Visi dan misi yang terformulasi oleh Kaplan dinyatakan dengan 4 perspektif seperti di atas. Menurut Kaplan, terjemahan visi untuk masing-masing perspektif di atas haruslah diuji dengan masing-masing kriteria yaitu: 1) sasaran, 2) ukuran, 3) sasaran, dan 4) inisiatif. Keempat perspektif ini mempunyai ciri sebagai berikut. Penterjemahan visi dan misi ke dalam 4 perspektif di atas menunjukkan adanya satu siklus: keuntungan perusahaan hanya dapat tumbuh bilamana perusahaan mempunyai posisi di benak pelanggan (*share value*), sementara posisi di benak pelanggan hanya mungkin bila perusahaan mempunyai proses belajar. Satu hal yang sangat nyata dari hubungan yang ditunjukkan oleh Kaplan adalah bahwa satu dengan lainnya saling berhubungan. Dalam bukunya yang terakhir (*Strategy Map*) Kaplan menunjukkan berbagai cara empiris. Selanjutnya Kaplan secara jitu menjelaskan bagaimana pentingnya *intangible asset* sebagai rangkaian pencapaian tujuan. Dari ke empat perspektif sebagaimana dikemukakan di atas, Kaplan (1996) juga menjelaskan bahwa posisi perspektif seperti di atas berorientasi ke depan, bukan ke belakang. Hal ini terlihat dalam penentuan sasaran yang diimplementasikan melalui perumusan inisiasi yang akan digunakan.

10.2.5 Perancangan Sistem Pengukuran Kinerja *Balance Scorecard* (Bsc)

Pengukuran kinerja salah satu faktor yang sangat penting bagi perusahaan. Pengukuran tersebut, misalnya dapat digunakan untuk menilai keberhasilan perusahaan serta sebagai dasar penyusunan imbalan dalam perusahaan. Untuk memenangkan persaingan global yang semakin ketat ini, kinerja sebuah organisasi haruslah mencerminkan peningkatan dari satu periode ke periode berikutnya. Selama ini, pengukuran kinerja secara tradisional hanya menitikberatkan pada sisi keuangan. Manajemen yang berhasil mencapai tingkat keuntungan / *return on investment* yang tinggi akan dinilai berhasil dan memperoleh imbalan yang baik dari perusahaan. Akan tetapi, memulai kinerja perusahaan semata-mata dari aspek keuangan dapat menyebabkan.

Pengukuran kinerja yang digunakan oleh PT Telkom saat ini adalah MBNQA (*Malcom Bridge National Quality Award*) yang mengakomodasikan kepada kualitas manajemen. Hal ini terkait dengan keputusan menteri negara pendayagunaan BUMN RI mengenai kinerja BUMN dimana pengukuran kinerja ini mencakup tiga aspek yaitu *financial performance*, *coparation performance*, dan *stakeholder benefit*. Pengukuran kinerja ini lebih bersifat kepada pemenuhan kebutuhan para stakeholder (pihak eksternal perusahaan). Keuntungan dari metode pengukuran kinerja berdasarkan *Balance Scorecard* adalah karena pendekatan ini berusaha untuk menerjemahkan visi dan strategi suatu perusahaan kedalam tujuan (*objectives*) dan pengukuran kinerja (*performance measurement*). Tujuan dan pengukuran kinerja tersebut dibuat strukturnya kedalam empat perspektif *Balance Scorecard*. Kekuatan lain dari model *Balance Scorecard* adalah memungkinkan untuk menyusun suatu program peningkatan yang akan membantu perusahaan untuk dapat bertahan hidup dalam jangka panjang yaitu melalui perspektif pertumbuhan dan pembelajaran. Oleh karena tujuan dan pengukuran kinerja ini diturunkan langsung dari visi dan strategi, maka organisasi yang mempunyai visi dan strategi yang berbeda tentunya akan menggunakan pengukuran kinerja yang berbeda pula.

ROCE (*Return On Capital Employeed*) merupakan pengukuran dari perspektif keuangan. Ukuran ini merupakan hasil dari penjualan yang terus berkembang dan berulang dari pelanggan yang ada dan mencerminkan tingginya tingkat loyalitas diantara pelanggan, hal ini menjadi ukuran dari perspektif pelanggan. Bagaimana cara suatu perusahaan mencapai loyalitas pelanggan? Analisa terhadap preferensi pelanggan mengungkap bahwa ketepatan waktu yang penyampaian pesanan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi customer value. Untuk memperbaiki waktu penyampaian, perusahaan harus mampu memperpendek waktu siklus produksi dan meningkatkan kualitasnya melalui proses internal. Kedua faktor tersebut adalah faktor pengukuran dalam prespektif proses bisnis internal. Perusahaan dapat memperbaiki kualitas dan mengurangi waktu siklus operasi antara lain dengan jalan melakukan pelatihan dan perbaikan tingkat keahlian pekerja.

10.2.6 Konsep Kinerja dengan *Balance Scorecard*

Konsep Kinerja dengan *Balance Scorecard* dilakukan dengan melakukan pengukuran kinerja. Pengukuran Kinerja adalah salah satu faktor penting bagi perusahaan. Faktor tersebut anatara lain dapat dipergunakan sebagai dasar untuk menyusun system penghargaan (reward) dan penilaian keberhasilan organisasi atau perusahaan. Telah diketahui bahwa pengukuran keuangan tradisional seperti ROI (*Return On Invesment*) dan EPS (*Earning Per Share*) tidak dapat mengukur seluruh kemampuan yang dibutuhkan pegawai. Oleh karena itu, *Balance Scorecard* berusaha untuk mencapai suatu "keseimbangan" dengan arah mengukur untuk perspektif yang berbeda, yaitu perspektif keuangan, pelanggan, proses bisnis internal, serta perubahan dan pembelajaran.

Keuntungan dari metode pengukuran kinerja berdasarkan *Balance Scorecard* adalah karena pendekatan ini berusaha untuk menerjemahkan visi dan strategi suatu perusahaan kedalam tujuan (objectives) dan pengukuran kinerja (performance measurement). Tujuan dan pengukuran kinerja tersebut dibuat strukturnya kedalam empat perspektif *Balance Scorecard*. Kekuatan lain dari model *Balance Scorecard* adalah memungkinkan untuk menyusun suatu program peningkatan yang akan membantu perusahaan untuk dapat bertahan hidup dalam jangka panjang yaitu melalui perspektif pertumbuhan dan pembelajaran. Oleh karena tujuan dan pengukuran kinerja ini di turunkan langsung dari visi dan strategi, maka organisasi yang mempunyai visi dan strategi yang berbeda tentunya akan menggunakan pengukuran kinerja yang berbeda pula.

ROCE (*Return On Capital Employeed*) merupakan pengukuran dari perspektif keuangan. Ukuran ini merupakan hasil dari penjualan yang terus berkembang dan berulang dari pelanggan yang ada dan mencerminkan tingginya tingkat loyalitas diantara pelanggan, hal ini menjadi ukuran dari perspektif pelanggan. Bagaimana cara suatu perusahaan mencapai loyalitas pelanggan? Analisa terhadap preferensi pelanggan mengungkap bahwa ketepatan waktu penyampaian pesanan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi customer value. Untuk memperbaiki waktu penyampaian, perusahaan harus mampu memperpendek waktu siklus produksi dan meningkatkan kualitasnya melalui proses internal. Kedua faktor tersebut adalah faktor pengukuran dalam prespektif proses bisnis internal. Perusahaan dapat memperbaiki kualitas dan mengurangi waktu siklus operasi antara lain dengan jalan melakukan pelatihan dan perbaikan tingkat keahlian pekerja.

10.2.7 Balance Scorecard Sebagai System Manajemen

Tujuan utama *Balanced Scorecard* tidak hanya dikonsentrasikan sebagai kumpulan dari pengukuran-pengukuran financial dan non-financial melainkan juga harus merupakan suatu transformasi dari strategi dan tujuan perusahaan. Penggambaran kerangka kerja dari *Balanced Scorecard* dapat dilihat pada gambar berikut ini :

- Perspektif Keuangan
Untuk berhasil secara financial, apa yang harus diperlihatkan kepada para pemegang saham. Misalnya pendapatan operasional, aliran keuangan.
- Perspektif Pelanggan
Untuk dapat mewujudkan visi, apa yang harus diperlihatkan kepada para pelanggan
- Perspektif Proses Bisnis Internal
Untuk kepuasan para pemegang saham dan pelanggan, proses bisnis apa yang harus dikuasai dengan baik
- Perspektif Pembelajaran dan pertumbuhan
Untuk dapat mewujudkan visi, bagaimana cara memelihara kemampuan untuk berubah dan meningkatkan diri

10.2.8 Implementasi *Balanced Scorecard* Pada Kinerja BUMN

Faktor yang memacu kebutuhan perusahaan untuk mengimplementasikan *Balanced Scorecard*. *Balanced Scorecard* merupakan alat manajemen kontemporer (*contemporary management tool*).

Kebutuhan perusahaan untuk mengimplementasikan *Balanced Scorecard* dipengaruhi oleh faktor-faktor berikut ini :

- a. Lingkungan bisnis yang dimasuki oleh perusahaan sangat kompetitif dan turbulen.
- b. Sistem manajemen yang digunakan oleh perusahaan tidak pas dengan tuntutan lingkungan bisnis yang dimasuki oleh perusahaan.

12.2.9 Keunggulan Pendekatan *Balanced Scorecard* dalam System Perencanaan Strategik

Keunggulan pendekatan *Balanced Scorecard* dalam system perencanaan strategik adalah mampu menghasilkan rencana strategik yang memilih karakteristik sebagai berikut: (1) komprehensif, (2) koheren, (3) seimbang, (4) terukur.

1. Komprehensif

Balanced Scorecard memperluas perspektif yang dicakup dalam perencanaan strategik, dari yang sebelumnya hanya terbatas pada perspektif keuangan, meluas ketiga perspektif yang lain: customer, proses bisnis / intern, serta pembelajaran dan pertumbuhan. Sistem manajemen strategik dalam manajemen tradisional Sistem manajemen strategik dalam manajemen kontemporer Berfokus ke perspektif keuangan Mencakup perspektif yang komprehensif, keuangan, customer, proses bisnis internal, serta pembelajaran dan pertumbuhan.

- a. Koheren
- b. Terukur
- c. Seimbang

Perluasan perspektif rencana strategik ke perspektif nonkeuangan tersebut menghasilkan manfaat berikut ini:

- a. Menjanjikan kinerja keuangan yang berlipatganda dan berjangka panjang.
- b. Memampukan perusahaan untuk memasuki lingkungan bisnis yang kompleks.

2. Koheren

Balanced Scorecard mewajibkan personel untuk membangun hubungan sebab akibat (causal relationship) di antara berbagai sasaran strategik yang dihasilkan dalam perencanaan strategik. Setiap sasaran strategik yang ditetapkan dalam perspektif nonkeuangan harus mempunyai hubungan kausal dengan sasaran keuangan, baik secara langsung maupun tidak langsung. Sebagai contoh, sasaran strategik dalam perspektif pembelajaran dan pertumbuhan harus menjadi penyebab diwujudkannya sasaran strategik di perspektif proses bisnis / intern atau customers atau secara langsung menjadi penyebab diwujudkannya sasaran strategik di perspektif keuangan.

Dengan demikian, kekoheranan sasaran strategik yang dihasilkan dalam system perencanaan strategik memotivasi personel untuk bertanggung jawab dalam mencari inisiatif strategik yang bermanfaat untuk menghasilkan kinerja keuangan. Sistem perencanaan strategik yang menghasilkan sasaran strategik yang koheren akan menjanjikan pelipatgandaan kinerja keuangan berjangka panjang, karena personel dimotivasi untuk mencari inisiatif strategik yang mempunyai manfaat bagi perwujudan sasaran strategik di perspektif pembelajaran dan pertumbuhan, proses bisnis / intern, customers, atau keuangan. Dalam pendekatan *Balanced Scorecard*, tidak ada inisiatif strategik yang tidak bermanfaat untuk mewujudkan sasaran strategik tertentu. Kekohorenan sasaran strategik yang menjanjikan pelipatgandaan kinerja keuangan sangat dibutuhkan oleh perusahaan untuk memasuki lingkungan bisnis yang kompetitif. Dalam lingkungan bisnis yang kompetitif, perusahaan dituntut untuk menjadi institusi pelipatganda kekayaan (*wealth-multiplying institution*), bukan menjadi institusi pencipta kekayaan (*wealth-creating institution*).

Kekoherenan juga berarti dibangunnya hubungan sebab akibat antara keluaran yang dihasilkan system perencanaan strategik. Sasaran strategik yang dirumuskan dalam system perencanaan strategik merupakan penerjemahan visi, tujuan, dan strategi yang dihasilkan sistem perumusan strategi.

3. Seimbang

Keseimbangan sasaran strategik yang dihasilkan oleh system perencanaan strategik penting untuk menghasilkan kinerja keuangan berjangka panjang.

4. Terukur

Keterukuran sasaran strategik yang dihasilkan oleh sistem perencanaan strategik menjanjikan ketercapaian berbagai sasaran strategik yang dihasilkan oleh sistem tersebut. Dalam gambar terlihat bahwa semua sasaran strategik di perspektif nonkeuangan. Semangat untuk menentukan ukuran dan untuk

mengukur berbagai sasaran strategik di keempat perspektif tersebut dilandasi oleh keyakinan berikut ini :

If we can measure it, we can manage it.

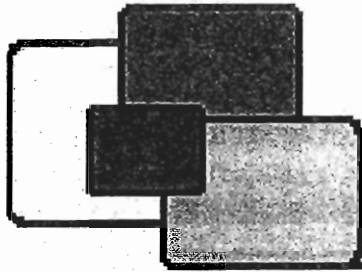
If we can manage it, we can achieve it.

Balanced Scorecard mengukur sasaran-sasaran strategik yang sulit untuk diukur. Sasaran-sasaran strategik di perspektif customers, proses bisnis/intern, serta pembelajaran dan pertumbuhan merupakan sasaran yang tidak mudah diukur, namun dalam pendekatan *Balanced Scorecard*, sasaran di ketiga perspektif nonkeuangan tersebut ditentukan ukurannya agar dapat dikelola, sehingga dapat diwujudkan. Dengan demikian, ket-erukuran sasaran-sasaran strategik di ketiga perspektif tersebut menjanjikan perwujudan berbagai sasaran strategik nonkeuangan, sehingga kinerja keuangan dapat berlipat ganda dan berjangka panjang.

10.2.10 Alasan Penggunaan *Balance Scorecard* Pada Kinerja BUMN

Jika perusahaan ingin terus tumbuh dan berkembang di area kompetisi, perusahaan tersebut harus menggunakan system pengukuran dan manajemen yang diturunkan dari strategi dan kemampuan perusahaan. *Balanced Scorecard* tetap memakai pengukuran financial sebagai hasil penting dari kinerja perusahaan, tetapi juga memperhatikan keterkaitan antara pelanggan, proses bisnis internal, pegawai, dan sistem informasi menuju kesuksesan financial jangka panjang. *Balanced Scorecard* menterjemahkan misi dan strategi menjadi objective, yang dikelompokkan menjadi empat perspektif yang berbeda yaitu *Financial, Customer, Internal Business Process dan Learning & Growth*.

-oo0oo-



BAB XI

HASIL EMPIRIS MANAJEMEN BERBASIS NILAI DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)

Berikut ini merupakan hasil penelitian yang dilakukan oleh penulis yang berkenaan dengan Manajemen Berbasis Nilai di BEI:

MODEL PENENTUAN HARGA SAHAM:

Pengujian Capital Asset Pricing Model Melalui Pengujian Economic Value Added

Suripto, (2010).

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan, profitabilitas, struktur modal berpengaruh signifikan terhadap *stock returns*. Secara teoritis hubungan antara sejumlah *earning* dengan perubahan nilai perusahaan (*stock returns*) tergantung pada tiga asumsi dasar yang berhubungan dengan kandungan informasi dari *earning* dengan harga saham. Pertama, teori mengasumsikan bahwa *earning* (laporan keuangan) memberikan informasi kepada pemegang saham tentang profitabilitas saat ini dan harapan yang akan datang. Kedua, teori mengasumsikan bahwa profitabilitas saat ini dan harapan profitabilitas yang akan datang memberikan informasi kepada pemegang saham tentang dividen dan harapan dividen yang akan datang. Ketiga, teori mengasumsikan bahwa harga saham sama dengan *present value* dari harapan dividen yang akan datang bagi pemegang saham, artinya periode *earning* saat ini memberikan informasi yang dapat dijadikan sebagai acuan untuk menentukan harapan *earning* di masa yang akan datang. Harapan yang akan datang ini dapat dijadikan sebagai acuan untuk menentukan harapan dividen yang akan datang. Akhirnya harapan dividen yang akan datang ini akan dijadikan sebagai acuan untuk menentukan harga saham saat ini.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan yang terdiri dari aktiva tetap, profitabilitas dan pertumbuhan telah dijadikan sebagai acuan bagi pasar atau investor untuk menentukan profit-

abilitas yang diharapkan dan harapan profitabilitas tersebut telah dijadikan sebagai acuan untuk menentukan besarnya dividen yang diharapkan. Besarnya dividen yang diharapkan tersebut telah dijadikan sebagai acuan untuk menentukan harga saham saat ini. Artinya karakteristik perusahaan telah dijadikan sebagai acuan untuk menentukan harga saham atau besarnya harga saham saat ini sebagai cerminan dari besarnya harapan dividen yang akan datang.

Pendekatan yang sering dilakukan oleh investor dalam berinvestasi yaitu menggunakan pendekatan fundamental yaitu memperhatikan karakteristik perusahaan atau faktor-faktor fundamental dari perusahaan tersebut yang tercermin dari laporan keuangannya. Faktor-faktor fundamental tersebut akan mempengaruhi harapan akan pertumbuhan dan keuntungan perusahaan tersebut. Hasil analisis menunjukkan bahwa ukuran perusahaan, profitabilitas, struktur modal dan EVA secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *stock returns*. Namun secara parsial hanya ukuran perusahaan, profitabilitas dan struktur modal (karakteristik perusahaan) yang berpengaruh signifikan terhadap *stock returns*, sedangkan EVA tidak berpengaruh signifikan.

Peningkatan karakteristik perusahaan dapat dijadikan sebagai sinyal positif bagi investor, bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik di masa yang akan datang. Temuan ini mendukung *Signaling Theory*, hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa karakteristik perusahaan atau faktor-faktor fundamental dapat memprediksi harga saham, antara lain: Ukuran perusahaan, struktur modal dan profitabilitas. Faktor-faktor fundamental perusahaan ini, sangat berhubungan dengan karakteristik perusahaan. Pada dasarnya karakteristik perusahaan merupakan gambaran fundamental dari suatu perusahaan. Dengan demikian karakteristik perusahaan yang merupakan gambaran fundamental perusahaan dapat dijadikan sebagai variabel untuk menentukan atau memprediksi tingkat pengembalian saham.

Keputusan pendanaan merupakan keputusan yang relevan untuk mencapai tujuan perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal merupakan salah satu determinan dari nilai perusahaan dengan arah koefisien path positif. Hal ini menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Makna dari hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan penggunaan hutang dilakukan secara tepat sesuai dengan prioritas investasi dan memberikan penghematan pajak dari pembayaran bunga yang berdampak positif terhadap harga saham, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan analisis data menunjukkan bahwa EVA tidak berpengaruh signifikan terhadap *stock returns*. Perbedaan ini kemungkinan disebabkan oleh sampel, lokasi dan waktu penelitian yang berbeda, dimana kondisi pasar modal di Indonesia yang belum efisien, berbeda dengan kondisi pasar modal di negara-negara maju sebagai lokasi penelitian dari peneliti sebelumnya.

Secara teoritis pasar akan merespon setiap informasi yang diterimanya, begitu juga dengan informasi EVA, maka pasar akan meningkatkan harga saham sesuai dengan meningkatnya nilai EVA. Artinya pasar akan mengakui dampak EVA dan akan menggandakan dalam harga saham. Peningkatan harga saham akan menciptakan nilai pasar atau konsep *Price to Book Value (PBV)* yaitu perbandingan nilai pasar dengan nilai buku. PBV adalah mengukur kekayaan yang diakumulasi perusahaan dari waktu ke waktu untuk peme-

gang saham. PBV diperoleh dengan menghitung *stock returns* yaitu dari penjumlahan seluruh saham, surat hutang dan surat berharga lainnya yang digunakan untuk memobilisasi kapital dikurangi nilai buku atau modal yang diinvestasi. PBV merupakan *net present value* dari seluruh EVA yang akan datang.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa EVA sebagai metrik kinerja internal, maka EVA tidak akan ditransmisi ke dalam MVA atau harga saham. Jika sebagai metrik kinerja eksternal, maka *shareholder* akan memperoleh manfaat dari peningkatan EVA sepanjang harga asset menjadi perhatian. Ketika EVA diperhatikan sebagai fundamental ekonomi dan fundamental keuangan, maka harus diketahui apakah perubahan EVA akan mempengaruhi harga saham. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa EVA hanya sebagai metrik pengukuran kinerja internal dan tidak akan ditransmisi ke dalam harga saham. Hal ini menandakan bahwa EVA belum menjadi pengukuran kinerja eksternal oleh investor.

Temuan ini mengindikasikan bahwa belum relevansinya model penentuan harga asset tradisional seperti CAPM dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) telah memberikan suatu daya dorong perilaku keuangan karena model tersebut membutuhkan semua pola yang dapat diprakirakan dalam tingkat pengembalian saham, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Teori harga keseimbangan seperti EMH (*Efficient Market Hypothesis*), belum memberikan hasil yang memuaskan, harga pasar belum menggambarkan nilai instrisik. Fundamental keuangan dan ekonomi akan mempengaruhi nilai dan bukan penggerak utama dari harga saham.

Menghubungkan EVA dan *stock return*, harga pasar harus mengetahui proses penciptaan nilai yang berasal dari penerapan NPV yang positif (EVA positif) pada kebijakan investasi, pembiayaan dan keputusan dividen. *volatility* dan momentum sebagai penggerak utama dari harga saham atau *stock return* dari pada fundamental ekonomi dan faktor keuangan. Dengan demikian ada sejumlah permasalahan yang timbul dengan EVA: Nilai pasar tidak menanggapi nilai instrisik karena harga digerakkan oleh faktor non fundamental, maka penggunaan WACC yang didasarkan pada nilai pasar dan bobotnya patut dipertanyakan.

Keadaan ini mengindikasikan bahwa EVA tidak relevan dengan harga saham karena secara konseptual salah dalam kerangka pasar efisien (pasar saham di negara maju) maupun pasar tidak efisien (pasar saham di negara berkembang). Perkembangan empiris membuktikan bahwa informasi akuntansi, seperti *earning* dan dividen menjadi kurang bermanfaat untuk mengevaluasi saham. Keseluruhan pernyataan tersebut, telah menjadi kajian yang menarik dalam studi *behavioral finance* atau *value of capital market research*. Harga saham tidak digerakkan oleh faktor nilai instrisik tetapi oleh *volatility* (fluktuasi) dan *momentum* (waktu). Suatu industri dapat mengatasi keseimbangan persaingan dalam jangka panjang, semua asset diharapkan untuk memperoleh biaya modalnya karena *economic profit* telah digerakkan kembali oleh persaingan dalam suatu industri dalam hal perluasan oleh perusahaan atau memikat perusahaan yang baru. Keseimbangan jangka panjang tersebut tidak bersifat statis tetapi dinamis melalui proses perubahan keseimbangan yang terus menerus. Proses ini akan menyebabkan perusahaan memperoleh *economic profit* yang berhubungan dengan karakteristik industri yang lain, konsentrasi industri dan hambatan bagi pendatang baru atau karakteristik perusahaan, seperti kekuatan monopoli atau mempunyai daya saing. Hal ini disebabkan karena

economic profit mendorong untuk menggunakan *discounted cash flow analysis* dalam menyusun penganggaran modal. Dengan demikian bahwa *economic profit* tidak bertentangan dengan EMH (pasar efisien) sepanjang harga saham sepenuhnya merefleksikan informasi fundamental tentang kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *earning*, dengan demikian dalam waktu tertentu investor tidak dapat mendapatkan *abnormal returns* (tingkat pengembalian yang tidak normal) dari investasi saham.

EVA kurang tepat sebagai konstruk dalam *non-EMH* karena *Capital Assets Pricing model* (CAPM) tidak valid sebagai model untuk menghitung *return* yang diharapkan dan harga saham ditentukan oleh faktor non fundamental yang lain dari pada *earning* atau dividen. Artinya dalam konsep ini bahwa EVA tidak relevan dalam menentukan harga saham. Sekarang yang menjadi permasalahan, apakah faktor non fundamental dapat mempengaruhi harga saham. Banyak model EVA luasi dikembangkan dan digunakan oleh para investor untuk menentukan harga saham, misalnya *Price Earning Ratio* sering digunakan sebagai indikator dalam pasar saham. Sering kali investor berreaksi setelah ada pengumuman tentang besarnya *earning*. Artinya non fundamental juga sering digunakan atau valid untuk menentukan harga saham, seperti halnya dengan EVA. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa EVA belum valid untuk menentukan harga saham.

Model CAPM ini digunakan dalam rangka menghitung besarnya biaya modal dalam menentukan besarnya EVA. Artinya Keakuratan EVA dalam menilai harga saham sangat tergantung kepada keakuratan CAPM dalam menghitung biaya modal yang merupakan salah satu bagian dari komponen EVA. Penelitian ini menemukan bahwa EVA tidak mampu menjelaskan variasi *stock returns* (tingkat pengembalian saham). Hal ini mengindikasikan bahwa CAPM tidak akurat dalam menentukan *stock returns* (harga saham) sejalan dengan tidak berpengaruh EVA terhadap *stock returns* (tingkat pengembalian saham). Pasar yang efisien, harga merupakan cermin dari nilai fundamental, dimana menjelaskan penggunaan harga sebagai variabel kriteria dalam studi akuntansi yang berbasis pasar modal.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa informasi yang berhubungan dengan EVA belum sepenuhnya direspon oleh pasar. Kondisi ini mencerminkan bahwa pasar modal di Indonesia belum efisien. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa pasar belum merespon positif terhadap informasi yang berhubungan dengan EVA. Investor belum menjadikan EVA sebagai *benchmark* (pembanding) dalam menentukan harga. Keadaan ini mengindikasikan bahwa investor cenderung bermain saham *short-term*.

Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya, dimana dalam penelitian ini tidak hanya menguji pengaruh EVA terhadap *stock returns* tetapi juga menguji keabsahan teori CAPM dalam menentukan harga saham, inilah perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam menghitung biaya modal untuk mengetahui besarnya nilai EVA tidak relevan dengan menggunakan teori CAPM dan juga menemukan bahwa CAPM tidak relevan dalam menentukan harga saham di Bursa Efek Indonesia (*emerging market*).

Temuan ini merekomendasikan untuk menentukan besarnya biaya modal untuk menghitung nilai EVA tidak relevan menggunakan teori CAPM, tetapi sebaiknya menggunakan teori yang lain misalnya teori APT. Temuan ini mengindikasikan bahwa dalam *emerging market* dimana kondisi pasar tidak efisien maka

sebaiknya tidak relevan menggunakan *single index* atau beta yang merupakan turunan dari CAPM, tetapi direkomendasikan menggunakan *multi index* yang merupakan penerapan dari teori APT. Teori ini sangat relevan untuk pasar yang tidak efisien, artinya memperhatikan satu variabel saja tidak cukup untuk menentukan harga saham atau biaya modal tetapi harus memperhatikan berbagai variabel.

Berdasarkan uraian tersebut di atas dapat disimpulkan sebagai berikut: Karakteristik perusahaan yang merupakan cermin kondisi fundamental perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *stock returns*. Hal ini mengindikasikan bahwa investor masih mempertimbangkan faktor fundamental dalam berinvestasi. EVA tidak berpengaruh signifikan terhadap *stock returns*, mengindikasikan bahwa teori penentuan harga saham yaitu CAPM tidak relevan dalam menentukan besarnya biaya modal untuk menentukan nilai EVA. Hal ini juga mengindikasikan bahwa CAPM juga tidak relevan dalam menentukan harga saham atau *stock returns* di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan pembahasan tersebut di atas maka dapat disarankan sebagai berikut: untuk menentukan besarnya biaya modal untuk menghitung nilai EVA tidak relevan menggunakan teori CAPM, tetapi disarankan menggunakan teori yang lain misalnya teori APT. Kondisi *emerging market* dimana kondisi pasar tidak efisien maka sebaiknya tidak relevan menggunakan *single index* atau beta yang merupakan turunan dari CAPM, tetapi direkomendasikan menggunakan *multi index* yang merupakan penerapan dari teori APT. Teori ini sangat relevan untuk pasar yang tidak efisien, artinya memperhatikan satu variabel saja tidak cukup untuk menentukan harga saham atau biaya modal tetapi harus memperhatikan berbagai variabel. Untuk penelitian selanjutnya merekomendasikan menggunakan teori APT dalam menentukan biaya modal untuk menghitung nilai EVA yang selanjutnya dianalisis pengaruhnya terhadap *stock returns*. Kondisi ini sebagai refleksi dari pengujian teori APT

PENGARUH KARAKTERISTIK PERUSAHAAN TERHADAP STRUKTUR MODAL:

Pengujian *Pecking Order Theory*

(Suripto, 2008)

Karakteristik perusahaan yang diukur dengan rasio aktiva tetap secara teoritis berpengaruh positif terhadap struktur modal. Rasio aktiva tetap dapat dijadikan sebagai jaminan untuk memperoleh hutang. Pihak investor akan mempertimbangkan aktiva tetap perusahaan untuk menentukan besarnya pinjaman yang akan diberikan. Artinya semakin besar rasio aktiva tetap akan semakin besar struktur modal perusahaan. Disamping sebagai jaminan, aktiva tetap dapat dijadikan sebagai suatu ukuran besarnya aliran kas masuk dan sejauhmana besar likuid perusahaan dalam memenuhi kewajibannya.

Karakteristik perusahaan yang diukur dengan profitabilitas, secara teoritis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Semakin besar profitabilitas, maka semakin kecil struktur modal yang dikenal dengan *pecking order theory* yaitu tata urutan pendanaan yang pertama harus mempertimbangkan dana internal, kemudian mempertimbangkan eksternal (pinjaman). Hasil analisis membuktikan bahwa menunjukkan arah

yang negatif. Artinya bahwa peningkatan profitabilitas perusahaan akan menurunkan struktur modal. Hal sejalan dengan *peking order theory*, dimana perusahaan mengutamakan dana internal perusahaan (profitabilitas) dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan.

Pengaruh karakteristik perusahaan terhadap struktur modal adalah signifikan. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis bahwa karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Temuan ini menunjukkan karakteristik perusahaan yang diprosikan dengan rasio aktiva tetap, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan belum merupakan faktor penentu struktur modal. Temuan ini dapat diartikan karakteristik perusahaan yang merupakan faktor fundamental perusahaan dan variabel yang bisa dikendalikan oleh manajemen perusahaan. Variabel ini menjadi faktor penentu struktur modal pada perusahaan. Kondisi ini terjadi karena manajemen perusahaan dalam menentukan struktur modal memperhatikan faktor fundamental perusahaan.

Temuan ini mengindikasikan bahwa karakteristik perusahaan yang merupakan faktor-faktor fundamental yang dapat dikendalikan oleh manajemen perusahaan menjadi bahan pertimbangan dalam menentukan struktur modal. Struktur modal merupakan suatu susunan sejauhmana besarnya atau komposisi sumber modal perusahaan. Indikator struktur modal yang digunakan dalam penelitian ini adalah perbandingan total hutang dengan total aktiva. Dimana total nilai rata-rata perbandingan antara total hutang dengan total aktiva sebesar 0,49. Artinya besarnya hutang sebesar 49% dari total aktiva atau sebesar 49% aktiva dibiayai oleh hutang.

Struktur modal yang merupakan suatu ukuran yang menggambarkan dari mana suatu modal. Kondisi ini menunjukkan bahwa sumber modal perusahaan yang berasal dari pihak eksternal atau modal asing sangat besar yaitu sebesar 49% dan sisanya atau 51 % bersumber dari pemilik atau modal sendiri. Kondisi ini mencerminkan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut mempunyai struktur modal yang besar. Perusahaan yang mempunyai struktur modal yang besar akan menghadapi resiko keuangan yang besar pula.

Temuan ini mendukung konsistensi *peking order theory* yang menyatakan bahwa pendanaan investasi berupa aktiva tetap yang dibiayai dari emisi saham baru (*right issue*) akan menimbulkan reaksi negatif. Bertambahnya jumlah saham akan mengurangi laba per saham. Perusahaan untuk memenuhi kebutuhan modal lebih mengutamakan sumber modal hutang dari pada mengeluarkan saham baru.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat disimpulkan bahwa Karakteristik perusahaan yang terdiri dari rasio aktiva tetap, ukuran perusahaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Temuan dari penelitian ini sejalan dengan *Pecking Order Theory*. Artinya profitabilitas, pertumbuhan dan aktiva tetap signifikan menentukan struktur modal. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut mengutamakan sumber modal internal dalam memenuhi kebutuhan modal. Semakin besar tingkat profitabilitasnya maka semakin berkurang ketergantungannya pada sumber modal hutang.

MODEL PENCIPTAAN NILAI TAMBAH EKONOMIS DAN NILAI PERUSAHAAN

(Suripto, 2011)

Harga saham yang juga merupakan indikator nilai perusahaan pada dasarnya merupakan gambaran keberhasilan dari keputusan-keputusan strategis keuangan (keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen) yang dibuat oleh manajemen perusahaan. Keberhasilan dari keputusan-keputusan strategis keuangan tersebut dinilai berdasarkan dampak yang ditimbulkannya terhadap harga saham. Manajemen perusahaan dapat dikatakan berhasil apabila keputusan-keputusan yang diambil berdampak positif atau dapat meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dari peningkatan harga saham perusahaan.

Keberhasilan dari keputusan-keputusan strategis keuangan yang dibuat oleh manajemen perusahaan dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan selain ditentukan oleh faktor internal perusahaan juga dipengaruhi oleh faktor eksternal utamanya kondisi ekonomi makro. Pada dasarnya suatu perusahaan merupakan bagian dari entitas ekonomi dari suatu negara, oleh karena itu maka kinerja perusahaan juga akan dipengaruhi oleh kondisi perekonomian negara tersebut. Kondisi Ekonomi Makro suatu negara juga akan mempengaruhi keberhasilan manajemen perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan (meningkatkan nilai perusahaan).

Pengukuran kinerja yang berhubungan dengan nilai tambah merupakan pengukuran kinerja berdasarkan nilai tambah ekonomis atau yang dikenal dengan *Economic Value Added (EVA)* yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut. Pengukuran kinerja berdasarkan nilai tambah ekonomis akan memberikan arah bagi manajemen untuk mengambil kebijakan dan strategi yang dapat menciptakan nilai tambah secara ekonomis. Pihak manajemen dapat dikatakan berhasil apabila dapat menciptakan nilai tambah ekonomis bagi investor ataupun pemegang saham

Pelitian ini diharapkan akan menjadi temuan baru yang membedakan dengan penelitian sebelumnya yaitu pengaruh karakteristik perusahaan yang merupakan dimensi dari kebijakan investasi dan kebijakan operasional dan struktur modal yang merupakan dimensi dari kebijakan pendanaan terhadap Manajemen Berbasis Nilai. Temuan dari usulan peneliti ini, diharapkan akan menjadi sumber informasi untuk mengetahui faktor-faktor yang dapat menentukan keberhasilan pelaksanaan Manajemen Berbasis Nilai.

Pengaruh Ekonomi Makro terhadap Karakteristik Perusahaan

Ekonomi makro berpengaruh signifikan terhadap karakteristik perusahaan didukung oleh data empiris atau diterima. Artinya ekonomi makro berpengaruh signifikan terhadap karakteristik perusahaan. Kondisi ini mengindikasikan bahwa tingkat inflasi dan tingkat bunga mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap karakteristik perusahaan. Artinya peningkatan tingkat inflasi dan tingkat bunga akan meningkatkan karakteristik perusahaan. Ekonomi makro berpengaruh negatif terhadap karakteristik perusahaan. Peningkatan yang terus menerus dari IHSG inilah yang dapat meningkatkan karakteristik perusahaan. Artinya peningkatan IHSG masih lebih besar dari peningkatan indikator ekonomi makro, sehingga dapat meningkatkan karakteristik perusahaan. Peningkatan pendapatan perusahaan akan berpengaruh pada karakteristik per-

sahaan yang meliputi aktiva tetap, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan. Artinya perusahaan berhasil meningkatkan efisiensi, dimana peningkatan ekonomi makro dapat diantisipasi dengan baik oleh pihak manajemen perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa kualitas manajemen cukup baik dalam menghadapi kondisi ekonomi makro.

Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Struktur Modal

Pengaruh karakteristik perusahaan secara teoritis berpengaruh terhadap Struktur modal. Karakteristik perusahaan yang diukur dengan perbandingan aktiva tetap dengan total aktiva, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan akan menentukan struktur modal perusahaan. Karakteristik perusahaan yang diukur dengan profitabilitas, secara teoritis berpengaruh terhadap struktur modal. Semakin besar profitabilitas, maka semakin berkurang sumber modal dari hutang perusahaan karena perusahaan mengutamakan penggunaan sumber dana internal (profitabilitas) yang dikenal dengan *Pecking Order Theory* yaitu tata urutan pendanaan, pertama harus mempertimbangkan dana internal, kemudian mempertimbangkan eksternal (pinjaman). Hasil analisis membuktikan bahwa nilai koefisien path menunjukkan arah yang positif. Artinya peningkatan karakteristik perusahaan akan meningkatkan struktur modal meskipun peningkatannya tidak signifikan. Hal ini tidak sejalan dengan *Pecking Order Theory*, dimana perusahaan tidak mengutamakan dana internal perusahaan (profitabilitas) dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan.

Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Pendekatan yang sering dilakukan oleh investor dalam berinvestasi yaitu menggunakan pendekatan fundamental yaitu memperhatikan karakteristik perusahaan atau faktor-faktor fundamental dari perusahaan tersebut yang tercermin dari laporan keuangannya. Faktor-faktor fundamental tersebut akan mempengaruhi harapan akan pertumbuhan dan keuntungan perusahaan tersebut. Hasil analisis menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Koefisien ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan karakteristik perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil analisis ini menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Artinya karakteristik perusahaan (profitabilitas) dapat dijadikan sebagai sinyal positif bagi investor. Peningkatan karakteristik perusahaan dapat dijadikan sebagai sinyal positif bagi investor, bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik di masa yang akan datang. Temuan ini mendukung *Signaling Theory*.

Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Manajemen Berbasis Nilai

Manajemen Berbasis Nilai atau *Value-Based Management* (VBM) merupakan suatu pendekatan managerial yang mana tujuan utamanya adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Pencapaian tujuan perusahaan diperlukan sistem, strategi, proses, teknik analisis, pengukuran kinerja dan budaya sebagai pedoman dalam pencapaian tujuan yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa fleksibilitas operasional perusahaan tercermin dari rasio aktiva tetap dengan total aktiva perusahaan berpengaruh signifikan dalam menentukan efektivitas pelaksana-

naan Manajemen Berbasis Nilai. Begitu juga dengan keputusan investasi yang tercermin dari profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap Manajemen Berbasis Nilai.

Pusat perhatian dari sistem kontrol manajemen adalah bagaimana orang-orang tersebut bertindak merasa sesuai dengan kepentingan diri sendiri juga sesuai dengan kepentingan organisasi secara keseluruhan. Sistem VBM adalah sistem yang mendukung untuk mengurangi ketidakselarasan tujuan antara pemilik dan manajemen. Suatu proyek akan diterima apabila menghasilkan penerimaan yang melebihi dari total biaya hutang dan biaya modal sendiri (*The firm's opportunity cost of all/debt and equity*). Artinya Kebijakan operasional perusahaan mampu meningkatkan nilai EVA.

Pengaruh Ekonomi Makro terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ekonomi makro berpengaruh negatif terhadap struktur modal, walaupun tidak signifikan. Alasannya karena peningkatan variabel ekonomi makro (tingkat inflasi dan tingkat bunga) diikuti juga adanya peningkatan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang merupakan cermin dari kondisi fundamental perusahaan secara keseluruhan.

Secara teoritis meningkatnya struktur modal dimungkinkan selama, perusahaan-perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik, sehingga untuk memenuhi kebutuhan investasinya dipenuhi dari hutang. Temuan ini didukung oleh sampel penelitian, dimana yang dijadikan sampel penelitian terdiri dari perusahaan-perusahaan yang termasuk perusahaan-perusahaan yang mempunyai kinerja terbaik yang diukur dari EVA. Artinya perusahaan-perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik, sehingga dengan adanya peningkatan hutang yang tercermin dari struktur modal justru akan meningkatkan kinerja perusahaan (EVA).

Pengaruh Ekonomi Makro terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis data membuktikan bahwa ekonomi makro mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Seperti halnya CAPM, APT menggambarkan hubungan antara risiko dan pendapatan. APT menyatakan bahwa harga suatu aktiva bisa dipengaruhi oleh berbagai faktor, tidak hanya satu faktor (portofolio pasar) seperti yang telah dikemukakan pada teori CAPM. Pendekatan APT ini dapat menjelaskan keterkaitan tingkat pengembalian saham dengan berbagai faktor. Artinya adanya hubungan linier antara tingkat hasil saham dengan beberapa faktor.

Penelitian ini menemukan bahwa variabel ekonomi makro (inflasi dan bunga pinjaman) mampu menjelaskan variasi nilai perusahaan (tingkat pengembalian saham). Temuan ini mengindikasikan bahwa variabel ekonomi makro (inflasi dan bunga pinjaman) direkomendasikan untuk dimasukkan sebagai variabel pembentuk model APT untuk memprediksi tingkat pengembalian saham. Artinya faktor-faktor ekonomi makro dalam model APT dapat menentukan tingkat pengembalian saham.

Pengaruh Ekonomi Makro terhadap Manajemen Berbasis Nilai

Biaya ekuitas bisa dihitung dengan menggunakan *capital asset pricing model* (CAPM) ataupun *arbitrage pricing model* (APM). Dengan menggunakan CAPM, biaya ekuitas akan dihitung dengan formula: $E(R_i)$

$= R_f + [\text{Beta} \times (R_m - R_f)]$ (3). Dimana $E(R_i)$ adalah tingkat pendapatan yang diharapkan oleh pasar atas sekuritas i , R_f adalah tingkat pendapatan bebas resiko, Beta adalah sensitivitas tingkat pendapatan dari sebuah perusahaan terhadap pergerakan tingkat pendapatan pasar secara keseluruhan dan R_m adalah tingkat pendapatan yang diharapkan diperoleh dari portofolio pasar secara keseluruhan. Formola tersebut di atas yang digunakan untuk menentukan besarnya biaya modal sendiri.

Ekonomi makro berpengaruh terhadap Manajemen Berbasis Nilai didukung oleh data empiris atau diterima. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa secara teoritis keadaan ekonomi makro akan berpengaruh terhadap perusahaan. Peningkatan ekonomi makro yang diukur dengan tingkat suku bunga dan inflasi akan meningkatkan biaya produksi karena adanya peningkatan bahan baku. Peningkatan biaya produksi akan memaksa perusahaan untuk meningkatkan harga jual, yang pada akhirnya diharapkan akan meningkatkan pendapatan perusahaan. Peningkatan pendapatan perusahaan akan meningkatkan pendapatan operasional yang pada akhirnya akan berpengaruh pada besarnya EVA.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Manajemen Berbasis Nilai.

Secara konseptual bahwa EVA juga ditentukan oleh besarnya biaya modal. Hal ini didasari oleh suatu pemikiran bahwa kreditur dan pemilik perusahaan menginvestasikan uangnya ke dalam perusahaan, mereka menciptakan sebuah *opportunity cost* yang sama dengan *return* yang mungkin akan diperoleh dari investasi lain yang sejenis dan memiliki resiko yang sama. *Opportunity cost* ini adalah *cost of capital* perusahaan. Prinsip *cost of capital* adalah prinsip substitusi, seorang investor tidak akan mau membiayai sebuah investasi jika ada investasi lain yang lebih menarik. *Cost of capital* perusahaan adalah *cost* setiap sumber modal yang ditimbang sesuai dengan struktur modal perusahaan.

Masing-masing komponen dalam struktur pembiayaan memiliki biaya tertentu dan komponen biaya-biaya tersebut membentuk biaya modal rata-rata tertimbang atau *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Komponen *cost of capital* berdasarkan struktur modal bisa dibedakan atas biaya hutang (*cost of debts*) dan biaya modal sendiri atau ekuitas (*cost of equity*). Biaya hutang pada umumnya akan sama dengan tingkat bunga hutang yang harus dibayar oleh perusahaan kepada kreditur. Disinilah relevannya struktur modal dalam mempengaruhi EVA. Penggunaan EVA sebagai *Compensation plan base* akan mendorong manajer untuk membayar kelebihan dana (*free cash flow*) kepada pemegang saham, begitu juga manajer akan mempenalti setiap proyek yang tidak menghasilkan penerimaan yang dapat menutupi semua biaya (*The firm's opportunity cost of all /debt and equity*). Kelebihan dana tersebut (*free cash flow*) akan digunakan manajer untuk membeli kembali saham dan pembayaran dividen.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Modigliani dan Miller (MM) berasumsi bahwa investor memiliki informasi yang sama tentang prospek perusahaan seperti para manajernya (*symmetric information*). Kenyataannya bahwa para manajer seringkali memiliki informasi yang lebih baik dari pada investor (*asymmetric information*). Keadaan ini akan berpengaruh dalam menentukan struktur modal perusahaan. Manajer akan meningkatkan struktur modal selama perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik atau menguntungkan.

Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan teori keputusan pendanaan yang menyatakan bahwa pendanaan dari hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena adanya penghematan pajak dari pembayaran bunga. Penggunaan hutang dalam struktur modal yang tepat akan direspon positif oleh investor dan berdampak positif terhadap harga saham, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Jika pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dilakukan dengan cara emisi saham baru (*right issue*), maka akan direspon negatif oleh investor.

Tingkat hutang yang besar sebagai sinyal positif bagi investor. Tindakan yang diambil oleh manajemen dapat dijadikan sebagai sinyal oleh investor mengenai bagaimana cara pandang manajemen terhadap prospek perusahaan, inilah yang mendasari *Signaling Theory*. Temuan ini mendukung *Signaling Theory* yaitu struktur modal sebagai sinyal bagi investor. Penambahan hutang dapat diartikan bahwa perusahaan mempunyai kemampuan untuk memenuhi kewajibannya di masa yang akan datang oleh pihak investor dan perusahaan mempunyai risiko bisnis yang rendah sehingga penambahan hutang telah memberikan sinyal positif.

Pengaruh Manajemen Berbasis Nilai terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh Manajemen Berbasis Nilai terhadap nilai perusahaan tidak didukung oleh data empiris atau ditolak. Perbedaan ini kemungkinan disebabkan oleh sampel, lokasi dan waktu penelitian yang berbeda, dimana kondisi pasar modal di Indonesia yang belum efisien, berbeda dengan kondisi pasar modal di negara-negara maju sebagai lokasi penelitian dari peneliti sebelumnya.

Secara teoritis pasar akan merespon setiap informasi yang diterimanya. Begitu juga dengan informasi EVA, maka pasar akan meningkatkan harga saham sesuai dengan meningkatnya nilai EVA. Artinya pasar akan mengakui dampak EVA dan akan menggandakan dalam harga saham. Tidak meningkatnya kinerja atau belum relevansinya model penentuan harga asset tradisional seperti CAPM dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) telah memberikan suatu daya dorong perilaku keuangan karena model tersebut membutuhkan semua hal pola yang dapat diprakirakan dalam tingkat pengembalian saham, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Economic profit tidak bertentangan dengan EMH (pasar efisien) sepanjang harga saham sepenuhnya merefleksikan informasi fundamental tentang kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *earning*, dengan demikian dalam waktu tertentu investor tidak dapat mendapatkan *abnormal returns* (tingkat pengembalian yang tidak normal) dari investasi saham EVA kurang tepat sebagai konstruk dalam *non-EMH* karena *Capital Assets Pricing model* (CAPM) tidak valid sebagai model untuk menghitung *return* yang diharapkan dan harga saham ditentukan oleh faktor non fundamental yang lain dari pada *earning* atau dividen. Artinya dalam konsep ini bahwa EVA tidak relevan dalam menentukan harga saham.

Ekonomi makro mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap karakteristik perusahaan. Dengan demikian bahwa peningkatan ekonomi makro akan meningkatkan karakteristik perusahaan. Peningkatan tingkat suku bunga dan tingkat inflasi berhasil diatasi oleh perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan yang diprosikan dengan aktiva tetap, profitabilitas, ukuran perusahaan dan per-

tumbuhan perusahaan belum merupakan faktor penentu struktur modal. Karakteristik perusahaan mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Karakteristik perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap Manajemen Berbasis Nilai. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan karakteristik perusahaan akan meningkatkan Manajemen Berbasis Nilai. Temuan ini mengindikasikan bahwa pelaksanaan Manajemen Berbasis Nilai yang diukur dengan EVA dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan yang diukur dengan aktiva tetap, ukuran perusahaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan.

Ekonomi makro mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur Modal. Artinya bahwa peningkatan ekonomi makro akan menurunkan struktur modal meskipun penurunannya tidak signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan dalam menentukan sumber modal atau kebijakan pendanaan tidak ditentukan oleh kondisi ekonomi makro. Temuan ini membuktikan bahwa ada keterkaitan antara tingkat pengembalian saham dengan faktor ekonomi makro atau dikenal dengan pendekatan *Arbitrage Pricing Theory* (APT).

Struktur modal mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap Manajemen Berbasis Nilai. Artinya bahwa peningkatan struktur modal akan meningkatkan Manajemen Berbasis Nilai. Temuan ini mengindikasikan bahwa besarnya biaya modal yang ditentukan oleh besarnya struktur modal berpengaruh signifikan terhadap EVA. Temuan ini mendukung teori pensinyalan atau *Signaling Theory* yang menyatakan bahwa nilai perusahaan akan meningkat setelah diumumkan adanya peningkatan hutang perusahaan.

Manajemen Berbasis Nilai berpengaruh tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan Manajemen Berbasis Nilai akan meningkatkan nilai perusahaan meskipun peningkatannya tidak signifikan. Secara teoritis pasar akan merespon setiap informasi yang diterimanya, sama halnya juga dengan informasi EVA maka pasar akan meningkatkan harga saham sesuai dengan meningkatnya nilai EVA.

Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan tidak mengutamakan pendanaan internal (profitabilitas) atau tidak sejalan dengan *Pecking Order Theory* dan tidak memperhatikan penghematan pajak dalam memenuhi kebutuhan modal. Kondisi ini memungkinkan selama perusahaan mempunyai prospek baik yang ditunjukkan oleh semakin meningkatnya IHSG. Berdasarkan temuan ini disarankan kepada perusahaan untuk memperhatikan prospek perusahaan sebagai cermin dari kondisi fundamental perusahaan dalam menentukan struktur modal.

Penelitian ini menemukan bahwa karakteristik perusahaan dan struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap Manajemen Berbasis Nilai. Temuan ini mengindikasikan bahwa kebijakan operasional, kebijakan investasi dan kebijakan pendanaan dapat meningkatkan EVA sebagai dimensi dari pelaksanaan Manajemen Berbasis Nilai. Oleh karena itu disarankan bagi perusahaan untuk menggunakan nilai EVA sebagai dasar menentukan kebijakan investasi, kebijakan operasional dan kebijakan pendanaan ataupun pengukuran kinerja internal perusahaan. Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) tidak relevan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam memprediksi harga saham (nilai perusahaan) sejalan dengan tidak berpengaruh signifikannya Manajemen Berbasis Nilai terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan temuan ini disarankan untuk tidak mengutamakan EVA atau menggunakan CAPM,

namun menggunakan *Arbitrage Pricing theory* (APT) dalam menentukan harga saham sejalan dengan berpengaruh signifikannya ekonomi makro terhadap nilai perusahaan.

Adanya perbedaan perusahaan pencipta EVA positif dengan perusahaan pencipta EVA negatif, dimana variabel pertumbuhan penjualan sebagai variabel pembeda. Berdasarkan temuan ini sarankan bagi perusahaan yang menghasilkan EVA negatif untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, sehingga dapat meningkatkan nilai EVA. Rekomendasi terhadap penelitian yang akan datang. Terkait adanya beberapa keterbatasan dari penelitian ini baik yang berhubungan dengan metodologi maupun aspek substansi kajian. Penelitian ini menggunakan pendekatan *accounting-based research* yaitu dengan mempelajari fenomena perilaku melalui cara tidak langsung dengan menggunakan data sekunder. Mengatasi keterbatasan ini maka direkomendasikan pada penelitian yang akan datang untuk mencoba menggunakan data primer. Rekomendasi selanjutnya ialah menambah indikator ekonomi makro, karakteristik perusahaan dan dimensi Manajemen Berbasis Nilai sehingga dapat menghasilkan model yang lebih komprehensif juga direkomendasikan untuk menguji secara parsial dari masing-masing indikator, sehingga dapat dianalisis lebih tajam.

Pengujian Perbedaan Antara Perusahaan Pencipta EVA Positif dengan Perusahaan Pencipta EVA Negatif Dengan Model *Multivariate Analysis of Variance* (Suripto, 2008)

Hasil Uji *Manova* (pengujian secara serentak) menghasilkan nilai sign 0.001, nilai signikansi ini lebih kecil dari 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa ada perbedaan yang signifikan Tingkat Inflasi (X1.1), Nilai Tukar (X1.2), Tingkat Bunga (X1.3), Rasio Aktiva Tetap (Y1.1), Ukuran Perusahaan (Y1.2), Profitabilitas (Y1.3), Pertumbuhan (Y1.4), LD/E (Y2.1), TD/TA (Y2.2), *Stock Return* (Y4.1), *Book to Market* (Y4.2) antara perusahaan yang mempunyai EVA positif dengan perusahaan yang mempunyai EVA negatif secara bersamaan. Hipotesis pertama (H.11) yang menyatakan bahwa ada perbedaan antara perusahaan pencipta EVA positif dengan perusahaan pencipta EVA negatif diterima.

Pengujian perbedaan secara parsial dari masing-masing variabel Tingkat Inflasi (X1.1), Nilai Tukar (X1.2), Tingkat Bunga (X1.3), Rasio Aktiva Tetap (Y1.1), Ukuran Perusahaan (Y1.2), Profitabilitas (Y1.3), Pertumbuhan (Y1.4), LD/E (Y2.1), TD/TA (Y2.2), *Stock Return* (Y4.1), *Book to Market* (Y4.2) antara perusahaan yang mempunyai EVA positif dengan perusahaan yang mempunyai EVA negatif dengan menggunakan analisis *Manova*.

a. Tingkat Inflasi (X1.1)

Variabel tingkat inflasi (X1.1) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.469. Nilai ini lebih besar dari 0.05 ($0.469 > 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan tingkat inflasi (X1.1) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.003, yang berarti bahwa variasi tingkat inflasi (X1.1) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 0.3% dan sisanya 99.7% dijelaskan oleh variabel lain di luar persamaan model. Jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa tingkat inflasi (X1.1) perusahaan EVA negatif lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($-25.9673 > -97.5910$).

b. Nilai Tukar (X1.2)

Variabel nilai tukar (X1.2) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.526, nilai ini lebih besar dari 0.05 ($0.526 > 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan nilai tukar (X1.2) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.003, yang berarti bahwa variasi nilai tukar (X1.2) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 0.3% dan sisanya 99.7% dijelaskan oleh variabel lain di luar persamaan model. Jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa nilai tukar (X1.2) perusahaan EVA positif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan EVA negatif ($-0.7950 < -0.3550$)

c. Tingkat Bunga (X1.3)

Variabel tingkat bunga (X1.3) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.726, nilai ini lebih besar dari 0.05 ($0.726 > 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan tingkat bunga (X1.3) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.005, yang berarti bahwa variasi tingkat bunga (X1.3) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 0.5% dan sisanya 99.5% dijelaskan oleh variabel lain di luar persamaan model. Jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa tingkat bunga (X1.3) perusahaan EVA negatif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($-246.8356 < -93.1724$).

d. Rasio Aktiva Tetap (Y1.1)

Variabel rasio aktiva tetap (Y1.1) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.328, nilai ini lebih besar dari 0.05 ($0.328 > 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan Rasio aktiva tetap (Y1.1) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.000, yang berarti bahwa variasi Rasio aktiva tetap (Y1.1) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 0% dan sisanya 100% dijelaskan oleh variabel lain di luar persamaan model. Jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa Rasio aktiva tetap (Y1.1) perusahaan EVA negatif lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($0.4003 > 0.3513$)

e. Ukuran Perusahaan (Y1.2)

Variabel ukuran perusahaan (Y1.2) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.000, nilai ini lebih kecil dari 0.05 ($0.000 < 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa ada perbedaan yang signifikan ukuran perusahaan (Y1.2) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.181, yang berarti bahwa variasi Ukuran perusahaan (Y1.2) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 18.1% dan sisanya 81.9% dijelaskan oleh variabel lain di luar persamaan model. Jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa Ukuran perusahaan (Y1.2) perusahaan EVA negatif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($6.0366 < 6.5704$).

f. Profitabilitas (Y1.3)

Variabel profitabilitas (Y1.3) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.814, nilai ini lebih besar dari 0.05 ($0.814 > 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan Profitabilitas (Y1.3)

antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.005, yang berarti bahwa variasi Profitabilitas (Y1.3) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 0.5% dan sisanya 99.5% dijelaskan oleh variabel lain di luar persamaan model. Jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa Profitabilitas (Y1.3) perusahaan EVA negatif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($0.1819 < 0.1891$).

g. Pertumbuhan (Y1.4)

Variabel pertumbuhan (Y1.4) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.814, nilai ini lebih kecil dari 0.05 ($0.814 > 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan Pertumbuhan (Y1.4) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.005, yang berarti bahwa variasi Pertumbuhan (Y1.4) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 0.5% dan sisanya 99.5% dijelaskan oleh variabel lain di luar persamaan model. Jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa Pertumbuhan (Y1.4) perusahaan EVA negatif lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($6.7779 > 5.5509$).

h. Long Debt/Equity (Y2.1)

Variabel LD/E (Y2.1) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.360, nilai ini lebih besar dari 0.05 ($0.360 > 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan LD/E (Y2.1) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.001, yang berarti bahwa variasi LD/E (Y2.1) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 0.1% dan sisanya 99.9% dijelaskan oleh variabel lain di luar persamaan model. Jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa LD/E (Y2.1) perusahaan EVA negatif lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($9.2038 > -1.5535$).

i. Total Debt/Total Assets (Y2.2)

Variabel TD/TA (Y2.2) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.849 nilai ini lebih besar dari 0.05 ($0.849 > 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan TD/TA (Y2.2) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.005, yang berarti bahwa variasi TD/TA (Y2.2) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 0.5% dan sisanya 99.5% dijelaskan oleh variabel lain di luar persamaan model. Jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa TD/TA (Y2.2) perusahaan EVA negatif lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($0.4972 > 0.4911$).

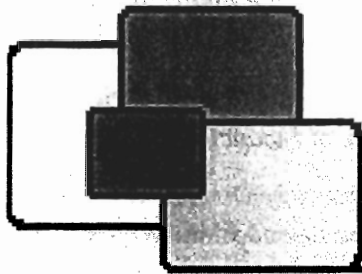
j. Stock Return (Y4.1)

Variabel *Stock Return* (Y4.1) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.473 nilai ini lebih besar dari 0.05 ($0.473 > 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan *Stock Return* (Y4.1) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.003, yang berarti bahwa variasi *Stock Return* (Y4.1) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 0.3% dan sisanya 99.7% dijelaskan oleh variabel lain di luar persamaan model. Jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa *Stock Return* (Y4.1) perusahaan EVA negatif lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($0.6709 > 0.4826$).

k. *Book to Market* (Y4.2)

Variabel *Book to Market* (Y4.2) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.157, nilai ini lebih besar dari 0,05 ($0,157 > 0,05$). Hasil ini menunjukkan bahwa ada perbedaan yang signifikan *Book to market* (Y4.2) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,006, yang berarti bahwa variasi *Book to market* (Y4.2) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 0.6% dan sisanya 99.3% dijelaskan oleh variabel lain di luar persamaan model. Jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa *Book to Market* (Y4.2) perusahaan EVA negatif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($-0.4419 < 3.1573$).

-oo0oo-



DAFTAR PUSTAKA

- Anthony R dan Govindarajan V., (2001), *Management Control Systems, International Edition*, Chicago, *Mc Graw-Hill Irwin*, pp. 778.
- Anonim., (2000-2006), *Indonesian Capital Market Directory 2000-2006*, Institute for economic and Financial Research (IECFIN), Jakarta
- Anonim., (2000-2006), *Laporan Tahunan Bank Indonesia Akhir Tahun 2000-2006*, www.bi.go.id
- Arnold.G., (1998), *Corporate Financial Management*, *Pitman Publishing*, London, pp. 1050.
- Banz, Rolf W., (1981). The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics* 9 pg 3-18.
- Basu, Sanjoy., (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis, *Journal of Finance* 32 pg. 663-682.
- Basu, Sanjoy., (1983). The Relationship between Earnings Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence, *Journal of Financial Economics* 12 pg. 29-156.
- Biddle, G. R. Bowen dan J. Wallace., (1997). Does EVA Beat Earning ? Evidence on Association with Stock Returns and Firms Value. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 6 pg.183-232
- Biddle, G.C. Bowen Robert M and Wallace, James S., (1998). Economic Value Added: Some Empirical Evidence, *Managerial Finance*, Volume 24, Number 11 pg.60
- Biddle, G.C., R.M. Bowen and J.S. Wallace., (1997). Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Value, *Journal of Accounting and Economics* 24, p 301 – 336.
- Brigham, Eugene F, Houston Joel F., (2006). *Fundamental of Financial Management*, Edisi Ke10, Yulianto, Ali Akbar (Penerjemah). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Buku 2, Salemba Empat, Jakarta

- Bogan C E, English.MJ., (1994), *Benchmarking for best practices, winning through innovative adoption* (McGraw-Hill)
- Chan, Louis K.C., Narasimhan, Jegadeesh and Josef, Lakonishok., (1996). A Evaluating the Performance of Value Versus Glamour Stocks: The Impact of Selection Bias, *Journal of Financial Economics*, **38**: 269-296.
- Chen, Shimin and, Dodd, James L., (1996). Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric is more Value ?, *Journal of Managerial Issues*, **13** (1): 65 - 86.
- Chen, Shimin and, James L. Dodd., (2001). Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric is more Value ?. *Journal of Managerial Issues* Vol. XIII.Nop 1.Spring., 65-86
- Damodaran, Aswath., (1999). *Applied Corporate Finance: A User's Manual.*, John Wiley & Sons, Inc. New York
- Davis, James L., (2001) *Explaining Stock Returns: A Literature Survey.*
- Fama, Eugene F. French ., (1981), "Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money", *American Economic Review*, Vol. 71 No. 4, pp. 545-565.
- Geske, R. and Roll, R., (1983). The fiscal and monetary linkage between stock returns and inflation, *Journal of Finance*, **38** (1): 1 - 33.
- Graflund, Andreas., (2000). *Dynamic Capital structure: the Case of Hufvudstaden*, www.ssrn.com
- Helfert, Erich A., (2000). *Techniques of Financial Analysis: A Guide to Value Creation*, 10th Edition, Singapore, McGraw-Hill Book Co.
- Higgins, Robert C., (1998), *Analysis for Financial Management*, 5th Edition, Singapore, McGraw-Hill Book Co.
- Husnan, Suad., (1994), *Dasar-dasar Teori Portofolio, Edisi 2. Yogyakarta: AMP YKPN*
- Kaplan, R. and Norton, D. (1992), "The balanced *scorecard* – measures that drive performance", *Harvard business Review*, Vol. 70 No. 1, pp. 71-9.
- Kaplan, R.S. and Norton, D.P. (1996), "Using the balanced *scorecard* as a strategic management system", *Harvard Business Review*, Vol. 74 No. 1, pp. 75-85.
- Koller Tim, Murrin Jack, and Copeland Tom, (1994), *Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, New York.
- Kothari, S.P., (2001), *Capital Market Research in Accounting*, *Journal of Accounting and Economics* 31:105-232.
- L Pohlen ,Terrance, Coleman, B Jay,. (2005), *Evaluating Internal Operations and Supply Chain Performance Using EVA and ABC*, *S.A.M. Advanced Management Journal*, ABI/INFORM Research ,pg. 45

- Lehn, K. Makhija, AK., (1997) EVA, Accounting Profit and CEO Turnover: An Empirical Examination, *Journal of Applied Corporate Financial*. 10.2.pg 90-97
- McQueen, G and Roley, V.V., (1993). Stock prices, news, and business conditions, *Review of Financial Studies*, 6 (3): 683 - 707.
- Moncla B, Arents-GregoryM., (2003), *Corporate performance management: Turning strategy into action: Better Management*. com.
- Mulyadi., (2001), *Balanced Scorecard: Alat Manajemen Kontemporer untuk Pelipatgandaan Kinerja keuangan Perusahaan*, Salemba Empat, Jakarta
- O' Byrne, S ., (1996). EVA and Market Value. *Journal of Applied Corporate Finance* 9. Pg 116-125
- Paulo,S., (2002). Operating Income, Residual Income and EVA, Which Matric is more relevant a comment, *Journal Manajerial Issue*, Vol.14, N.4, pp 500-506.
- Roll, Richard., (1977). *A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests' Part I: On Past and Potential Testability of the Theory*, *Journal of Financial Economics*, 4 (2) : 129-76.
- Salmi T. Dan Virtanen I., (2001), *Economic Value Added: A. Semulation analysis of the Trendy, Ouner-Oriented Management Tool*, *Acta Walaensia*, No 30. Pp. 23-25
- Sharpe, William F., (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, 19: 425-442.
- Stewart, G.B.,III., (1991), *The Quest for Value: The EVA Management Guide*, New York, *Harper Business*.
- Stewart, Stren., (1999). *EVAluation*. Stern Stewart Research Stern Stewart & Co Management Consultants.
- Stewart, Stren., (2005). *EVAluation*. Stern Stewart Research Stern Stewart & Co Management Consultants.
- Suripto., (2008). Pengaruh Karakteristik Perusahaan, *Leverage* dan *Economic Value Added (EVA)* terhadap *Stock Returns*: Efisiensi Pasar dan EVA, *Jurnal Manajemen, Akuntansi dan Bisnis*, ISSN: 1693-252X, Nomor 1. Volume 6, April 2008. Akreditasi Jurnal Ilmiah No. 26/Dikti/ Kep/ 2005
- Suripto., (2011). Model Penciptaan Nilai Tambah Ekonomis dan Nilai Perusahaan, *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Volume 15, No. 3, Akreditasi Jurnal Ilmiah SK. No.64a/DIKTI/Kep/2010
- Suripto.,(2008). Analisis Perbedaan Kinerja Perusahaan Pencipta *Economic Value Added (EVA)* Positif dengan Perusahaan Pencipta *Economic Value Added (EVA)* Negatif (Studi Empiris pada Perusahaan *Swa 100 Value Creator*, *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Volume 12, Nomor 3, Akreditasi Jurnal Ilmiah SK.No.167/DIKTI/Kep/2007
- Swa 100 Value Creator 2006* (2006). *Majalah Bulanan Swasembada*, N025/XXII/30 Nopember 2006, Jakarta.
- Tsoukalas ,Dimitrios., (2003), Macroeconomic Factors and Stock Prices in the Emerging Cypriot Equity Market, *Managerial Finance*; ABI/INFORM Research. pg. 87

- Utama, S., (1997), Economic Value Added : Pengukuran Penciptaan Nilai, majalah Usahawan No. 04 tahun XXVI April 1997, hal 10-13
- Tunggal, Amin Widjaya., (2001), Memahami Konsep Economic Value Added (EVA) dan Value Base Management (VBM), Harvarindo, Jakarta
- Van Horne, James. C dan JR. Wachowicz, John. M., (2002), Fundamentals of Financial Management, Eleventh Editions, New York, Prentice Hall International, Inc
- Viswanadham dan Luthra, Poornima., (2003), Models for measuring and predicting shareholder value: A study of third party software service providers, *Sadhana* Vol. 30, Parts 2 & 3, April/June 2005, pp. 475-498, Printed in India
- Wanzenried, Gabrielle., (2002 a.). Capital Structure Dynamics in UK and Continental Europe (Versi February), www.ssrn.com
- Weston, J. Fred and Thomas E. Copeland, (1997). Manajemen Keuangan, Jilid 2, Edisi Kesembilan, Wasana, Jaka. Kibrandoko (terjemahan), Bina Aksara, Jakarta.
- Young, S. David and Stephen F. O'Byrne, (2001). EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation, New York, Mc Graw-Hill.

-oo0oo-



Manajemen Keuangan

Strategi Penciptaan Nilai Perusahaan
Melalui Pendekatan Economic Value Added

Saat ini kebanyakan pendekatan manajemen baru bermunculan dalam rangka meningkatkan kinerja organisasi *total quality management*, *flat organizations*, *empowerment*, *continuous improvement*, *reengineering*, *kaizen*, *team building* dan lain sebagainya. Banyak dari pendekatan tersebut yang berhasil tetapi banyak juga yang mengalami kegagalan. Kegagalan penerapan pendekatan tersebut lebih banyak diakibatkan oleh tidak jelasnya sasaran kinerja yang akan dicapai atau tidak adanya keselarasan yang kurang tepat dengan tujuan penciptaan nilai. *Value-Based Management (VBM)* atau manajemen berbasis nilai dapat dijadikan jalan keluar untuk menyelesaikan permasalahan tersebut. *Value-based management (VBM)* dapat memberikan suatu metrik yang tepat atau nilai yang jelas, yang dapat dibangun dalam suatu organisasi.

Value-Based Management (VBM) didasarkan pada suatu pemikiran bahwa nilai suatu organisasi atau perusahaan ditentukan oleh aliran dana yang *didiskonted* pada masa yang akan datang. Nilai tersebut hanya dapat diperoleh, ketika investasi dapat menghasilkan tingkat pengembalian (*rate of return*) melebihi biaya investasi atau *Economic Value Added (EVA)* yang positif. *Value-Based Management (VBM)* adalah suatu pendekatan manajemen yang menyelaraskan seluruh aspirasi, teknik analisis dan proses manajemen yang bertumpu pada pengambilan keputusan manajemen yang dapat menciptakan nilai.

Dr. Suripto, S.Sos. M.AB., lahir di Jember. Setelah menyelesaikan S1 di Universitas Jember, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Program Studi Ilmu Administrasi Bisnis tahun 1993, kemudian mengikuti program Departemen Transmigrasi sebagai Tenaga Kerja Mandiri Profesional (TKPMP). Sejak tahun 2000 sebagai Staff Pengajar di Universitas Lampung, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Jurusan Ilmu Administrasi Bisnis. Tahun 2002 melanjutkan S 2 di Pasca Sarjana Universitas Brawijaya Malang dengan minat Manajemen Keuangan. Tahun 2005 mendapat kesempatan untuk terus melanjutkan S 3 pada Universitas yang sama dengan minat Manajemen Keuangan yang berbasis pasar modal. Sejak tahun 2009 diangkat menjadi Ketua Laboratorium Bisnis, diangkat menjadi sekretaris Jurusan Administrasi Bisnis (2010) dan terpilih menjadi ketua Jurusan Administrasi Bisnis Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Lampung (2011). Saat ini, ia juga turut memperkasai diselenggarakannya program pasca Magister Ilmu Administrasi di Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Lampung.

www.grahailmu.co.id

Diterbitkan Atas Kerjasama dengan



LEMBAGA PENELITIAN
UNIVERSITAS LAMPUNG



ISBN: 978-602-262-523-0



9 786022 625230 >