

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 : EC00202053974, 27 November 2020

Pencipta

Nama : **Dr.Suripto, 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.Suripto, 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 : **Investasi Dan Pasar Modal (Manajemen Berbasis Nilai)**

Tanggal dan tempat diumumkan untuk pertama kali di wilayah Indonesia atau di luar wilayah Indonesia : 26 Oktober 2017, di Bandar Lampung

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 : 000223720

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 Bahan Ajar/Model : Investasi dan Pasar Modal
(Manajemen Berbasis Nilai)

Kode>Nama Rumpun Ilmu : Keuangan

Penulis :

a. Nama Lengkap : Dr.Suripto,S.Sos.,M.AB.
24-Juli-2018
708/PBA/023m/2018

b. NIP : 19690226 199903 1 000000000000
Polla

c. Jabatan Fungsional : Lektor

d. Program Studi : Ilmu Administrasi Bisnis

e. Nomor HP : 081334618878

f. Alamat Surat (email) : riptounila@gmail.com

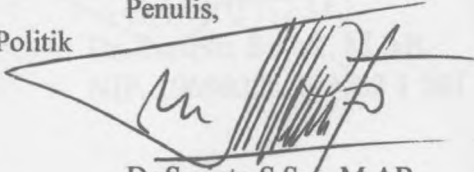
g.ISBN : 978-602-6739-45-2

Bandar Lampung, 03 Juli 2018

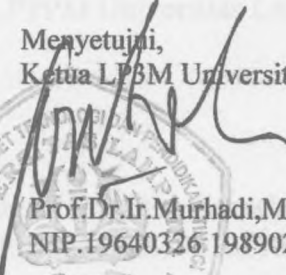
Mengetahui,
Dekan Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik


Dr. Syarief Makhya
NIP. 19590803 198603 1 003

Penulis,


Dr.Suripto,S.Sos.,M.AB.
NIP. 19690226 199903 1 001

Menyetujui,
Ketua LPBM Universitas Lampung


Prof.Dr.Ir.Murhadi,M.Si.
NIP.19640326 198902 1 001

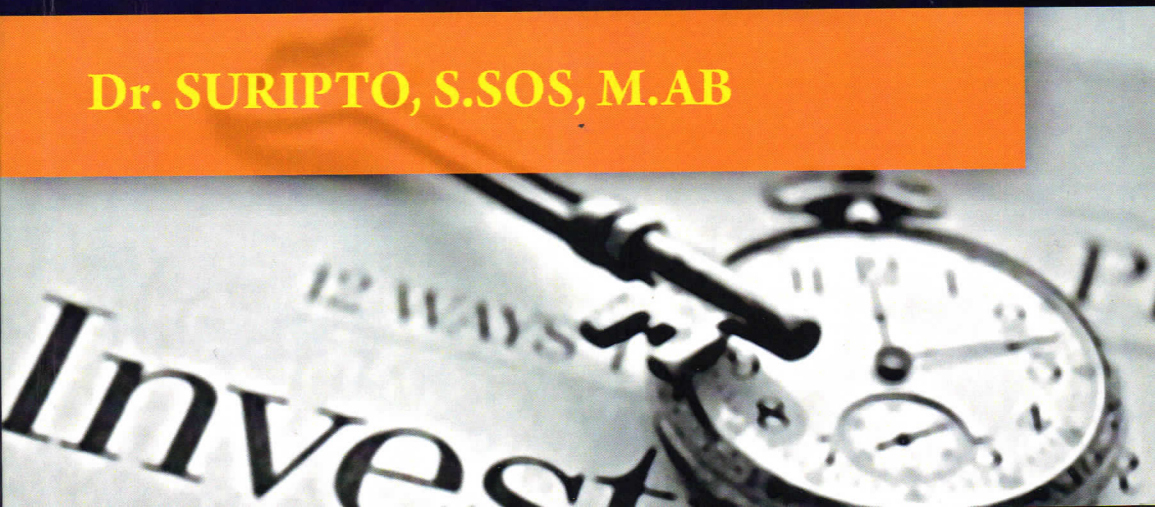




INVESTASI DAN PASAR MODAL

(Manajemen Berbasis Nilai)

Dr. SURIPTO, S.SOS, M.AB



INVESTASI DAN PASAR MODAL

(Manajemen Berbasis Nilai)

Hak cipta pada penulis
Hak penerbitan pada penerbit
Tidak boleh diproduksi sebagian atau seluruhnya dalam bentuk apapun
Tanpa izin tertulis dari pengarang dan/atau penerbit

Kutipan Pasal 72 :

Sanksi pelanggaran Undang-undang Hak Cipta (UU No. 10 Tahun 2012)

1. Barang siapa dengan sengaja dan tanpa hak melakukan perbuatan sebagaimana dimaksud dalam Pasal 2 ayat (1) atau Pasal (49) ayat (1) dan ayat (2) dipidana dengan pidana penjara masing-masing paling singkat 1 (satu) bulan dan/atau denda paling sedikit Rp. 1.000.000,00 (satu juta rupiah), atau pidana penjara paling lama 7 (tujuh) tahun dan atau denda paling banyak Rp. 5.000.000.000,00 (lima miliar rupiah)
2. Barang siapa dengan sengaja menyiarkan, memamerkan, mengedarkan, atau menjual kepada umum suatu Ciptaan atau hasil barang hasil pelanggaran Hak Cipta atau Hak Terkait sebagaimana dimaksud ayat (1) dipidana dengan pidana penjara paling lama 5 (lima) tahun dan/atau denda paling banyak Rp. 500.000.000,00 (lima ratus juta rupiah)

Dr. SURIPTO, S.SOS, M.AB

INVESTASI DAN PASAR MODAL

(Manajemen Berbasis Nilai)

AURA
ANUGRAH UTAMA RAHARJA

Perpustakaan Nasional RI:
Katalog Dalam Terbitan (KDT)

**Investasi Dan Pasar Modal
(Manajemen Berbasis Nilai)**

Penulis

Dr. SURIPTO, S.SOS, M.AB

Editor :

Moh. Nizar

Desain Cover & Layout

Aura Creative

Penerbit

AURA

CV. Anugrah Utama Raharja

Anggota IKAPI

No.003/LPU/2013

xii + 115 hal : 15,5 x 23 cm

Cetakan, Oktober 2017

ISBN: 978-602-6739-45-2

Alamat

Jl. Prof. Dr. Soemantri Brojonegoro, Komplek Unila

Gedongmeneng Bandar Lampung

HP. 081281430268

E-mail : redaksiaura@gmail.com

Website : www.aura-publishing.com

Hak Cipta dilindungi Undang-undang

KATA PENGANTAR

Dengan memanjatkan puji syukur ke hadirat Allah SWT, atas limpahan rahmat dan hidayah-Mu penulis dapat menyelesaikan buku ajar ini untuk mata kuliah Investasi Pasar Modal dalam perspektif Manajemen Keuangan Strategik yang merupakan kajian Manajemen Keuangan berbasis pasar modal tingkat lanjut. Kajian ini buku ini memfokuskan pada kajian Manajemen Berbasis Nilai.

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)* dapat memberikan kesempatan untuk mengambil keputusan yang dapat meningkatkan nilai, kepada manajemen dan mempermudah pengawasan terhadap keputusan

manajemen serta memberikan suatu metode yang menghubungkan sistem kompensasi dengan penciptaan nilai bagi *shareholders*. Perusahaan yang mengadopsi sistem *Value-Based Management* (VBM) dapat meningkatkan *economic performance* yaitu *Economic Value Added* (EVA). Perusahaan dapat menghubungkan sistem kompensasi dengan metrik *Value-Based Management* (VBM). Ada beberapa Faktor yang dapat meningkatkan atau menghalangi efektifitas dari penggunaan sistem *Value-Based Management* (VBM). Dengan demikian diperlukan adanya ukuran kinerja yang dapat menggambarkan nilai pemilik atau nilai pemegang saham (*shareholder value*). Pengukuran kinerja yang relevan dengan penciptaan nilai bagi pemiliknya atau pemegang saham adalah *Economic Value Added* (EVA). Perusahaan yang dapat menciptakan *Economic Value Added* (EVA) diharapkan akan dapat meningkatkan kemakmuran (*shareholder value*) yang tercermin dari besarnya *stock returns*

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.

Teknik pengukuran yang ada sekarang didasarkan pada kajian teori ekonomi dari pada kajian akuntansi. Pertanyaannya, kerangka kerja apa yang harus digunakan? Ketika suatu kerangka kerja diterapkan, apakah yang lainnya harus diabaikan? Manajemen Berbasis Nilai atau *Value-Based Management* (VBM) yang merupakan bagian dari Administrasi Berbasis Nilai akan

memberikan suatu pemahaman strategi manajemen secara menyeluruh dan sistem control keuangan yang diharapkan dapat meningkatkan nilai *shareholder* dengan mengurangi *agency conflicts*. Di dalam konsep *Value-Based Management* (VBM) konflik *agency* dapat dikurangi ketika *Value-Based Management* (VBM) dapat memberikan kesempatan mengambil keputusan untuk meningkatkan nilai kepada pekerja atau karyawan, mempermudah pengawasan kepada keputusan manajemen dan menyediakan suatu metode yang menghubungkan kompensasi yang mengakibatkan penciptaan nilai *shareholder*

Sasaran dari buku ini adalah mahasiswa tingkat lanjut yang berminat untuk melakukan penelitian atau tugas akhir di pasar modal, terutama bagi yang berminat meneliti tentang Strategik Keuangan. Buku ini sangat layak bagi mahasiswa yang berminat mempelajari Manajemen Keuangan yang berbasis pasar modal tingkat lanjut atau yang akan melakukan riset keuangan.

Buku ini disusun secara sistematis berdasarkan beberapa kajian teoritis dan kajian empiris sehingga buku ini sangat diharapkan dapat dijadikan referensi dalam kajian Keuangan Sterategik khususnya dalam kajian empiris di pasar modal indonesia. Buku ini disusun berdasakan kerangka berfikir teoritis yang sistematis sehingga para pembaca akan mudah memahami buku ini. Urutan per-bab disusun berdasarkan alur berfikir teoritis yang saling berkaitan antara bab. Dengan demikian pembaca akan memperoleh pemahaman teoritis yang komprehensif tentang Manajemen Keuangan Strategik.

Disadari bahwa dengan kekurangan dan keterbatasan yang dimiliki penulis walaupun telah dikerahkan segala kemampuan untuk lebih teliti, tetapi masih dirasakan banyak kekurangtepatan, oleh karena itu penulis mengharapkan saran yang membangun agar

tulisan ini bermanfaat bagi yang membutuhkan. Penulis sangat berharap kiranya buku ini dapat memberikan kontribusi untuk kemajuan khasanah ilmu pengetahuan di bumi pertiwi yang kita cintai.

Bandar Lampung, September 2017

Wassalam,

Dr. Suropto, s.sos, m.ab

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR	v
DAFTAR ISI	ix
BAB I PASAR MODAL	1
1.1. Pendahuluan	1
1.2. Instrumen Pasar Modal	2
1.3. Indeks Harga Saham	5
1.4. Portofolio Optimum	8
1.5. Rangkuman	14
1.6. Tugas	15
BAB II STRATEGI KEUANGAN DALAM MENCIPTAKAN	
NILAI DAN STRUKTUR MODAL.....	17
2.1. Pendahuluan	17
2.2. Strategi Keuangan Dalam Menciptakan Nilai	18
2.3. Struktur Modal	21
2.4. Mengukur dan Menentukan Struktur Modal	22
2.5. Menentukan Struktur Modal Spesifikasi Perusahaan .	23
2.6. Corporate Governance, Aktivitas Pasar Modal Dan Lembaga Keuangan	24
2.7. Signaling Pendanaan	25
2.8. Teori Struktur Modal	26
2.8.1. Teori Struktur Modal MM	26

2.8.2. Pengaruh Perpajakan	27
2.8.3. Pengaruh Potensi Kebankrutan	28
2.8.4 Teori Pertukaran	28
2.9. Peran Pasar Modal dan Lembaga Keuangan.....	30
2.10. Agency Problem	32
2.11 Rangkuman	33
2.12 Tugas	34
2.13 Pustaka Rujukan	34
BAB III PENGUKURAN KINERJA.....	35
3.1. Pendahuluan	35
3.2. Pengukuran Kinerja	36
3.3. Arus Kas Operasi dan Earning	36
3.4. Residual Income dan Economic Value Added (Eva)	38
3.5. Weighted Average Cost (WACC) dan Penyesuaian Akuntansi	40
3.6. Return yang Diterima oleh Pemegang Saham	42
3.7. Peningkatan Economic Value Added Terhadap Saham.....	43
3.8. Hubungan Economic Value Added Terhadap Stock Return	45
3.9 Rangkuman	48
3.10 Tugas	49
3.11 Pustaka Rujukan	49
BAB IV MODEL MENENTUKAN NILAI SAHAM.	51
4.1. Pendahuluan	51
4.2. Modal Penelitian Saham	52
4.3 Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Stock Returns ..	54
4.3.1. Pendekatan Makowitz	54
4.3.2. Capital Asset Pricing Model (CAPM)	57
4.3.3. Arbitrage Pricing Model (APT)	59
4.4 Rangkuman	60

4.5 Tugas	60
4.6 Pustaka Rujukan	60
BAB V KETERKAITAN EVA PASAR MODAL DAN	
MODEL PENENTUAN HARGA SAHAM	62
5.1. Pendahuluan	62
5.2 EVA dan Efficient Market Hypothesis (EMH)	63
5.3 EVA dan Non Efficient Market Hypothesis (EMH)	64
5.4. Informasi Akuntansi dan Pasar Modal	67
5.5. Anomali dari CAPM	69
5.5.1. Earning Per Price	69
5.5.2. Firm Size	69
5.5.3. Long Term Return Reversals	69
5.5.4. Book to market Equity	70
5.5.5. Leverage	70
5.6. Perkembangan Indikator Ekonomi	70
5.7 Rangkuman	76
BAB VI EVA, STOCK RETURN DAN NILAI	
PERUSAHAAN.....	78
6.1. Pendahuluan	78
6.2. Economic Value Added (EVA) sebagai Ukuran Kinerja Internal	79
6.3. Perspektif Manajemen berbasis Nilai	83
6.2.1. EVA dan Goal Setting	84
6.2.2. EVA dan Capital Budgeting	84
6.2.3. EVA dan Performance Assessment	85
6.2.4. EVA dan Incentive Compensation	85
BAB VII DASAR-DASAR VALUE BASED	
MANAGEMENT (VBM).....	88
7.1. Pendahuluan	88
7.2. Konsep Dasar VBM	89

7.2.1. A Value Creation Mindset	90
7.2.2. Sistem dan Proses Manajemen	91
7.3. Menentukan Penggerak Nilai	93
7.3.1. Proses Manajemen	96
7.3.2. Pengembangan Strategi	97
7.3.3. Menentukan sasaran	98
7.4. Action Plan dan Anggaran	99
7.4.1. Pengukuran Kinerja	100
7.4.2. Perencanaan Kompensasi	101
7.5. Kunci keberhasilan Penggunaan VBM	103

BAB VIII MODEL PENGUKURAN SHAREHOLDER

VALUE	107
8.1. Pendahuluan	107
8.2. Pengukuran kinerja berdasarkan Nilai	108
8.2.1. EVA	109
8.2.2. Langkah-Langkah Menghitung EVA	109
8.3. Faktor-Faktor Mempengaruhi EVA	111
8.4. Manfaat Shareholder Value Terhadap Kinerja Perusahaan.....	114
8.5. Strategi Meningkatkan Economic Value Added	115
8.6. Langkah-Langkah Menghitung Shareholder Value	115

PASAR MODAL

1.1. PENDAHULUAN

Pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik surat utang (obligasi), ekuiti (saham), reksa dana, instrumen derivatif maupun instrumen lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain (misalnya pemerintah), dan sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi. Dengan demikian, pasar modal memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli dan kegiatan terkait lainnya. Instrumen keuangan yang diperdagangkan di pasar modal merupakan instrumen jangka panjang (jangka waktu lebih dari setahun) seperti: saham, obligasi, reksa dana, dan berbagai instrumen derivatif seperti: *option, futures*, dan lain-lain.

KOMPETENSI

Setelah perkuliahan ini mahasiswa mampu menjelaskan dan memahami pasar modal, instrument pasar modal, indeks pasar dan portofolio optimum

INDIKATOR

Setelah perkuliahan ini dapat menjelaskan dan memahami:

- Pasar modal
- Saham
- Dividen
- Indeks pasar
- Tingkat Pengembalian
- Risiko
- Portofolio
- Investasi

1.2 INSTRUMEN PASAR MODAL

Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal mendefinisikan pasar modal sebagai “kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek”.

Pasar Modal memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi, yaitu pertama sebagai sarana bagi pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (investor). Dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja dan lain-lain, kedua pasar modal menjadi sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrument keuangan seperti saham, obligasi, reksa dana, dan lain-lain. Dengan demikian, masyarakat dapat menempatkan dana yang dimilikinya sesuai dengan karakteristik keuntungan dan risiko masing-masing instrument.

Saham (stock) merupakan salah satu instrumen pasar keuangan yang paling populer. Menerbitkan saham merupakan salah

satu pilihan perusahaan ketika memutuskan untuk pendanaan perusahaan. Pada sisi yang lain, saham merupakan instrument investasi yang banyak dipilih para investor karena saham mampu memberikan tingkat keuntungan yang menarik.

Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Dengan menyertakan modal tersebut, maka pihak tersebut memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim atas asset perusahaan, dan berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Pada dasarnya, ada dua keuntungan yang diperoleh investor dengan membeli atau memiliki saham:

1. Dividen

Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan dan berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Dividen diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS. Jika seorang pemodal ingin mendapatkan dividen, maka pemodal tersebut harus memegang saham tersebut dalam kurun waktu yang relatif lama yaitu hingga kepemilikan saham tersebut berada dalam periode dimana diakui sebagai pemegang saham yang berhak mendapatkan dividen. Dividen yang dibagikan perusahaan dapat berupa dividen tunai—artinya kepada setiap pemegang saham diberikan dividen berupa uang tunai dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap saham—atau dapat pula berupa dividen saham yang berarti kepada setiap pemegang saham diberikan dividen sejumlah saham sehingga jumlah saham yang dimiliki seorang pemodal akan bertambah dengan adanya pembagian dividen saham tersebut.

2. Capital Gain

Capital Gain merupakan selisih antara harga beli dan harga jual. Capital gain terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder. Misalnya Investor membeli saham ABC dengan harga per saham Rp 3.000 kemudian menjualnya dengan harga Rp 3.500 per saham yang berarti pemodal tersebut mendapatkan capital gain sebesar Rp 500 untuk setiap saham yang dijualnya.

Sebagai instrument investasi, saham memiliki risiko, antara lain:

1. Capital Loss

Merupakan kebalikan dari *Capital Gain*, yaitu suatu kondisi dimana investor menjual saham lebih rendah dari harga beli. Misalnya saham PT. XYZ yang di beli dengan harga Rp 2.000,- per saham, kemudian harga saham tersebut terus mengalami penurunan hingga mencapai Rp 1.400,- per saham. Karena takut harga saham tersebut akan terus turun, investor menjual pada harga Rp 1.400,- tersebut sehingga mengalami kerugian sebesar Rp 600,- per saham.

2. Risiko Likuidasi

Perusahaan yang sahamnya dimiliki, dinyatakan bangkrut oleh Pengadilan, atau perusahaan tersebut dibubarkan. Dalam hal ini hak klaim dari pemegang saham mendapat prioritas terakhir setelah seluruh kewajiban perusahaan dapat dilunasi (dari hasil penjualan kekayaan perusahaan). Jika masih terdapat sisa dari hasil penjualan kekayaan perusahaan tersebut, maka sisa tersebut dibagi secara proporsional kepada seluruh pemegang saham. Namun jika tidak terdapat sisa kekayaan perusahaan, maka pemegang saham tidak akan memperoleh hasil dari likuidasi tersebut. Kondisi ini merupakan risiko yang terberat dari pemegang saham. Untuk itu seorang pemegang saham dituntut untuk secara terus menerus mengikuti perkembangan perusahaan.

Di pasar sekunder atau dalam aktivitas perdagangan saham sehari-hari, harga-harga saham mengalami fluktuasi baik berupa kenaikan maupun penurunan. Pembentukan harga saham terjadi karena adanya permintaan dan penawaran atas saham tersebut. Dengan kata lain harga saham terbentuk oleh supply dan demand atas saham tersebut. *Supply* dan *demand* tersebut terjadi karena adanya banyak faktor, baik yang sifatnya spesifik atas saham tersebut (kinerja perusahaan dan industri dimana perusahaan tersebut bergerak) maupun faktor yang sifatnya makro seperti tingkat suku bunga, inflasi, nilai tukar dan faktor-faktor non ekonomi seperti kondisi sosial dan politik, dan faktor lainnya.

1.3 INDEKS HARGA SAHAM

Indeks harga saham adalah indikator atau cerminan pergerakan harga saham. Indeks merupakan salah satu pedoman bagi investor untuk melakukan investasi di pasar modal, khususnya saham. Saat ini Bursa Efek Indonesia memiliki 11 jenis indeks harga saham, yang secara terus menerus disebarluaskan melalui media cetak maupun elektronik.

Indeks-indeks tersebut sebagai berikut:

1. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Menggunakan semua Perusahaan Tercatat sebagai komponen perhitungan Indeks. Agar IHSG dapat menggambarkan keadaan pasar yang wajar, Bursa Efek Indonesia berwenang mengeluarkan dan atau tidak memasukkan satu atau beberapa Perusahaan Tercatat dari perhitungan IHSG. Dasar pertimbangannya antara lain, jika jumlah saham Perusahaan Tercatat tersebut yang dimiliki oleh publik (*free float*) relatif kecil sementara kapitalisasi pasarnya cukup besar, sehingga perubahan harga saham Perusahaan Tercatat tersebut berpotensi mempengaruhi kewajaran pergerakan IHSG.

IHSG adalah milik Bursa Efek Indonesia. Bursa Efek Indonesia tidak bertanggung jawab atas produk yang diterbitkan oleh pengguna yang mempergunakan IHSG sebagai acuan (*benchmark*). Bursa Efek Indonesia juga tidak bertanggung jawab dalam bentuk apapun atas keputusan investasi yang dilakukan oleh siapapun Pihak yang menggunakan IHSG sebagai acuan (*benchmark*).

2. Indeks Sektoral

Menggunakan semua Perusahaan Tercatat yang termasuk dalam masing-masing sektor. Sekarang ini ada 10 sektor yang ada di BEI yaitu sektor Pertanian, Pertambangan, Industri Dasar, Aneka Industri, Barang Konsumsi, Properti, Infrastruktur, Keuangan, Perdagangan dan Jasa, dan Manufaktur.

3. Indeks LQ45

Indeks yang terdiri dari 45 saham Perusahaan Tercatat yang dipilih berdasarkan pertimbangan likuiditas dan kapitalisasi pasar, dengan kriteria-kriteria yang sudah ditentukan. *Review* dan penggantian saham dilakukan setiap 6 bulan.

4. Jakarta Islamic Index (JII)

Indeks yang menggunakan 30 saham yang dipilih dari saham-saham yang masuk dalam kriteria syariah (Daftar Efek Syariah yang diterbitkan oleh Bapepam-LK) dengan mempertimbangkan kapitalisasi pasar dan likuiditas.

5. Indeks Kompas100

Indeks yang terdiri dari 100 saham Perusahaan Tercatat yang dipilih berdasarkan pertimbangan likuiditas dan kapitalisasi pasar, dengan kriteria-kriteria yang sudah ditentukan. *Review* dan penggantian saham dilakukan setiap 6 bulan.

6. Indeks BISNIS-27

Kerja sama antara Bursa Efek Indonesia dengan harian Bisnis Indonesia meluncurkan indeks harga saham yang diberi nama Indeks BISNIS-27. Indeks yang terdiri dari 27 saham Perusahaan Tercatat yang dipilih berdasarkan kriteria fundamental, teknikal atau likuiditas transaksi dan Akuntabilitas dan tata kelola perusahaan.

7. Indeks PEFINDO25

Kerja sama antara Bursa Efek Indonesia dengan lembaga rating PEFINDO meluncurkan indeks harga saham yang diberi nama Indeks PEFINDO25. Indeks ini dimaksudkan untuk memberikan tambahan informasi bagi pemodal khususnya untuk saham-saham emiten kecil dan menengah (*Small Medium Enterprises/SME*). Indeks ini terdiri dari 25 saham Perusahaan Tercatat yang dipilih dengan mempertimbangkan kriteria-kriteria seperti: Total Aset, tingkat pengembalian modal (Return on Equity / ROE) dan opini akuntan publik. Selain kriteria tersebut di atas, diperhatikan juga faktor likuiditas dan jumlah saham yang dimiliki publik.

8. Indeks SRI-KEHATI

Indeks ini dibentuk atas kerja sama antara Bursa Efek Indonesia dengan Yayasan Keanekaragaman Hayati Indonesia (KEHATI). SRI adalah kependekan dari *Sustainable Responsible Investment*. Indeks ini diharapkan memberi tambahan informasi kepada investor yang ingin berinvestasi pada emiten-emiten yang memiliki kinerja sangat baik dalam mendorong usaha berkelanjutan, serta memiliki kesadaran terhadap lingkungan dan menjalankan tata kelola perusahaan yang baik. Indeks ini terdiri dari 25 saham Perusahaan Tercatat yang dipilih dengan mempertimbangkan kriteria-kriteria seperti: Total Asset, *Price Earning Ratio* (PER) dan *Free Float*.

9. Indeks Papan Utama

Menggunakan saham-saham Perusahaan Tercatat yang masuk dalam Papan Utama.

1.4 PORTOFOLIO OPTIMUM

Portofolio merupakan kombinasi atau gabungan atau sekumpulan aset, baik berupa *aset riil* maupun *aset financial* yang dimiliki oleh investor. Hakikat pembentukan portofolio adalah untuk mengurangi risiko dengan jalan diversifikasi, yaitu mengalokasikan sejumlah dana pada berbagai alternatif investasi yang berkorelasi negatif.

Investor dapat menentukan kombinasi efek-efek untuk membentuk portofolio, baik yang efisien maupun yang tidak efisien. Suatu portofolio dapat dikatakan efisien apabila memenuhi dua kriteria yaitu:

- a. Memberikan ER terbesar dengan risiko yang sama.
- b. Memberikan risiko terkecil dengan ER yang sama.

Semua portofolio yang terletak pada *efficient frontier* merupakan portofolio yang efisien sehingga tidak dapat dikatakan portofolio mana yang optimal. Sedangkan untuk membentuk portofolio yang optimal kita harus menawarkan *return* yang diharapkan dan risiko yang sesuai dengan prevensinya.

1.4.1 Risiko Investasi Saham

Pengertian dasar risiko terkait dengan keadaan adanya ketidakpastian dan tingkat ketidak pastiannya terukur secara kuantitatif. Risiko merupakan suatu subyek yang memiliki ukuran kuantitas dan dapat diketahui tingkat probabilitas terjadinya serta memiliki data pendukung mengenai kemungkinan terjadinya. Risiko dalam konteks manajemen investasi merupakan besarnya

penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan dengan tingkat pengembalian yang dicapai secara nyata.

Prevensi investor terhadap risiko dibagi menjadi tiga:

1. Investor yang suka terhadap risiko (*risk seeker*) merupakan investor yang apabila dihadapkan pada dua pilihan investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang sama dengan risiko yang berbeda, maka orang tersebut akan lebih suka mengambil investasi dengan risiko yang lebih besar. Karakteristik investor jenis ini bersikap agresif dan spekulatif dalam mengambil keputusan investasi
2. Investor yang netral terhadap risiko (*risk neutrality*) merupakan investor yang akan meminta kenaikan tingkat pengembalian yang sama untuk setiap kenaikan risiko. Investasi jenis ini umumnya cukup flexible dan bersikap hati-hati (*prudent*) dalam mengambil keputusan investasi.
3. Investor yang tidak suka terhadap risiko (*risk averter*) merupakan investor yang apabila dihadapkan pada dua pilihan investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang sama dengan risiko yang berbeda, maka lebih suka mengambil investasi dengan risiko yang lebih kecil. Karakteristik investor jenis ini cenderung selalu mempertimbangkan secara matang dan terencana atas keputusan investasi.

Dalam konteks portofolio risiko dibedakan menjadi dua yaitu :

- 1) Risiko sistematis. Merupakan risiko yang tidak dapat dihilangkan atau dikurangi dengan cara penggabungan berbagai risiko.
- 2) Risiko tidak sistematis. Merupakan risiko yang dapat dihilangkan dengan jalan diversifikasi, karena risiko ini hanya ada dalam satu perusahaan atau industri tertentu.

1.4.2 Return dalam Investasi

Manajemen investasi *return* merupakan imbalan yang diperoleh dari investasi. *Return* ini dibedakan menjadi dua, pertama *return* yang telah terjadi (*actual return*) yang dihitung dengan menggunakan data historis, dan kedua *return* yang diharapkan (*expected return*) akan diperoleh investor di masa mendatang. Komponen *return* meliputi:

- 1). *Capital gain (loss)* merupakan keuntungan (kerugian) bagi investor yang diperoleh dari kelebihan harga jual (harga beli) di atas harga beli (harga jual) yang keduanya terjadi dipasar sekunder.
- 2). *Yield* merupakan pendapatan atau aliran kas yang diterima investor secara periodik, misalnya berupa *dividen* atau bunga. *Yield* dinyatakan dalam persentase dari modal yang ditanamkan.

Expected return secara sederhana adalah rata-rata tertimbang dari berbagai *return historis*, faktor penimbangannya adalah probabilitas masing-masing *return*. Sedangkan untuk *expected return* pada portofolio adalah rata-rata tertimbang dari *expected return* saham individual, faktor penimbangannya adalah proporsi dana yang diinvestasikan pada masing-masing saham (Halim, 2002:31).

- a. Menghitung tingkat pengembalian pasar

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan :

$$R_m = \text{Return pasar}$$

$IHSG_t$ = Indeks harga saham gabungan periode t

$IHSG_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan sebelum periode t

b. Menentukan nilai dari Beta (β) :

$$\beta = \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{n(\sum X^2) - (\sum X)^2}$$

c. Menentukan nilai Alpha (α) :

$$Y = a + \beta X$$

$$a = Y - \beta X \quad \Rightarrow \text{rata-rata Y atau rata-rata X}$$

d. Varians residual :

$$\sigma_{ei}^2 = R_i - \{\sigma_i + \beta_i(R_{mi})\}$$

e. Koefisien korelasi :

$$\rho_{(A,m)} = \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{\sqrt{\{n(\sum X^2) - (\sum X)^2\} \{n(\sum Y^2) - (\sum Y)^2\}}}$$

f. *Excess return to beta ratio*. Rasio ini adalah:

$$ERB_i = \frac{E(R_i) - R_{BR}}{\beta_i}$$

Keterangan:

ERB_i = excess return to beta sekuritas ke-i

$E(R_i)$ = return ekspektasi berdasarkan model indeks ganda untuk sekuritas ke-i

R_{BR} = return aktiva bebas risiko menggunakan sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI)

β_i = Beta sekuritas ke-i

- g. Kemudian hitung nilai A_i dan B_i untuk masing-masing sekuritas ke-i

sebagai berikut:

$$A_i = \frac{[E(R_i) - R_{BR}] \beta_i}{\sigma_{ei}^2} \quad \text{dan} \quad B_i = \frac{\beta_i^2}{\sigma_{ei}^2}$$

Notasi : σ_{ei}^2 adalah varian dari kesalahan residu sekuritas ke-i yang juga merupakan risiko unik atau risiko tidak sistematis.

Hitung nilai C_i rumusnya sebagai berikut:

$$C_i = \frac{\sum_{i=1}^n A_i \cdot R_{BR}}{1 + R_{BR} \cdot \sum_{i=1}^n B_i}$$

Setelah sekuritas yang membentuk portofolio optimal telah dapat ditentukan dicari besarnya proporsi untuk sekuritas ke-i adalah sebesar:

$$W_i = \frac{X_i}{\sum_{j=1}^k X_j} \text{ dan,}$$

$$\text{nilai } X_i \text{ sebesar: } X_i = \frac{\beta_i}{\sigma_{ei}^2} (ERB_i - C^*)$$

Keterangan :

W_i = proporsi sekuritas ke-i

X_i = proporsi sekuritas ke-i

K = jumlah sekuritas di portofolio optimal

β_i = Beta sekuritas ke-i

σ_{ei}^2 = varian dari kesalahan residu sekuritas ke-i

ERB_i = *excess return to Beta* sekuritas ke-i

C^* = nilai *cut off point* yang merupakan nilai C_i terbesar.

- h. Menentukan return ekspektasi portofolio yang merupakan rata-rata tertimbang dari return-return ekspektasi masing-masing sekuritas tunggal di dalam portofolio:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n \{W_i \cdot E(R_i)\}$$

Keterangan:

$E(R_p)$ = return ekspektasi dari portofolio

W_i = porsi dari sekuritas i terhadap seluruh sekuritas di portofolio

$E(R_i)$ = return ekspektasi dari sekuritas ke i

n = jumlah dari sekuritas tunggal.

i. Risiko portofolio:

$$\sigma_p^2 = \left(\sum_{i=1}^n W_i \cdot \beta_i \right)^2 \cdot \sigma_m^2 + \left(\sum_{i=1}^n W_i \cdot \sigma_{ei} \right)^2$$

Keterangan:

σ_p^2 = risiko portofolio

W_i = proporsi sekuritas

β_i = beta yang mengukur koefisien yang mengukur perubahan Ri akibat dari perbedaan Rm

σ_{ei}^2 = varian residu

σ_m^2 = varian pasar.

1.5 RANGKUMAN

Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain (misalnya pemerintah), dan sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi. Dengan demikian, pasar modal memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli dan kegiatan terkait lainnya. Instrumen keuangan yang diperdagangkan di pasar modal merupakan instrumen jangka panjang (jangka waktu lebih dari 1 tahun) seperti saham, obligasi, waran, right, reksa dana, dan berbagai instrumen derivatif seperti option, futures, dan lain-lain. Indeks harga saham adalah indikator atau cerminan pergerakan harga saham. Indeks merupakan salah satu pedoman bagi investor untuk melakukan investasi di pasar modal, khususnya saham. Saat ini Bursa Efek Indonesia memiliki 11 jenis indeks harga saham, yang

secara terus menerus disebarluaskan melalui media cetak maupun elektronik. Portofolio merupakan kombinasi atau gabungan atau sekumpulan aset, baik berupa *aset riil* maupun *aset financial* yang dimiliki oleh investor. Hakikat pembentukan portofolio adalah untuk mengurangi risiko dengan jalan diversifikasi, yaitu mengalokasikan sejumlah dana pada berbagai alternatif investasi yang berkorelasi negatif. Investor dapat menentukan kombinasi efek-efek untuk membentuk portofolio, baik yang efisien maupun yang tidak efisien. Suatu portofolio dapat dikatakan efisien apabila memenuhi dua kriteria yaitu: memberikan ER terbesar dengan risiko yang sama dan memberikan risiko terkecil dengan ER yang sama.

1.6 TUGAS

Berikan contoh Indeks saham dan portofolio optimum yang terjadi di Bursa Efek Indonesia.

1.7 DAFTAR PUSTAKA

- 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
- Jogiyanto, Hartono., (2012). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ke 7, BPFE Yogyakarta.
- Kamaruddin, Ahmad.,(2004). *Dasar-Dasar Manajemen Investasi dan Portofolio*, Renika Cipta. Jakarta
- Suad, Husnan, (1994). *Dasar - Dasar Teori Portfolio and Analisis Sekuritas*, Edisi Ke-dua, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Van Horne, James. C and JR. Wachowicz, John. M., (2005). *Fundamentals of Financial Management*, Edisi 12,

Fitrisari, Dewi and Kwar Arnos Deny
(Penerjemah), Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan,
Buku 1, Salemba Empat, Jakarta

Weston, J. Fred and Thomas E. Copeland., (1997). *Manajemen
Keuangan*, , Edisi Kesembilan, Wasana, Jaka.
Kibrandoko (Penerjemah), Edisi 2, Bina Aksara,

Young, S. David and Stephen F. O'Byrne., (2001). *EVA and Value-
Based Management: A Practical Guide to Implementation*,
Mc Graw-Hill, New York

STRATEGI KEUANGAN DALAM MENCIPTAKAN NILAI MELALUI STRUKTUR MODAL

2.1 PENDAHULUAN

Pada pertemuan ini akan membahas strategi keuangan perusahaan untuk menciptakan nilai melalui struktur modal yaitu strategi perusahaan yang berhubungan dengan sumber pembiayaan. Sumber pendanaan meliputi pendanaan melalui utang, laba di tahan atau penambahan saham baru. Penyusunan struktur modal harus mempertimbangkan perlindungan pajak dan kesulitan keuangan. Penjelasan struktur modal berkenaan dengan teori biaya agency dan asimetri informasi. Selanjutnya juga akan membahas bagaimana mengukur struktur modal dan faktor-faktor yang menentukan struktur.

KOMPETENSI

Setelah perkuliahan ini mahasiswa mampu menjelaskan dan memahami strategi keuangan perusahaan untuk menciptakan nilai.

INDIKATOR

Setelah perkuliahan ini dapat menjelaskan dan memahami :

- Struktur Modal
- Teori Struktur Modal
- Faktor-faktor Penentu Struktur Modal
- Pengukuran Struktur Modal

2.2 STRATEGI KEUANGAN 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.

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.

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 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. 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.

2.3 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.

Teori struktur modal dapat dibagi menjadi empat kategori:

- *Trade-off Model* seperti *bankrupt cost-tax hypothesis*
- *Asymmetric information Model* seperti *agency cost hypothesis*
- *Signaling models of asymmetric information*
- *Irrelevance of capital structure*

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.

2.4. 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. Menurut Harris dan Raviv 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. Kesemuanya ini akan tercermin pada sistem *corporate governance*, karakteristik lembaga keuangan, sistem legal dan variabel makro ekonomi.

2.5 MENENTUKAN STRUKTUR MODAL SPESIFIK PERUSAHAAN

Menurut Harris dan Raviv 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 kebutuhan dananya 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.

2.6 CORPORATE GOVERNANCE, AKTIVITAS PASAR MODAL DAN LEMBAGA KEUANGAN.

Corporate governance berurusan dengan cara dimana supplier 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.

2.7 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*”.

2.8 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.

2.8.1 TEORI STRUKTUR MODAL MM (FRANCO MODIGLANI DAN MERTON MILLER)

Teori struktur 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 realistik, 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 realistik, 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 realistik.

2.8.2 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 dimodifikasi 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.

2.8.3 PENGARUH POTENSI TERJADINYA KEBANGKRUTAN

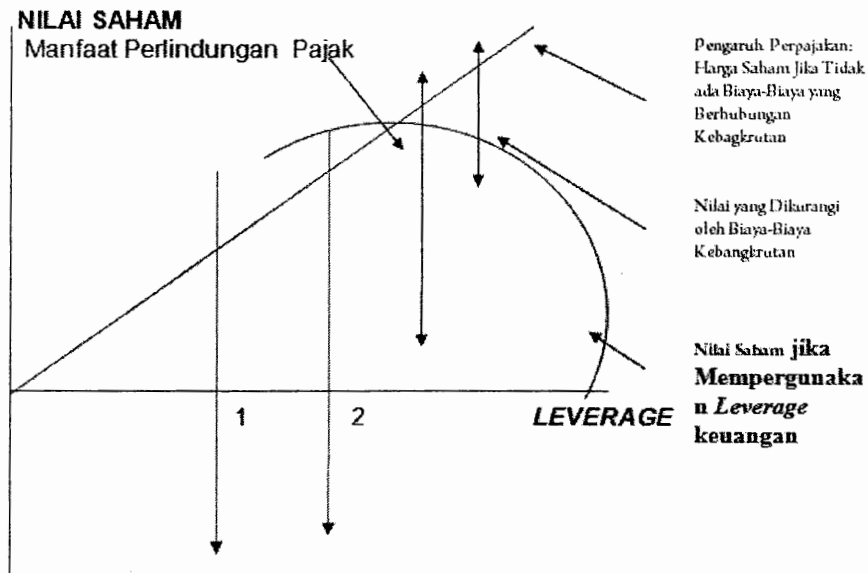
Asumsi ketidak relevan MM diantaranya tidak ada biaya kebangkrutan karena perusahaan diasumsikan tidak akan mengalami kebangkrutan. Namun kebangkrutan kenyataannya ada dan biayanya sangat mahal. Perusahaan yang bangkrut akan mengalami beban yang sangat tinggi dan juga sulit mempertahankan pelanggan, 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 akan menahan perusahaan untuk menahan penggunaan Utang yang berlebihan.

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.

2.8.4 TEORI PERTUKARAN (*THE TRADE OFF THEORY*)

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.



Tingkat Batasan Utang Struktur Modal Optimal:
 Biaya Kebangkrutan Manfaat Perlindungan Pajak Marginal = Dapat
 Menjadi Penting Biaya-Biaya Kebangkrutan Marginal.

Gambar .2.1. Pengaruh *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan
 Sumber. Brigham dan Houston, (2006)

Dari gambar di atas 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.

2.9 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 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.

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 profesional, 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.

2.10 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 diatanggung (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*). 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.

2.11 RANGKUMAN

Strategi keuangan perusahaan untuk menciptakan nilai dapat melalui struktur modal yaitu strategi perusahaan yang berhubungan dengan sumber pembiayaan. Sumber pendanaan meliputi pendanaan melalui utang, laba di tahan atau penambahan saham baru. Penyusunan struktur modal harus mempertimbangkan perlindungan pajak dan kesulitan keuangan. Penjelasan struktur modal berkenaan dengan teori biaya *agency* dan asimetri informasi. Selanjutnya juga akan membahas bagaimana mengukur struktur modal dan faktor-faktor yang menentukan struktur.

2.12 TUGAS

Jelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dan berikan contoh teori struktur modal pada perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

2.13 DAFTAR PUSTAKA

- 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
- Jogiyanto, Hartono., (2012). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ke 7, BPFJ Yogyakarta.
- Kamaruddin, Ahmad.,(2004). *Dasar-Dasar Manajemen Investasi dan Portofolio*, Renika Cipta. Jakarta
- Suad, Husnan., (1994). *Dasar - Dasar Teori Portfolio and Analisis Sekuritas*, Edisi Ke-dua, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Van Horne, James. C and JR. Wachowicz, John. M., (2005). *Fundamentals of Financial Management*, Edisi 12, Fitrisari, Dewi and Kwar Arnos Deny (Penerjemah), *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, Buku 1, Salemba Empat, Jakarta
- Weston, J. Fred and Thomas E. Copeland., (1997). *Manajemen Keuangan*, , Edisi Kesembilan, Wasana , Jaka. Kibrandoko (Penerjemah), Edisi 2, Bina Aksara,
- Young, S. David and Stephen F. O'Byrne., (2001). *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*, Mc Graw-Hill, New York

PENGUKURAN KINERJA

3.1 PENDAHULUAN

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.

KOMPETENSI DASAR

Setelah perkuliahan ini mahasiswa mampu menjelaskan dan memahami pengukuran kinerja keuangan perusahaan untuk menciptakan nilai.

INDIKATOR

Setelah perkuliahan ini dapat menjelaskan dan memahami:

- Pentingnya pengukuran kinerja
- Kreteria-kreteria pengukuran kinerja
- Pengukuran kinerja perusahaan.

3.2 PENGUKURAN KINERJA

Pengukuran kinerja perusahaan bisa dikelompokkan dalam tiga kategori, 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)*.

3.3 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. 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.

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.

3.4 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.

$$EVA = Adjusted\ NOPAT - (k * adjusted\ capital).$$

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 berikut ini.

$$\begin{array}{c}
 \text{EVA} = \text{CFO} + \text{Accrual} + \text{ATInt} - \text{CapChg} + \text{AcctAdj} \\
 \underbrace{\hspace{10em}} \\
 \text{earnings (EBEI)} \\
 \underbrace{\hspace{15em}} \\
 \text{operating profits (NOPAT)} \\
 \underbrace{\hspace{20em}} \\
 \text{residual income (RI)} \\
 \underbrace{\hspace{25em}} \\
 \text{economic value added (EVA)}
 \end{array}$$

Gambar 3.1. Gambar Komponen Economic Value Added (EVA)
 Sumber . GC. Biddle, et al, (1997)

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.

3.5 **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: $k_{dt} = k_d \times (1 - t)$ (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 sepintas 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.

3.6 RETURN 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.

3.7 PENINGKATAN *ECONOMIC VALUE ADDED* (EVA)

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 mentransformasi 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*. (Swa, 2004).

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)*.

3.8 HUBUNGAN ECONOMIC VALUE ADDED TERHADAP STOCK RETURNS

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*. 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. *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.

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.

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*). Artinya penggunaan EVA sebagai *Compensation plan base* akan mendorong manajer 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.

3.9 RANGKUMAN

Pengukuran kinerja perusahaan bisa dikelompokkan dalam tiga kategori 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).

3.10 TUGAS

Jelaskan jenis-jenis pengukuran kinerja keuangan perusahaan beserta contohnya?

3.11 DAFTAR PUSTAKA

- 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
- Jogiyanto, Hartono., (2012). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ke 7, BPFE Yogyakarta.
- Kamaruddin, Ahmad.,(2004). *Dasar-Dasar Manajemen Investasi dan Portofolio*, Renika Cipta. Jakarta
- Suad, Husnan., (1994). *Dasar - Dasar Teori Portfolio and Analisis Sekuritas*, Edisi Ke-dua, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Van Horne, James. C and JR. Wachowicz, John. M., (2005). *Fundamentals of Financial Management*, Edisi 12,

Fitrisari, Dewi and Kwar Arnos Deny
(Penerjemah), Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan,
Buku 1, Salemba Empat, Jakarta

Weston, J. Fred and Thomas E. Copeland., (1997). *Manajemen
Keuangan*, , Edisi Kesembilan, Wasana, Jaka.
Kibrandoko (Penerjemah), Edisi 2, Bina Aksara,

Young, S. David and Stephen F. O'Byrne., (2001). *EVA and Value-
Based Management: A Practical Guide to Implementation*,
Mc Graw-Hill, New York

MODEL PENENTUKAN NILAI SAHAM

4.1 PENDAHULUAN

Untuk menentukan nilai saham ada dua model yaitu *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. *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.

KOMPETENSI DASAR

Setelah perkuliahan ini mahasiswa mampu menjelaskan dan memahami model penentuan nilai saham.

INDIKATOR

Setelah perkuliahan ini dapat menjelaskan dan memahami:

- Model CAPM
- Model APT
- Model Markowitz

4.2 MODEL PENILAIAN SAHAM

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.

Mengkritisi 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 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. Selanjutnya bermunculan anomali-anomali lain seperti: *size effect*, *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.

4.3 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.

4.3.1 PENDEKATAN MARKOWITZ

Hampir semua sekuritas yang tersedia untuk investasi mempunyai hasil yang tidak pasti yang sekaligus mengundang 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.

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.

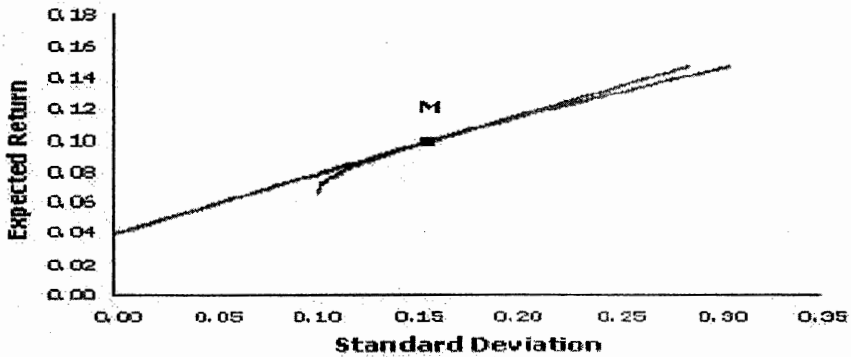
Markowitz menyatakan bahwa hal tersebut secara umum akan merupakan suatu keputusan yang tidak bijaksana karena investor tertentu, walaupun menginginkan imbal hasil menjadi tinggi, juga menginginkan imbal hasil yang sejauh mungkin pasti. Jadi investor dalam rangka mencari keduanya, imbal hasil harapan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

Markowitz Portfolio Selection



Gambar 4.1. Pengaruh Harapan Pengembalian dan Resiko
Sumber . (Davis, 2001)

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.

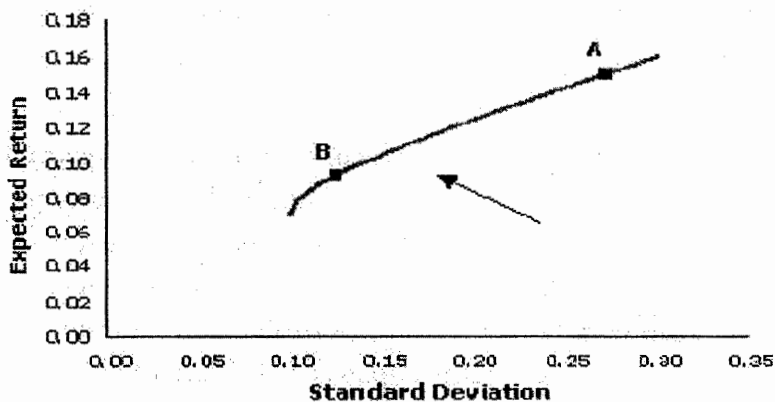
Suatu saham akan ditambahkan pada suatu portfolio, harapan return dan resiko(*standard deviation*) akan mengalami perubahan dengan arah yang sangat khusus dengan penambahan berbagai sekuritas dalam portfolio. Investor yang pintar akan dapat melakukan hal tersebut yang dibatasi oleh kurva sebelah atas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

4.3.2 CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM)

Berdasarkan *Markowitz framework*, Sharpe (1964), Lintner (1965) and Mossin (1966) 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



Gambar 4.2. Pengaruh Harapan Pengembalian dan Resiko
Sumber . Davis, (2001)

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.

4.3.3 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:

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 resiko sistimatis.

4.4 RANGKUMAN

Model penilaian saham CAPM 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. *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.

4.5 TUGAS

Jelaskan model CAPM dan APT dan berikan contoh kasus dan model mana yang relevan di BEI ?

4.6 DAFTAR PUSTAKA

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

Jogiyanto, Hartono., (2012). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ke 7, BPFE Jogjakarta.

- Kamaruddin, Ahmad.,(2004). *Dasar-Dasar Manajemen Investasi dan Portofolio*, Renika Cipta. Jakarta
- Suad , Husnan., (1994). *Dasar - Dasar Teori Portofolio and Analisis Sekuritas*, Edisi Ke-dua, UPP AMP YKPN, Jogjakarta.
- Van Horne, James. C and JR. Wachowicz, John. M., (2005). *Fundamentals of Financial Management*, Edisi 12, Fitrisari, Dewi and Kwar Arnos Deny (Penerjemah),Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan, Buku 1, Salemba Empat, Jakarta
- Weston, J. Fred and Thomas E. Copeland., (1997). *Manajemen Keuangan*, , Edisi Kesembilan, Wasana , Jaka. Kibrandoko (Penerjemah), Edisi 2, Bina Aksara,
- Young, S. David and Stephen F. O'Byrne., (2001). *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*, Mc Graw-Hill, New York

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

5.1 PENDAHULUAN

Secara epistemologi *Economic Value Added* (EVA) adalah konstruk dari *Efficient Market Hypothesis* (EMH) dan *non Efficient Market Hypothesis* (EMH). Secara fundamental faktor ekonomi dan faktor keuangan yang memberikan kontribusi sebagai penggerak utama dari EVA. Untuk menentukan besarnya modal dalam menentukan EVA menggunakan model CAPM.

KOMPETENSI DASAR

Setelah perkuliahan ini mahasiswa mampu menjelaskan dan memahami konsep EVA dan keterkaitannya dengan pasar modal.

INDIKATOR

Setelah perkuliahan ini dapat menjelaskan dan memahami:

- EVA (*Economic Value Added*)
- *Efficient Market Hypothesis* (EMH)
- *Non Efficient Market Hypothesis* (EMH).
- Keterkaitan EVA dengan CAPM

5.2 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 diobservasi 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.

Dalam 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 dan 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 asset.

5.3 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 decade telah menunjukkan bahwa penggunaan CAPM dan beta suatu hal yang tidak diinginkan untuk menghitung biaya modal dan tidak digunakan untuk tujuan evaluasi dan hal ini telah dinyatakan dengan jelas oleh Fama dan French (1992,1996). 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 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 imbal hasil asset 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 instrisik. 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, Moskowitz dan financial herding. 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 instrisik 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 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 instrisik 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, 2001). 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 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 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.

5.4 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 direnspon 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 dari nilai fundamental, dimana menjelaskan penggunaan harga sebagai variabel kriteria dalam studi akuntansi yang berbasis pasar modal.

5.5 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.

5.5.1 *Earnings / Price*

Salah satu studi berlawanan yang berkenaan dengan prediksi CAMP 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*.

5.5.2 *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*.

5.5.3 *Long-Term Return Reversals*

Depend and Thayer (1985) 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. Chopra, Lakonishok and Ritter (1992) menunjukkan bahwa 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*.

5.5.4 Book- to- Market Equity

Rosenberg, Reid and Lanstein (1985) menemukan bahwa saham dengan 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. Chan, Hamao and Lakonishok (1991) menemukan hasil yang sama pada pasar modal Japan. *Book to Market* adalah variabel dapat digunakan untuk membedakan rata-rata *returns*.

5.5.5 Leverage

Bhandari (1988) menemukan bahwa perusahaan dengan *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.

5.6 PERKEMBANGAN INDIKATOR EKONOMI DAN BURSA EFEK INDONESIA (BEI)

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).

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 (*dividend policy*). 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 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 (1958) dan Miller & Modigliani (1961) 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*. Wu & Xu (2005) menyatakan bahwa 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 (1963) yang menunjukkan bahwa pendanaan dari hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya penghematan pajak dari pembayaran bunga dari hutang dan beberapa temuan-temuan studi empiris yang dilakukan oleh Gordon (1959), Litzenberger & Ramaswamy (1979), Bhattacharya (1979), dan Miller & Rock (1985) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen akan mempengaruhi harga saham (nilai perusahaan) karena pembayaran dividen merupakan sinyal (*signaling hypothesis*) tentang prospek perusahaan dimasa mendatang.

Lebih lanjut, Bhattacharya (1979) dan Ross (1977) menyatakan bahwa 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 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). Disamping pemahaman secara konseptual, dibagian akhir akan disajikan beberapa review jurnal internasional yang berhubungan dengan hal-hal tersebut diatas. Review jurnal tersebut akan sangat membantu sebagai bahan masukan sebagai bukti empiris dan sebagai sumber inspirasi untuk menemukan topik-topik penelitian, terutama bagi mahasiswa dan masyarakat yang berminat meneliti tentang *Value Based Management* (VBM) dengan menggunakan analisis *Economic Value Added* (EVA).

5.7 RANGKUMAN

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.

5.8 TUGAS

Jelaskan keterkaitan antara EVA dan CAPM khususnya yang terjadi di BEI terutama pada industri Pabrikasi?

5.9 DAFTAR PUSTAKA

- 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
- Jogiyanto, Hartono., (2012). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ke 7, BPFE Yogyakarta.
- Kamaruddin, Ahmad.,(2004). *Dasar-Dasar Manajemen Investasi dan Portofolio*, Renika Cipta. Jakarta
- Suad, Husnan., (1994). *Dasar - Dasar Teori Portfolio and Analisis Sekuritas*, Edisi Ke-dua, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Van Horne, James. C and JR. Wachowicz, John. M., (2005). *Fundamentals of Financial Management*, Edisi 12, Fitrisari, Dewi and Kwar Arnos Deny (Penerjemah), *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, Buku 1, Salemba Empat, Jakarta
- Weston, J. Fred and Thomas E. Copeland., (1997). *Manajemen Keuangan*, , Edisi Kesembilan, Wasana , Jaka. Kibrandoko (Penerjemah), Edisi 2, Bina Aksara,
- Young, S. David and Stephen F. O'Byrne., (2001). *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*, Mc Graw-Hill, New York

STRATEGI *ECONOMIC VALUE ADDED* (EVA) UNTUK MENCIPTAKAN NILAI PERUSAHAAN

6.1 PENDAHULUAN

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*. Begitu juga EVA dapat mengalahkan earning dalam hubungannya dengan *stock return* dan nilai perusahaan. 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).

KOMPETENSI DASAR

Setelah perkuliahan ini mahasiswa mampu menjelaskan dan memahami strategi EVA (*Economic Value Added*) menciptakan nilai perusahaan.

INDIKATOR

Setelah perkuliahan ini dapat menjelaskan dan memahami :

- *EVA sebagai strategic planning,*
- *EVA sebagai capital allocation,*
- *EVA sebagai operating budget,*
- *EVA sebagai performance measurement,*
- *EVA sebagai management compensation,*
- *EVA sebagai internal-external communication.*

6.2 **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. 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. *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.

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. 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 mentransformasi 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*.

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)*. *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*.

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*). 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.

6.3 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. Keberhasilan suatu perusahaan tergantung bagaimana perusahaan tersebut menggunakan alat operasional untuk perencanaan, pengambilan keputusan dan monitoring. Salah satu alat manajemen tersebut adalah *Economic Valued 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 management. Pemilihan *governance mechanisms* yang tepat antara pemilik dan manajemen adalah sangat penting yaitu dengan penyelarasan 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 *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.

6.3.1 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.

6.3.2 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.

6.3.3 ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) DAN PERFORMAN 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 konsisten 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).

6.3.4 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 dihasilkannya, 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.

6.4 RANGKUMAN

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.

6.5 TUGAS

Jelaskan peran EVA dalam menciptakan nilai perusahaan dan kelebihan EVA?

6.6 DAFTAR PUSTAKA

- 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
- Jogiyanto, Hartono., (2012). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ke 7, BPFE Yogyakarta.
- Kamaruddin, Ahmad.,(2004). *Dasar-Dasar Manajemen Investasi dan Portofolio*, Renika Cipta. Jakarta
- Suad, Husnan., (1994). *Dasar - Dasar Teori Portfolio and Analisis Sekuritas*, Edisi Ke-dua, UPP AMP YKPN, Jogjakarta.
- Van Horne, James. C and JR. Wachowicz, John. M., (2005). *Fundamentals of Financial Management*, Edisi 12, Fitrisari, Dewi and Kwar Arnos Deny (Penerjemah), *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, Buku 1, Salemba Empat, Jakarta
- Weston, J. Fred and Thomas E. Copeland., (1997). *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Wasana , Jaka. Kibrandoko (Penerjemah), Edisi 2, Bina Aksara,
- Young, S. David and Stephen F. O'Byrne., (2001). *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*, Mc Graw-Hill, New York

DASAR-DASAR MANAJEMEN BERBASIS NILAI (*VALUE BASED MANAGEMENT*)

7.1 PENDAHULUAN

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*)

KOMPETENSI DASAR

Setelah perkuliahan ini mahasiswa mampu menjelaskan dan memahami Manajemen Berbasis Nilai.

INDIKATOR

Setelah perkuliahan ini dapat menjelaskan dan memahami :

- Dasar-dasar Manajemen Berbasis Nilai.
- Proses Manajemen Berbasis Nilai.
- Strategi Manajemen Berbasis Nilai.
- Sistem Manajemen Berbasis Nilai.
- Kunci keberhasilan Manajemen Berbasis Nilai.

7.2 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 manager senior. Dengan evaluasi dan sistem kompensasi akan memperkuat penciptaan nilai. Hal yang terpenting adalah proses untuk mereview strategi antara manager 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. Manager 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.

7.2.1 KERANGKA BERFIKIR PENCIPTAAN NILAI

Manager senior harus mempunyai kesadaran penuh terhadap tujuan keuangan utama, yaitu memaksimalkan nilai. Manager senior harus mempunyai peran yang jelas untuk memutuskan tujuan dan harus mempunyai pemahaman analisis yang solid, yang mana variabel kinerja digerakkan oleh nilai organisasi. Manager 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.

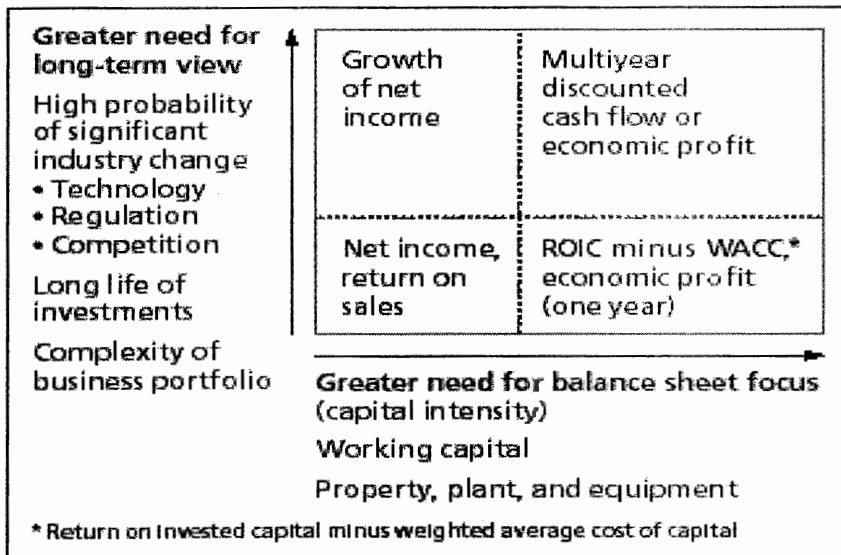
7.2.2 SISTEM DAN PROSES MANAJEMEN

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.

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

Measuring corporate performance



Gambar 7.1 . Berbagai dimensi Ukuran Kinerja

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

Pengukur 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) .

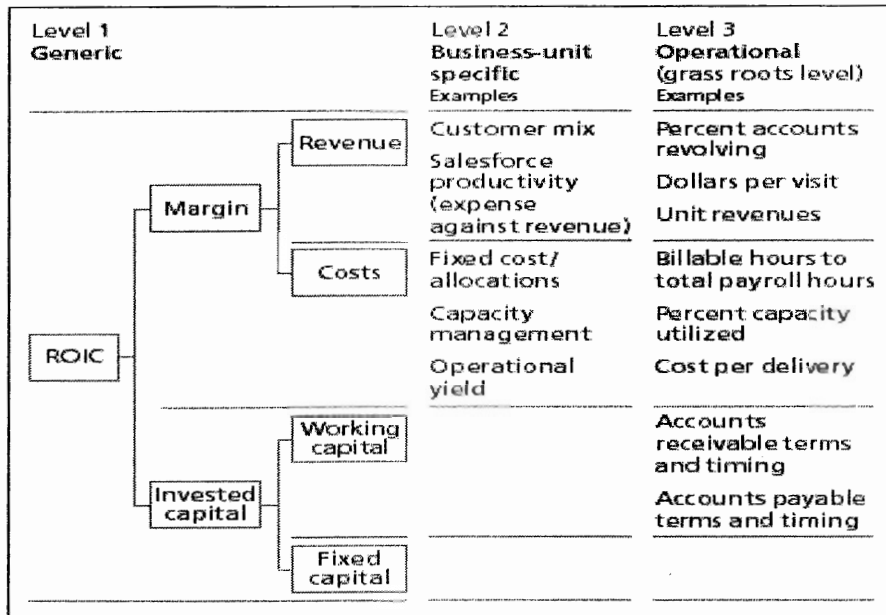
7.3 MENENTUKAN PENGGERAK NILAI

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.

Levels of value drivers



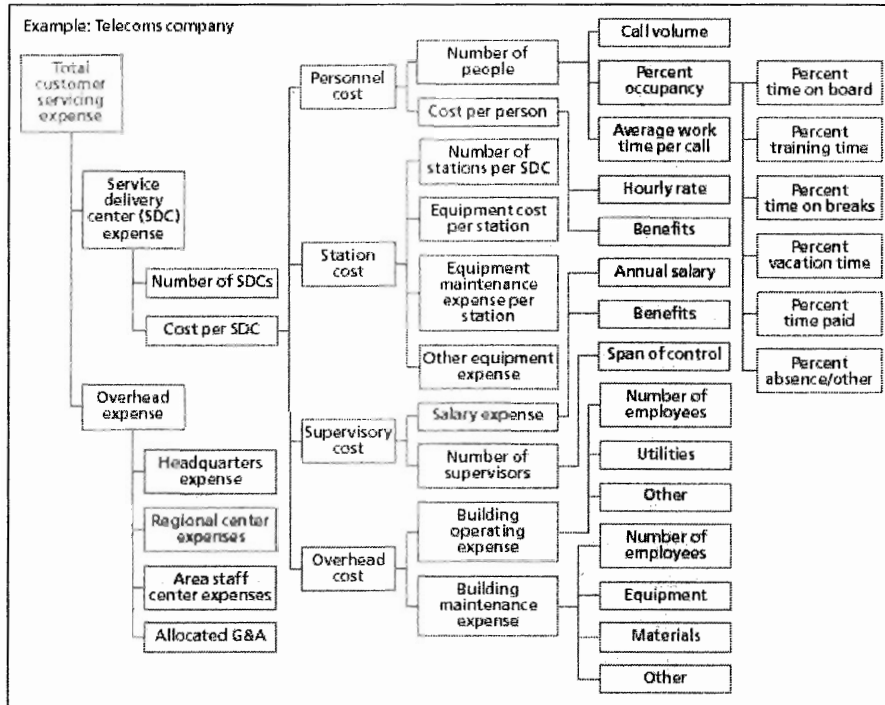
Gambar 7.2. Tingkatan Penggerak Nilai

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

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 tersebut 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 pelayanan konsumen pada sisi sebelah kiri pohon. Peningkatan efisiensi dalam fungsi

utama akan mempengaruhi nilai dari berbagai bagian perusahaan atau organisasi.

Value drivers in customer servicing



Gambar 7.3. Contoh Penggerak Nilai dari Fungsi Pelayanan
 Sumber : *Measuring and Managing the Value of Companies*, Koller, et al., (1994)

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.

7.3.1 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.

7.3.2. 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 mensinergikan sumber daya yang potensial antara unit bisnis dan bagaimana mengalokasikannya antara bisnis tersebut. Manajemen 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 pengindentifikasian 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.

7.3.3 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 realistic dengan ukuran kinerja yang jelas dan sangat mungkin terpenuhi. Jika strategi tidak dapat terpenuhi berarti tidak berhasil memberikan motivasi pada karyawan.

Penerapan *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.

7.4 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.

7.4.1 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 menerus 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 generic. 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. Pengindentifikasian 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*.

7.4.2 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

Gambar 7. 4. Metrik Kinerja dan Peran Manajerial

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

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.

7.5 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 Top Manajemen 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.

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 pensejajaran 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.

7.6 RANGKUMAN

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.

7.7 TUGAS

Jelaskan kerangka berfikir penggerak nilai dalam perspektif pengukuran kinerja berbasis nilai beserta contoh di BEI ?

7.8 DAFTAR PUSTAKA

- 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
- Jogiyanto, Hartono., (2012). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ke 7, BPFE Yogyakarta.
- Kamaruddin, Ahmad.,(2004). *Dasar-Dasar Manajemen Investasi dan Portofolio*, Renika Cipta. Jakarta
- Suad , Husnan., (1994). *Dasar - Dasar Teori Portofolio and Analisis Sekuritas*, Edisi Ke-dua, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Van Horne, James. C and JR. Wachowicz, John. M., (2005). *Fundamentals of Financial Management*, Edisi 12, Fitrisari, Dewi and Kwar Arnos Deny (Penerjemah),Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan, Buku 1, Salemba Empat, Jakarta
- Weston, J. Fred and Thomas E. Copeland., (1997). *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Wasana , Jaka. Kibrandoko (Penerjemah), Edisi 2, Bina Aksara,

Young, S. David and Stephen F. O'Byrne., (2001). *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*, Mc Graw-Hill, New York

MODEL PENGUKURAN DAN MEMPREDIKSI *SHAREHOLDER VALUE*

8.1 PENDAHULUAN

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*)

INDIKATOR

Perkuliahan ini dapat menjelaskan dan memahami :

- Pengukuran kinerja berdasarkan EVA (*Economic Value Added*)
- *Bagian-bagian EVA (Economic Value Added)*
- *Menghitung EVA (Economic Value Added)*
- *Penggerak EVA (Economic Value Added)*
- Nilai pemegang saham (*shareholder value*)

8.2 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.

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. *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). 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*

8.2.1 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*)

8.2.2 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 : $Ke = rf + \beta (rm - rf)$.

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

Rm = Tingkat bunga investasi dari sekeseluruhan pasar saham

Beta = Faktor resiko spesifik perusahaan

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

Tabel 8.1. Langkah-Langkah Menghitung EVA

Nomor	Langkah - Langkah	Keterangan
1	Menghitung Biaya Modal Hutang (Kd)	
	a. Beban Bunga	Laporan Rugi Laba
	b. Jumlah Hutang Jangka Panjang	Neraca
	c. Bunga %	Laporan Rugi Laba
	d. Tingkat Pajak (t)	Laporan Rugi Laba
	e. Penyesuaian (1- t)	1 - (1d)
	f. Biaya Modal Hutang %	1e X 1c

2	Biaya Modal (Ke) 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

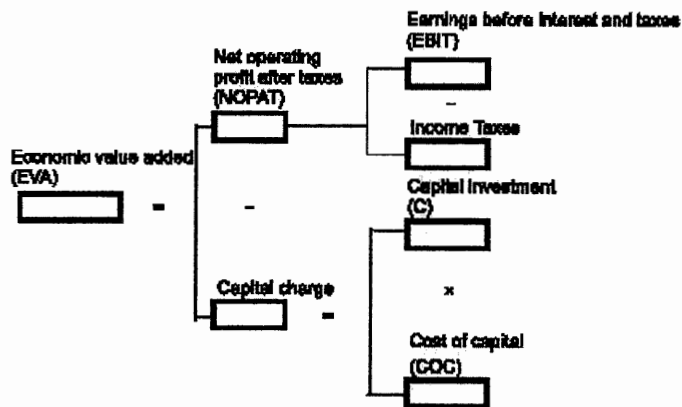
8.3 FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

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 berikut ini 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.

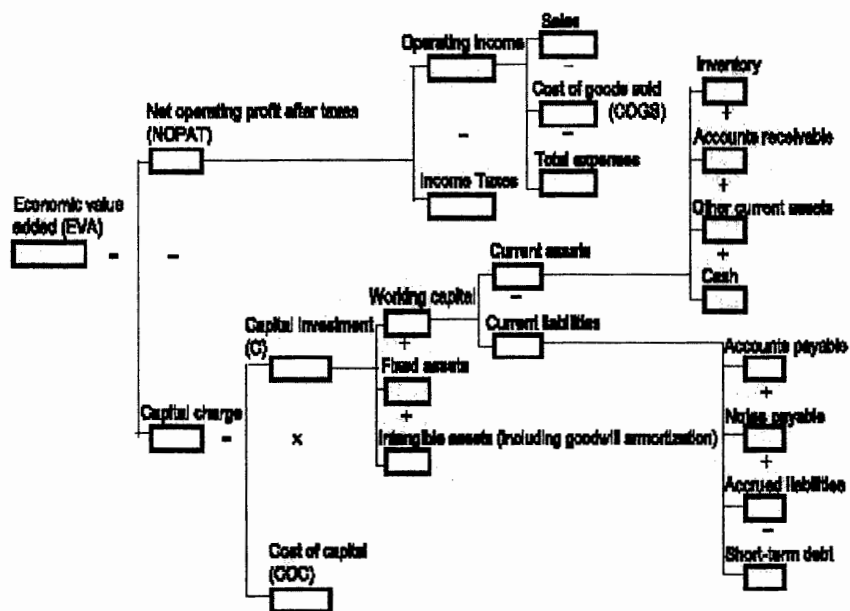


Gambar 8.2. Komponen dalam menghitung nilai EVA
 Sumber : Viswanadham dan Poornima (2003),

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 berikut ini, menunjukkan secara rinci variabel-variabel yang dapat mempengaruhi nilai EVA.



Gambar 8.3. Variabel-variabel yang mempengaruhi nilai EVA

Sumber : Viswanadham dan Poornima (2003).

8.4 MANFAAT SHAREHOLDER VALUE TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

Terdapat beberapa manfaat yang dapat diperoleh perusahaan dalam menggunakan EVA sebagai alat ukur kinerja dan nilai tambah perusahaan. Beberapa manfaat EVA dalam mengukur kinerja perusahaan antara lain: (1) EVA merupakan suatu ukuran kinerja perusahaan yang dapat berdiri sendiri 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. 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. Jika suatu perusahaan tidak dapat memperoleh profit di Salmi atas *required of return*, maka EVA akan menjadi negatif, dan hal ini merupakan *warning* akan terjadinya *Financial Distress* bagi perusahaan tersebut.

8.5 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 unrewarding 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.

8.6 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:

- a. Perhitungan atau estimasi *future cash flow* harus cukup akurat, tidak boleh hanya berdasarkan perasaan
- b. Cukup memakan waktu dan ketelitian,
- c. Komunikasi kepada jajaran di bawah juga memerlukan penjelasan, kadang tidak cukup satu kali
- d. 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.

8.7 RANGKUMAN

Konsep EVA agar dapat membantu manajer dalam pengambilan keputusan dengan menggabungkan dua konsep dasar keuangan karena tujuan dari suatu bisnis adalah memaksimalkan penciptaan nilai bagi *shareholders*. 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* merupakan 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*)

8.8 TUGAS

Jelaskan pengukuran kinerja berdasarkan EVA bagian-bagian EVA berikan contoh perhitungan EVA di BEI ?

8.9 DAFTAR PUSTAKA

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
- Jogiyanto, Hartono., (2012). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ke 7, BPFE Yogyakarta.
- Kamaruddin, Ahmad.,(2004). *Dasar-Dasar Manajemen Investasi dan Portofolio*, Renika Cipta. Jakarta
- Suad, Husnan., (1994). *Dasar - Dasar Teori Portfolio and Analisis Sekuritas*, Edisi Ke-dua, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Van Horne, James. C and JR. Wachowicz, John. M., (2005). *Fundamentals of Financial Management*, Edisi 12, Fitrisari, Dewi and Kwar Arnos Deny (Penerjemah),Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan, Buku 1, Salemba Empat, Jakarta
- Weston, J. Fred and Thomas E. Copeland., (1997). *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Wasana , Jaka. Kibrandoko (Penerjemah), Edisi 2, Bina Aksara,
- Young, S. David and Stephen F. O'Byrne., (2001). *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*, Mc Graw-Hill, New York

INVESTASI DAN PASAR MODAL

(Manajemen Berbasis Nilai)

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) dapat memberikan kesempatan untuk mengambil keputusan yang dapat meningkatkan nilai, kepada manajemen dan mempermudah pengawasan terhadap keputusan manajemen serta memberikan suatu metode yang menghubungkan sistem kompensasi dengan penciptaan nilai bagi shareholders. Perusahaan yang mengadopsi sistem Value-Based Management (VBM) dapat meningkatkan economic performance yaitu Economic Value Added (EVA). Perusahaan dapat menghubungkan sistem kompensasi dengan metrik Value-Based Management (VBM). Ada beberapa Faktor yang dapat meningkatkan atau menghalangi efektifitas dari penggunaan sistem Value-Based Management (VBM). Dengan demikian diperlukan adanya ukuran kinerja yang dapat menggambarkan nilai pemilik atau nilai pemegang saham (shareholder value). Pengukuran kinerja yang relevan dengan penciptaan nilai bagi pemiliknya atau pemegang saham adalah Economic Value Added (EVA). Perusahaan yang dapat menciptakan Economic Value Added (EVA) diharapkan akan dapat meningkatkan kemakmuran (shareholder value) yang tercermin dari besarnya stock returns

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.

Teknik pengukuran yang ada sekarang didasarkan pada kajian teori ekonomi dari pada kajian akuntansi. Pertanyaannya, kerangka kerja apa yang harus digunakan? Ketika suatu kerangka kerja diterapkan, apakah yang lainnya harus diabaikan? Manajemen Berbasis Nilai atau Value-Based Management (VBM) yang merupakan bagian dari Administrasi Berbasis Nilai akan memberikan suatu pemahaman strategi manajemen secara menyeluruh dan sistem control keuangan yang diharapkan dapat meningkatkan nilai shareholder dengan mengurangi agency conflicts. Di dalam konsep Value-Based Management (VBM) konflik agency dapat dikurangi ketika Value-Based Management (VBM) dapat memberikan kesempatan mengambil keputusan untuk meningkatkan nilai kepada pekerja atau karyawan, mempermudah pengawasan kepada keputusan manajemen dan menyediakan suatu metode yang menghubungkan kompensasi yang mengakibatkan penciptaan nilai shareholder

AKADEMIK

ISBN: 978-602-6739-45-2



9 786026 739452

AURA
ANUGRAH UTAMA RAHARJA

 Aura-Publishing
 @Aura_Publishing
 www.aura-publishing.com