

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 *Economic Value Added*

Economic Value Added merupakan indikator mengenai penciptaan nilai atas suatu investasi. Belakangan ini, EVA telah mendapatkan perhatian baik di kalangan manajemen perusahaan, analisis keuangan dan juga praktisi di pasar modal. EVA belakangan ini mendapatkan perhatian dikarenakan EVA yang positif merupakan indikator penciptaan nilai yang dilakukan perusahaan, yang mana sejalan dengan tujuan perusahaan, yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. EVA sendiri dinilai mampu menutupi kelemahan berbagai metode pengukuran kinerja keuangan tradisional, seperti *Earning per Share* (EPS), *Return on Equity* (ROE), dan *Return on Asset* (ROA).

Beberapa perusahaan besar seperti Coca-Cola, AT&T, dan Quaker Oats, dan lebih dari 300 perusahaan telah mengadopsi EVA dalam mencapai keberhasilan mereka (Joel M. Stern, 2001, hal 15-16). Menurut eksekutif keuangan AT&T pada tahun 1990-an yaitu William H. Kurtz, EVA memainkan peranan utama dalam keputusan AT&T dalam mengakuisisi McCaw Cellular. Selain itu AT&T memakai EVA terutama untuk mengukur kinerja manajer unit bisnis. Presiden direktur Quaker Oats, William Smithburg mengatakan “EVA membuat manajer bertindak seperti pemegang saham”.

2.1.1 Pengertian EVA

EVA dipopulerkan oleh Joel Stern dan Bennet Stewart, dan diskusikan di Walbert(1994). Stewart (1991) mendefinisikan EVA sebagai imbal residual, dimana laba

operasional perusahaan dikurangi dengan biaya investasi. EVA merupakan cerminan dari nilai dari *economic profit*, yang mana EVA dihitung dengan mengurangi laba operasi setelah pajak dengan biaya tahunan dari semua modal yang digunakan perusahaan. Jadi, EVA adalah suatu estimasi laba ekonomis yang sesungguhnya dari perusahaan dalam tahun berjalan, dan hal ini sangat berbeda dengan laba akuntansi. EVA menunjukkan sisa laba setelah dikurangkan dengan semua biaya modal termasuk modal ekuitas. Diperhitungkannya biaya modal atas ekuitas merupakan keunggulan pendekatan EVA dibandingkan pendekatan akuntansi tradisional di dalam mengukur kinerja perusahaan.

Menurut Frank K. Reiley dan Keith C. Brown (2000:831,832,1021) "*EVA is an internal performance measure that compares net operating profit to total cost of capital. Indicates how profitable company projects are as sign of management performance, in formula form*".

EVA yang positif menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal atau tingkat pengembalian yang diminta investor atas investasi yang dilakukannya. Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai bagi pemilik modal, konsisten dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. Sebaliknya EVA yang negatif menandakan bahwa nilai perusahaan berkurang sebagai akibat tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah daripada tingkat pengembalian yang dituntut investor.

EVA memberikan tolak ukur yang baik tentang apakah perusahaan telah memberikan nilai tambah kepada pemegang saham. Oleh karena itu, jika perusahaan memfokuskan kepada EVA, maka hal ini akan membantu memastikan bahwa mereka beroperasi dengan cara yang konsisten untuk memaksimalkan nilai pemegang saham.

2.1.2 Perhitungan EVA

Seperti yang telah dibahas sebelumnya, EVA merupakan NOPAT (*Net operating Profit After Tax*) dikurangi dengan biaya modal. Menurut S. David Young dan O'Bryne (2001:43) NOPAT merupakan laba operasi perusahaan yang telah dikurangi pajak dan merupakan pengukuran laba yang didapat perusahaan dari operasi yang dijalankan perusahaan. Biaya modal merupakan modal yang diinvestasikan ke dalam perusahaan dikalikan dengan WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Perhitungan untuk mendapatkan NOPAT dilakukan menurut Standard Akuntansi Keuangan yang didalamnya turut diperhitungkan penyesuaian-penyesuaian.

Rumus perhitungan EVA (*Economic Value Added*):

$$\text{EVA} = \text{NOPAT (Net Operating Profit after Taxes)} - \text{CAPITAL CHARGES}$$

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{INVESTED CAPITAL})$$

Sumber: S. David Young dan O'Bryne, 2001

Menurut G. Bennet Stewart JR (1991:112), angka NOPAT dan *capital* tidak bisa begitu saja diambil dari laporan laba rugi perusahaan, maka dalam mengkalkulasi EVA dilakukan penyesuaian-penyesuaian akuntansi yang perlu, atau *equity equivalent adjustments*. Berikut ini penjelasan untuk setiap *equity equivalent*, yaitu:

a. *Deffered Income Tax Reserve*

Merupakan kumulatif perbedaan pajak yang dicatat secara akuntansi dengan pajak yang benar-benar dibayar. *Deffered taxes* ini pada dasarnya tidak pernah dibayarkan sehingga dapat diperlakukan sebagai penambahan ekuitas dengan menambahkan peningkatan *Deffered taxes* ke dalam *earning*. NOPAT hanya akan dibebani dengan pajak yang benar-benar dibayar. Penyesuaian ini menghasilkan perhitungan yang benar-benar menyatakan aliran kas yang ada.

b. *LIFO Reserve*

LIFO reserve adalah perbedaan nilai persediaan dengan menggunakan metode LIFO dan FIFO. Metode LIFO menilai persediaan berdasarkan nilai historisnya sehingga tidak mencerminkan nilai yang berlaku pada saat laporan keuangan dibuat, sedangkan metode FIFO menghasilkan nilai persediaan yang mendekati nilai pasar pada saat laporan dibuat. Menambahkan *LIFO Reserve* ke model sebagai ekuivalen ekuitas akan mengubah penilaian persediaan dari metode LIFO menjadi FIFO sehingga menghasilkan perkiraan biaya yang benar-benar terjadi.

a. *Cummulative Goodwill Amortization*

Goodwill yang diamortisasi untuk periode tertentu menyebabkan laba yang dilaporkan lebih rendah sehingga manajer enggan melakukan akuisisi yang dapat menguntungkan. Amortisasi ini pada dasarnya dilakukan agar *matching principle* dalam akuntansi terpenuhi. *Goodwill* dapat disesuaikan dengan 2 cara yaitu dengan menambahkan kembali amortisasi *goodwill* pada laba bersih atau dengan menambahkan kembali akumulasi amortisasi *goodwill* pada *goodwill* sehingga menyajikan kembali berapa nilai sesungguhnya dari harga perolehan akuisisi.

b. *Unrecorded Goodwill*

Perbedaan antara nilai buku dan nilai pasar adalah *unrecorded goodwill*. Masalah pengukuran yang serius dan mungkin terjadi adalah tidak diperhitungkannya jumlah *goodwill*. Hal ini terjadi jika metode akuisisi yang diterapkan adalah *pooling of interest*, karena dengan teknik ini biaya yang tercatat oleh pihak pembeli adalah nilai buku akuntansi dari penjual. Untuk itu, *goodwill* yang tidak tercatat ini ditambahkan ke dalam modal.

c. *Intangibles (Research & Develpoment)*

Dalam konsep EVA, pengeluaran untuk *Research and Development* harus dikapitalisasi ke neraca sebagai *equity equivalents* dan diamortisasi ke pentepatan dengan periode antisipasi berhasilnya suatu proyek.

d. *Successful efforts to full cost*

Successful efforts to full cost pada dasarnya berdasarkan pada landasan bahwa *balance sheets* seharusnya hanya memasukkan investasi yang sukses. Dimana yang tidak berhasil harus di-*written off*. Logikanya adalah, asset seharusnya merupakan nilai masa depan dari perusahaan. Dalam akuntansi, *Successful efforts to full cost* menyatakan bahwa tingkat pengembalian yang lebih tinggi daripada sebenarnya sehingga harus dilakukan penyesuaian terlebih dahulu.

e. *Other Equity Equivalent Reserves*

Dalam perhitungan NOPAT, dengan kita memasukkan unsur cadangan maka akan menimbulkan distorsi dalam perhitungan. Sehingga cadangan-cadangan ini harus dihitung sebagai *equity equivalent*, seperti cadangan persediaan usang, jaminan dan pendapatan yang tertunda, dan lainnya.

Tabel 2-1

Equity Equivalents

<i>Add to Capital Equity Equivalents</i>	<i>Add to NOPAT Increase in Equity equivalents</i>
<i>Deffered tax reserve</i>	<i>Increase in deffered tax reserve</i>
<i>LIFO Reserve</i>	<i>Increase in LIFO reserve</i>
<i>Cumulative goodwill amortization</i>	<i>Goodwill Amortization</i>
<i>Unrecorded goodwill</i>	
<i>(Net) Capitalized Intangibles</i>	<i>Increase in net capital intangibles</i>
<i>Full cost reserve</i>	<i>Increase in full cost reserve</i>
<i>Cumulative unusual loss (gain) after tax</i>	<i>Unusual loss (gain) after tax</i>
<i>Other reserve such as: bad debt reserve, inventory obsolescene reserve, warranty reserve, deferred income reserve.</i>	<i>Increase in other reserve</i>

Sumber: dan G. Bennet Steward, JR.:*The Quest For Value*, penyunting Drs. Amin Widjaja Tunggal Ak, M

Komponen-komponen dalam perhitungan *Economic Value Added*:

2.1.2.1 Net Operating Profit After Tax (NOPAT)

NOPAT merupakan laba operasi perusahaan yang telah dikurangi pajak dan merupakan pengukuran laba yang dihasilkan perusahaan dari operasi yang dijalankan oleh perusahaan tersebut. Menurut Stewart (1991:86) dalam bukunya *The Quest for Value*, NOPAT didefinisikan sebagai berikut:

“NOPAT is the profits derived from company’s operations after taxes but before financing costs and non-cash bookkeeping entries. As such, NOPAT also is the total pool of profits available to provide cash return to all financial providers of capital the firm.”

NOPAT dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$\text{NOPAT} = \text{Operating profit} + \text{interest income} + \text{equity income (or equity loss)} + \text{other investment income} - \text{income taxes} - \text{tax shield on interest expense}$$

Sumber: S.David Young & Stephen F. Obryne, 2001

2.1.2.2 Invested Capital

Invested Capital merupakan penjumlahan keseluruhan pembiayaan perusahaan, *invested capital* sama dengan penjumlahan ekuitas pemegang saham, hutang jangka panjang dan hutang jangka pendek, dan hutang jangka panjang lainnya.

Dalam rumus adalah sebagai berikut:

$$\text{Invested capital} = \text{short term debt} + \text{long term debt} + \text{other long term liabilities} + \text{shareholder's equity}$$

Sumber: S.David Young & Stephen F. Obryne, 2001

2.1.2.3 *Cost of Capital*

Menurut S. David Young dan O' Bryne (2001:162) *Cost of capital* untuk sebuah investasi, baik dalam bentuk proyek, divisi bisnis, maupun perusahaan secara keseluruhan, merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemberi modal jika dana di investasikan di tempat lain dengan tingkat bunga yang serupa. *Cost of capital* bisa dibilang juga dengan *opportunity cost*. Pada dasarnya *cost of capital* berdasar pada *expected returns*, bukan pada *historical returns*. Dan juga *cost of capital* merupakan biaya oppotinitas yang mencerminkan imbal hasil investor yang diekspetasikan investor dari investasi lainnya dengan resiko yang mirip.

Cost of capital merupakan biaya rata-rata tertimbang dari hutang dan modal yang digunakan oleh perusahaan, yang mana menggambarkan tingkat pengembalian investasi minimum untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor, yang mana terdiri dari kreditor dan pemegang saham. Maka dalam perhitungannya mencakup komponen-komponennya, yaitu biaya hutang dan biaya modal, serta proporsi masing-masing dalam struktur modal perusahaan.

Stewart dan Stern sendiri mendefinisikan *cost of debt* sebagai *rate* yang harus dibayar perusahaan di dalam pasar sekarang untuk mendapatkan hutang jangka panjang yang baru. Sedangkan perhitungan *cost of equity* dapat menggunakan beberapa pendekatan, seperti CAPM, dividen, atau price-earnings. Penelitian ini menggunakan pendekatan CAPM dalam mengestimasi nilai *cost of equity*.

Menurut Keown, et. all (2005), "*Weighted Average Cost of Capital is the average of the after tax costs of each of the sources of capital used by a firm to finance a project. The weights reflects the proporsion of the total financing raised from each source*".

2.1.2.3.1 Perhitungan WACC

Bentuk pembiayaan untuk perusahaan biasanya terbagi atas saham dan hutang. Investor menginginkan *return* yang tinggi untuk membeli saham pada perusahaan tertentu dibandingkan ketika mereka meminjam, karena tentunya membeli saham jauh lebih beresiko. Maka dari itu biaya modal dari perusahaan tidak hanya tergantung pada biaya hutang dan biaya ekuitas tetapi juga pada struktur modalnya. Setiap perusahaan memiliki struktur modal optimal, yang didefinisikan sebagai bauran utang, saham preferen, dan ekuitas saham biasa yang menyebabkan harga saham menjadi maksimal. Karenanya, perusahaan yang memaksimalkan nilai akan menetapkan target struktur modal optimal. Hubungan ini dijelaskan pada WACC perusahaan sebagai berikut:

$$WACC = W_d \cdot K_d (1-T) + W_e \cdot K_e$$

Sumber: S. David Young & Stephen F. O'Byrne, 2001

Dimana:

- k_d = biaya modal hutang (setelah pajak)
- k_e = biaya modal ekuitas
- W_d = proporsi hutang atau $d / (d + e)$
- W_e = proporsi ekuitas $e / (d + e)$

Berarti dalam menghitung WACC, komponen yang diperlukan adalah sebagai berikut (S. David Young dan O'Byrne, 2001):

- Jumlah hutang dalam struktur modal, pada nilai pasar
- Jumlah modal dalam struktur modal, pada nilai pasar
- Biaya hutang
- Tingkat Pajak

- Biaya ekuitas

Seperti telah dibahas sebelumnya, modal ekuitas memiliki biaya, karena dana yang diinvestasikan pemegang saham dapat diinvestasikan di tempat lain untuk mendapatkan pengembalian (*return*). Dengan kata lain, pemegang saham menyerahkan peluang untuk melakukan investasi dana di tempat lain ketika memberikan modal kepada perusahaan. Pengembalian yang dapat diperoleh di tempat lain atas investasi dengan resiko yang sama ditunjukkan dengan biaya modal ekuitas. Biaya merupakan biaya oportunitas (*opportunity cost*) dan bukan biaya akuntansi (*accounting cost*).

2.1.2.3.2 *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

CAPM merupakan model yang menjelaskan bagaimana asset yang beresiko, seperti misalnya saham dalam suatu perusahaan, dihargai oleh pasar modal. Di sini CAPM menjelaskan hubungan antara resiko dengan *expected return* dan maka dari itu digunakan dalam memberikan harga pada sekuritas yang beresiko. Rumus dari CAPM adalah sebagai berikut:

$$Ke = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f]$$

Dimana:

Ke = Biaya saham biasa

β = Risiko sistematis yang berlaku untuk perusahaan

Rf = Tingkat bunga bebas risiko

Rm = tingkat pengembalian dari portofolio pasar

Pada dasarnya CAPM menilai bahwa ada dua hal yang perlu menjadi pertimbangan, yaitu *time value of money* dan resiko. *Time value of money* direfleksikan oleh *risk free rate (Rf)* pada rumus. Komponen dalam rumus lainnya menggambarkan

resiko yang mana menghitung jumlah kompensasi yang dibutuhkan investor untuk menambah resiko. Ini dihitung dengan menghitung resiko (beta) yang membandingkan *return* yang didapatkan dari suatu asset terhadap pasar dalam kurun waktu tertentu pada saat *market premium* ($R_m - R_f$).

Menurut John J. Wild (2004:56), CAPM menyatakan bahwa pengembalian yang diharapkan atas saham adalah berkaitan dengan resikonya. Resiko terkait dengan ketidakpastian hasil atas peristiwa di masa depan. Teori koefisien beta menyatakan bahwa total resiko investasi terdiri dari dua elemen, yaitu resiko sistematis, yaitu resiko yang terkait dengan pergerakan pasar yang dominan; dan resiko tidak sistematis yaitu resiko khusus untuk saham tertentu. Maka definisi dari resiko bisa diringkas seperti berikut:

$$\text{Total risk} = \text{systematic risk} + \text{unsystematic risk}$$

Menurut S. David Young dan O'Bryne (2001:166) Terdapat beberapa asumsi yang berhubungan dengan perilaku investor dalam penggunaan CAPM, yang paling penting diantaranya adalah 1) investor adalah *risk averse* dan 2) investor yang *risk averse* cenderung mendiversifikasikan resiko. Resiko diukur sebagai pergerakan sistematis saham berkaitan dengan resikonya. Resiko diukur sebagai pergerakan sistematis saham bersama pasar yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi portofolio. Implikasi pentingnya adalah pasar memberikan kompensasi atas resiko sistematis (beta), sementara menahan resiko tidak sistematis (yang dapat dihilangkan melalui diversifikasi) tidak menghasilkan pengembalian tambahan.

2.1.3 Keunggulan dan Kelemahan EVA

Karena *Economic Value Added* merupakan metode penilaian keseluruhan perusahaan yang cukup baik, maka metode ini cukup ideal digunakan sebagai dasar dalam menentukan tujuan perusahaan, insentif untuk manajer dan juga penilaian kinerja. S. David Young mengemukakan kegunaan konsep EVA sebagai berikut:

1. Mendekatkan tujuan manajemen dengan pemegang saham
2. Mendorong manajer untuk mencari investasi yang menciptakan nilai
3. Insentif untuk mengelola secara efektif asset yang telah diakuisisi.

Sedangkan G. Bennet Stewart (1991:225) menyatakan bahwa EVA mendorong penciptaan nilai. Beliau mengatakan:

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

Keunggulan EVA menurut Yuswohady dalam majalah SWA:

1. Di samping menjadi metode pengukuran kinerja keuangan, EVA juga merupakan kerangka kerja manajemen keuangan yang komprehensif, mencakup banyak fungsi seperti *strategic planning, capital allocation, operating budget, performance measurement, management compensation, hingga internal/external communication.*

2. EVA dinilai mampu memainkan peran sebagai suatu sistem insentif kompensasi yang dapat mengarahkan perusahaan dalam mencapai tujuannya, yaitu menciptakan nilai untuk pemegang saham.
3. EVA juga bisa dipakai untuk mentransformasi *corporate culture*, sehingga organisasi semakin sadar dalam menciptakan nilai.
4. EVA dapat mendorong setiap manajer memainkan peran seperti layaknya pemegang saham perusahaan melalui penerapan sistem kompensasi berbasis nilai

Sedangkan keunggulan EVA yang lainnya adalah:

1. Dengan memprediksi EVA setiap tahun maka kita dapat mengetahui berapa nilai yang akan didapat atas modal yang digunakan setiap tahunnya
2. Dengan memprediksi nilai EVA maka dapat menghasilkan serangkaian target untuk para manajer yang harus dihasilkan sehingga menyesuaikan dengan valuasi tersebut.
3. Dapat langsung dikomunikasikan dan dimengerti oleh manajemen operasi
4. EVA memperhitungkan resiko yang muncul atas penggunaan modal

Kelemahan EVA menurut Siddharta Utama dalam majalah Usahawan (1997):

1. EVA hanya menggambarkan penciptaan nilai pada suatu tahun tertentu.
Dengan demikian suatu perusahaan dapat saja mempunyai EVA yang positif pada tahun sekarang tetapi dapat saja nilai perusahaan tersebut rendah karena EVA masa datangnya yang negatif.
2. Secara praktis, EVA tidaklah mudah untuk diterapkan. Proses perhitungan EVA memerlukan estimasi atas biaya modal dan estimasi ini sulit untuk

dilakukan terutama untuk perusahaan yang belum *go public*. Pada dasarnya, terdapat berbagai cara dalam mengestimasi biaya modal sehingga dapat menyebabkan kesalahan dalam perhitungan biaya modal yang pada akhirnya akan mengurangi manfaat dari EVA.

Selain itu, Budi W. Soetjipto dalam artikel *EVA: Fakta dan Permasalahan* juga menjelaskan permasalahan yang dihadapi oleh EVA, yaitu:

1. Perhitungan EVA yang sesungguhnya adalah sangat rumit
2. EVA juga masih mengandung unsur keberuntungan karena tinggi rendahnya EVA dapat dipengaruhi oleh gejolak pasar modal.
3. EVA sendiri juga dinilai bukanlah tolak ukur kinerja bisnis yang cukup baik dikarenakan hanya mengukur kinerja keuangan perusahaan sehingga tidak komprehensif.
4. Selain itu, EVA juga hanya mengukur kinerja hasil akhir dan tidak mengukur aktivitas-aktivitas penentunnya.

Kelemahan EVA lainnya adalah:

1. EVA tidak dapat mendorong manajemen melakukan investasi yang besar karena biaya kapital akan menurunkan nilai EVA
2. EVA tidak dapat dipakai dalam semua industri, EVA tidak cocok digunakan untuk perusahaan yang menggunakan strategi inovasi yang disebabkan oleh lamanya pengembalian kapital dan besarnya kapital yang dibutuhkan dalam melakukan investasi awal
3. Perhitungan EVA cukup rumit sehingga perhitungan yang akurat sangat sulit dilakukan karena tergantung kelengkapan data yang ada di dalam perusahaan.

2.2 Market Value Added (MVA)

Berbanding terbalik dengan EVA, *Market Value Added* merupakan pengukuran kinerja eksternal, atau bagaimana pasar mengevaluasi kinerja perusahaan. Jika EVA disebut sebagai metrik kinerja maka MVA lebih merupakan metrik kekayaan yang mengukur nilai perusahaan dari waktu ke waktu. MVA juga dikembangkan oleh *Stern Stewart Consultancy Firm*. MVA merupakan selisih antara nilai pasar dari perusahaan dengan total modal yang diinvestasikan oleh perusahaan:

$$\text{MVA} = \text{market value} - \text{invested capital}$$

Sumber: S.David Young & Stephen F. Obryne, 2001

Menurut S. David Young (2001:29), *market value* adalah Nilai dari sebuah perusahaan yang didefinisikan sebagai total nilai klaim terhadap asset yang dimiliki atau sama dengan nilai pasar dari keseluruhan asset-asset yang dimiliki perusahaan. Atau lebih mudahnya, *market value* merupakan penjumlahan dari nilai pasar dari modal perusahaan dan nilai pasar dari hutang. *market value* mengukur kekayaan yang diakumulasi perusahaan dari waktu ke waktu untuk pemegang saham.

Menurut S. David Young dan O'Bryne (2001:29) *Market value added* menggambarkan bagaimana kesuksesan manajer dalam menginvestasikan modal yang telah dipercayakan kepada mereka. Jadi *market value added* itu sendiri merupakan cerminan atas nilai wajar dari keseluruhan hutang dan modal yang dikapitalisasi. Semakin besar MVA, maka semakin baik. Sedangkan, MVA yang negatif berarti nilai dari investasi yang dilakukan oleh manajer lebih kecil dari nilai modal yang dikontribusikan pasar modal terhadap perusahaan. *Market Value Added* mencerminkan ekspektasi pemegang saham terhadap perusahaan dalam menciptakan kekayaan di masa yang akan mendatang.

Secara teoritis, *market value added* dalam suatu waktu adalah sama dengan seluruh modal yang dikapitalisasi ditambah atau dikurangi NPV dari seluruh EVA di masa yang akan datang (*future EVA*). Oleh karena itu, *market value* dapat dimaksimalkan dengan memaksimalkan *present value of future Economic Value Added*s. Maka dari itu jika kita memproyeksikan EVA per tahun ke masa yang akan datang dan mendiskontokan proyeksi tersebut ke dalam *present value*, pada *cost of capital*, kita akan mendapatkan estimasi *market value added* yang dicipta.

Dengan memfokuskan pada MVA, kita bisa melihat bahwa pertumbuhan perusahaan belum tentu menghasilkan nilai. Pertumbuhan perusahaan akan menghasilkan nilai jika nilai tambah dari strategi untuk tumbuh melebihi modal tambahan yang diinvestasikan.

Market Value Added sendiri memiliki beberapa keterbatasan, yaitu :

- MVA tidak memperhitungkan *opportunity cost* dari modal yang ditanamkan di perusahaan
- MVA tidak memperhitungkan *account previous cash returns* yang diberikan pada pemegang saham
- MVA tidak dapat dihitung pada tingkat divisional dan tidak dapat dipergunakan untuk perusahaan yang tidak memperjualbelikan sahamnya secara publik (*listed*)
- MVA sangat dipengaruhi oleh harga saham, yang mana jauh dari pengaruh manajemen.

2.3 Return on Asset (ROA)

Return on Asset merupakan salah satu dari rasio yang menunjukkan profitabilitas perusahaan. ROA menunjukkan keefisienan manajemen dalam mengelola aset untuk menghasilkan profit. ROA dihitung dengan cara membagi *net income* perusahaan terhadap total aset perusahaan. ROA mengindikasikan penghasilan yang didapatkan dari aset yang diinvestasikan oleh perusahaan.

Rumus ROA secara umum adalah sebagai berikut:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Net Profit after Taxes}}{\text{Total Aset}}$$

Sumber: James C. Van Horne, *Financial Management Policy*

Aset dari perusahaan terdiri dari hutang dan ekuitas. Kedua macam aset perusahaan ini digunakan dalam membiayai operasional perusahaan. ROA menunjukkan kepada investor bagaimana perusahaan mengubah uang yang diinvestasikan ke dalam perusahaan menjadi keuntungan untuk perusahaan. Semakin tinggi ROA berarti perusahaan semakin baik, karena perusahaan menghasilkan lebih banyak dibandingkan dengan apa yang diinvestasikan. Dalam menggunakan ROA sebagai pengukur kinerja perusahaan, akan sangat baik jika kita membandingkan ROA dari tahun sebelumnya atau membandingkan ROA dengan perusahaan yang mirip di industri yang sama.

2.4 Return On Equity (ROE)

Return on Equity (ROE) merupakan rasio pengukuran profitabilitas perusahaan, yang mana menunjukkan berapa besar laba yang dihasilkan perusahaan terhadap jumlah yang diinvestasikan oleh pemegang saham yang masuk ke dalam *balance sheet*.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net Profit after Tax-Preferred stock dividend}}{\text{Shareholder's Equity}}$$

Sumber: James C. Van Horne, *Financial Management Policy*

Rasio ini mengindikasikan kekuatan laba dalam nilai investasi pemegang saham dan sering digunakan dengan membandingkannya dengan perusahaan lain yang serupa dalam suatu industri. Perusahaan yang mempunyai ROE yang tinggi menandakan bahwa perusahaan tersebut mampu menghasilkan kas untuk internal.

2.5 Earning per Share (EPS)

EPS merupakan bagian dari laba yang didapatkan perusahaan yang dialokasikan untuk pemegang saham biasa. EPS juga menjadi indikator profitabilitas perusahaan. EPS menunjukkan sejumlah uang yang diperoleh oleh setiap lembar saham.

Rumus umum dari EPS adalah:

$$\text{EPS} = \frac{\text{Net Income - Preferred Dividend}}{\text{Weighted Average of Common Shares Outstanding}}$$

Sumber: John J. Wild, *Financial Statement Analysis* (2001:472)

EPS bisa dibilang merupakan variabel yang cukup penting dalam menentukan harga saham suatu perusahaan. EPS juga merupakan komponen besar dalam perhitungan *Price to Earning Ratio*. EPS sendiri merupakan rasio keuangan yang digunakan investor untuk menganalisis kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba berdasarkan saham yang dimiliki. EPS ini menunjukkan laba bersih perusahaan yang siap dibagikan kepada semua pemegang saham. Semakin besar EPS akan menarik minat investor berinvestasi di

perusahaan tersebut. Akibatnya permintaan akan saham dapat meningkat dan harga saham meningkat pula. Dengan kenaikan harga saham maka akan memungkinkan kenaikan *return saham*. Jadi seharusnya EPS mempunyai pengaruh positif terhadap *return saham* maupun kekayaan pemegang saham. Yang perlu diperhatikan dalam EPS adalah modal yang dipakai untuk menghasilkan laba pada perhitungan EPS. Mungkin saja perusahaan menghasilkan nilai EPS yang sama, akan tetapi yang satu bisa saja mendapatkannya dengan investasi yang lebih sedikit, yang menandakan bahwa perusahaan tersebut lebih efisien dalam menggunakan modalnya untuk menghasilkan laba.

2.6 Hubungan Pengukuran Kinerja Akuntansi Tradisional (ROA, ROE, EPS) dengan Penciptaan Nilai

Dengan penilaian kinerja melalui ROA (*Return on Asset*) yang tinggi berarti menandakan bahwa perusahaan tersebut beroperasi secara efektif. Hal ini merupakan daya tarik bagi investor yang akan mengakibatkan peningkatan nilai saham perusahaan yang bersangkutan.

ROA mengukur efisiensi operasi dari suatu perusahaan dalam menghasilkan laba dan aktivasnya, sebelum memperhitungkan dampak bagi segi pembiayaanya. *Net income margin* menunjukkan kemampuan memperoleh laba dari setiap penjualan yang diciptakan oleh perusahaan, sedangkan perputaran aktiva menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan penjualan dari aktiva yang dimilikinya.

Semakin tinggi ROA, semakin efisien operasi perusahaan, dan untuk itu manajemen dapat meningkatkan ROA dengan cara meningkatkan *operating margin* dan meningkatkan *turnover ratio*, atau meningkatkan keduanya.

Pada dasarnya, ROA mempunyai hubungannya dengan *value creation*. Weston dan Copeland (1992) menjelaskan sbb:

1. $ROA > WACC$ merupakan persyaratan atau kondisi yang diperlukan supaya tercipta nilai bagi perusahaan. WACC adalah jumlah keseluruhan *cost of capital*. Karena itu WACC merupakan *minimum rate of return* yang dapat diterima untuk menginvestasikan sumber dana dalam suatu proyek
2. Jumlah besarnya investasi merupakan syarat lain bagi terciptanya nilai, karena walaupun *rate of return* tinggi kalau investasinya kecil tidak akan meningkatkan pertumbuhan pendapatan dengan cepat. Jika pertumbuhan pendapatan lambat maka tidak banyak menciptakan nilai.
3. Interval waktu *competitive advantage*, yaitu periode selama masa $ROA > WACC$ sebelum persaingan menekan turun sampai mencapai level *long term equilibrium*. Hal ini akan mendorong munculnya pesaing baru untuk terjun ke dalam industri yang sama, sehingga akan menurunkan harga jual suatu produk tertentu.

Dari penjelasan diatas disimpulkan bahwa terdapat hubungan positif antara ROA dengan *value creation*. Selanjutnya dengan meningkatkan *value creation* perusahaan, jika informasi pasar efisien diharapkan *value of stock* akan meningkat relative terhadap *book value*.

Perusahaan dengan ROE yang tinggi berarti menandakan bahwa terdapat kekuatan laba dalam nilai investasi pemegang saham. Dengan begitu, perusahaan dengan ROE yang tinggi akan memiliki harga saham diatas nilai bukunya, yang artinya menandakan kekayaan pemegang saham. Perusahaan yang mempunyai ROE yang tinggi menandakan bahwa perusahaan tersebut mampu menghasilkan kas untuk internal.

Earning per Share yang lebih besar menandakan kemampuan perusahaan yang lebih besar dalam menghasilkan keuntungan bersih per lembar saham. Semakin besar EPS akan menarik minat investor berinvestasi di perusahaan tersebut. Akibatnya permintaan

akan saham dapat meningkat dan harga saham meningkat pula. Dengan kenaikan harga saham maka menunjukkan penciptaan nilai perusahaan.

Beaver and Dukes (1972) yang menemukan hubungan antara imbal hasil sekuritas terhadap *earnings*. Begitupun Griffith dan Landsman (1982) yang menemukan bahwa *earnings dan operating cash flow* dapat menjelaskan imbal hasil sekuritas. Board, Day, dan Walker(1989) menunjukkan bahwa harga saham dipengaruhi oleh *earnings*.

Pendekatan dalam analisis fundamental adalah yang dihasilkan oleh Ou dan Penman (1989) yang agak berbeda dengan CAPM tradisional. Pendekatan ini menyatakan bahwa variabel fundamental berhubungan dengan masalah keuangan bisa dijelaskan untuk mengindikasikan laba di masa yang akan datang dan imbal hasil saham.

Dengan semakin meningkatnya ROA, ROE, EPS, dan EVA, maka mencerminkan penilaian kinerja perusahaan akan membaik sehingga harapan pemodal akan tinggi akan perusahaan tersebut sehingga dapat meningkatkan *Market Value Added* sebagai *proxy* nilai pasar dan penciptaan kekayaan pemegang saham. Semakin baik nilai *Market Value Added* menandakan peningkatan kemakmuran pemegang saham.

2.7 Hubungan EVA dengan MVA

Walaupun EVA digunakan utama untuk mengevaluasi kinerja perusahaan, namun EVA dapat pula digunakan untuk mengevaluasi perusahaan dengan kepercayaan bahwa kinerja perusahaan seharusnya mencerminkan kinerja saham perusahaan. Pada dasarnya, EVA menjadi alat ukur yang sangat baik dalam mengukur kinerja perusahaan di masa lalu dalam rangka penciptaan nilai perusahaan. Yang mana dengan kondisi kinerja masa lalu yang sangat baik diharapkan akan berlanjut untuk kedepannya.

Aspek yang mungkin relevan adalah dengan menghubungkan EVA dengan imbal hasil saham. Dalam teorinya, variabel-variabel tersebut cenderung bergerak bersamaan,

naik dan turun. Hal ini mungkin terjadi karena EVA menunjukkan kepada investor apa yang dicari oleh investor, yaitu pengembalian atas modal. Hal ini seperti yang diungkapkan oleh Makelainen (1998) yang menyatakan bahwa semakin tinggi ekspektasi EVA sebuah perusahaan, maka semakin tinggi pula *market value* dan konsekuensinya akan menaikkan pula harga saham. Hal ini pulalah yang mungkin menyebabkan perusahaan seperti Intel, Microsoft, dan Nokia memiliki harga saham yang jauh di atas nilai bukunya, karena menurut Makelainen (1998) imbal hasil saham merupakan cerminan dari ekspektasi terhadap EVA di masa yang akan datang.

Penjelasan mengenai hubungan EVA dan imbal hasil saham akan lebih baik dijelaskan dengan adanya variabel *Market Value Added* (MVA). Stewart (1990) mendefinisikan pengukuran yang dapat mengevaluasi apakah perusahaan telah menciptakan nilai untuk para pemegang saham, yaitu MVA, yang merupakan perbandingan antara *market value* dan nilai buku dari perusahaan tersebut. Stewart (1990) mendefinisikan bahwa hubungan EVA dan MVA sebagai berikut: “*MVA is equal to the present value of all future present EVA*”, yang didefinisikan dalam rumus sebagai berikut:

$$MVA = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{EVA_i}{(1 + WACC)^i}$$

Sumber: Widjaja Tunggal, Amin, Pengantar Konsep EVA dan VBM:2008

Dimana WACC adalah *Weighted Average Cost of Capital* dari perusahaan

Sesuai dengan rumus di atas, penilaian pasar tentang seberapa baik perusahaan mengaplikasikan prinsip EVA diukur melalui *Market Value Added*, yang mana kedua teknik ini memberikan cara analitis untuk berfokus pada pengambilan keputusan keuangan dan investasi yang harus dilakukan manajer.

MVA pada dasarnya mirip dengan *market to book* ratio. MVA memfokuskan pada total *market value* dan total *invested capital*. Kita bisa lihat bahwa MVA menyatakan seberapa besar kekayaan yang telah diciptakan atau dihilangkan, dan EVA menyatakan bagaimana efisiennya perusahaan berprestasi dalam suatu periode.

2.8 Penelitian Terdahulu

Stewart (1991) menyatakan bahwa EVA merupakan *proxy* dari MVA, dengan menggunakan 600 sampel perusahaan di US dari tahun 1987-1988. Dia menyatakan bahwa perubahan EVA dapat menjelaskan perubahan MVA.

Stern, Stewart, dan Chew (1995) menyatakan bahwa perubahan EVA dalam suatu periode penelitian selama 5 tahun dapat menjelaskan perubahan MVA sebesar 50%.

Lehn dan Makhija (1996) menganalisa EVA dan MVA dari 241 perusahaan dan berkesimpulan bahwa keduanya saling berhubungan dengan *return saham*. Korelasi yang ditemukan cukup kecil namun EVA mempunyai hubungan yang paling erat dengan tingkat pengembalian saham daripada pengukuran kinerja tradisional, seperti ROA, ROE, dan ROS.

O'Bryne (1996) menggunakan rasio *market value to equity* sebagai variabel dependen dan EVA sebagai variabel independen, dan menemukan bahwa EVA dapat menjelaskan *market value* sebesar 31% dan perubahan EVA dapat menjelaskan 55% perubahan dari *market value*.

Grant (1996) melakukan pembedaan dan penelitiannya pada variabel yang digunakan, yaitu MVA/capital sebagai variabel dependen dan EVA/capital sebagai variabel independen dengan sample 983 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan rasio EVA/Capital menjelaskan 32% variabel MVA/Capital.

Dodd dan Chen (1996) meneliti hubungan antara *stock return* dengan EVA, Residual Income, ROA, ROE, dan EPS. Hasil penelitian mereka menyebutkan bahwa *adjusted EVA* hanya menghasilkan sedikit manfaat dibandingkan dengan Residual Income (RI).

Kramer dan Pushner (1997) mempelajari hubungan antara EVA dan MVA dan menemukan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara perubahan pada MVA dengan perubahan pada EVA

Biddle et al (1997) meneliti bahwa EVA mempunyai hubungan yang lebih baik terhadap valuasi saham dan juga *market value* dibandingkan dengan laba bersih, namun sebaliknya laba berpengaruh lebih besar terhadap *market value* dan imbal hasil saham dibandingkan EVA.

Uyemura et al (1996), Miluvoncih et al (1996), dan Grant (1996), ketiganya menemukan bahwa EVA berhubungan dengan *return* saham akan tetapi secara statistik hubungannya lemah.