

## BAB II

### KAJIAN TEORITIS

#### 2.1 *Economic Value Added*

Stewart (1993) mendefinisikan *Economic Value Added* sebagai berikut: “*A residual income measure that subtract the cost of capital ( $C^*$ ) from the operating profits generated in the business.*” Hansen dan Mowen (1994) menjelaskan lebih lanjut *residual income* sebagai: “*The difference between operating income and the minimum dollar return required on a company’s operating assets*”. Dari definisi ini, maka sebetulnya EVA adalah nilai tambah ekonomis yang diciptakan perusahaan dari aktivitas yang dilakukannya selama periode tertentu.

Lebih lanjut, menurut Stewart (1993) menjelaskan bahwa manajemen dapat meningkatkan nilai EVA dengan melakukan tiga hal sebagai berikut:

1. Meningkatkan laba operasi tanpa adanya tambahan modal;
2. Menginvestasikan modal baru ke dalam proyek yang mendapat imbal yang lebih besar dibanding biaya modal;
3. Menarik modal dari aktivitas-aktivitas usaha yang tidak menguntungkan.

Manajemen dapat meningkatkan operasi tanpa adanya tambahan modal dengan cara menggunakan aktiva perusahaan secara efisien. Selain itu manajemen juga dapat meningkatkan nilai EVA dengan mengambil proyek yang bermutu yang memiliki *return* lebih besar dibandingkan dengan biaya modal.

### 2.1.1 Metodologi Perhitungan Economic Value Added (EVA)

Pengukuran EVA diturunkan dari kombinasi laporan keuangan perusahaan dan *cost of capital* yang diinvestasikan. Kombinasi dari laporan laba rugi dan laporan perubahan modal merefleksikan pertumbuhan perusahaan, efisiensi operasi, dan efektivitas manajemen aset.

Untuk melengkapi metode perhitungan EVA, berikut dijelaskan perhitungannya dan langkah-langkah dalam perhitungan EVA, sebagai berikut:

**Perhitungan EVA.** Rumus perhitungan EVA adalah sebagai berikut:

	Net sales
-	Operating expenses
=	Operating profit ( or earning before interest and tax, EBIT)
-	Taxes
=	Net operating profit after tax (NOPAT)
-	Capital charges (Invested capital X Cost of capital)
=	EVA

EVA merupakan pengukuran total faktor kinerja karena perhitungan EVA telah memasukkan semua unsur yang ada dalam laporan laba/rugi dan neraca. EVA sama dengan NOPAT dikurangi biaya modal. Biaya modal merupakan modal yang diinvestasikan perusahaan dikali dengan biaya rata rata tertimbang (WACC). Modal yang diinvestasikan merupakan jumlah dari ekuitas pemegang saham, hutang berbunga baik

jangka panjang maupun jangka pendek , hutang tanpa bunga seperti hutang gaji dan hutang pajak.

### 2.1.2 Manfaat EVA

#### 1. EVA dan Anggaran Modal

Selain menggunakan *Net Present Value*, perusahaan juga dapat menggunakan analisa EVA untuk memutuskan apakah akan menerima atau menolak proyek baru, apabila biaya modal baru yang digunakan untuk membiayai sebuah proyek lebih besar dibandingkan perhitungan awal EVA maka proyek tersebut menghasilkan *discounted* EVA yang negatif sehingga lebih baik perusahaan menolak proyek tersebut. Sebaliknya apabila proyek tersebut menghasilkan *discounted* EVA yang positif dimana perhitungan awal EVA lebih besar dibandingkan dengan biaya modal baru yang dikeluarkan maka berarti proyek tersebut menghasilkan nilai, sehingga akan lebih baik jika perusahaan menerima proyek tersebut

#### 2. EVA dan Penetapan Tujuan

Dengan diterapkannya EVA dalam perusahaan maka manajemen dapat lebih terfokus pada penciptaan nilai sehingga segala aktivitas yang tidak menambah nilai dapat dihilangkan.

#### 3. EVA dan Penilaian kinerja

Adanya pemisahan antara manajemen dan *owners* menyebabkan adanya *conflict of interest* sehingga menimbulkan *agency cost*. Untuk meminimalkan biaya agen ini maka diperlukan adanya suatu kontrol atas tindakan manajemen. Penilaian kinerja merupakan salah satu cara untuk mengendalikan tindakan manajemen agar searah dengan tujuan perusahaan. Metode penilaian kinerja yang biasa digunakan perusahaan adalah metode

anggaran. Menurut Stewart (1993) dalam bukunya yang berjudul *The Quest For Value* dijelaskan bahwa:

*” The use of budgets for bonuses is a vestige of an archaic accounting model that emphasizes earnings over cashflow, control over delegation, variances instead of vision, and questions instead of answers. That model must go”* (Stewart, 1993)

#### 4. EVA dan kompensasi

Untuk mendorong kinerja manajemen, perusahaan sering menggunakan sistem kompensasi. Kompensasi yang sering diterapkan perusahaan adalah sistem kompensasi berdasarkan pengukuran akuntansi. Sistem ini memiliki kelemahan yaitu timbulnya kesempatan bagi manajemen untuk memanipulasi laba agar laba yang dihasilkan tinggi sehingga kompensasi yang didapat juga semakin tinggi. Penggunaan sistem kompensasi berdasarkan EVA dapat menghilangkan kelemahan tersebut karena manajemen diberi kompensasi berdasarkan penambahan nilai bukan laba. Kompensasi berdasarkan EVA tidak menjamin kecocokan *owners* dengan manajemen jika sistem kompensasi dirancang dengan buruk. Selain itu, hal yang harus diperhatikan dalam merancang sistem kompensasi adalah biaya (*cost*). Perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik bukan memaksimalkan kesejahteraan manajemen. Untuk mengendalikan biaya yang terkait kompensasi ini, pemilik sering kali membatasi besaran kompensasi pada tingkat yang cukup untuk menarik manajer yang berkualitas, memberikan kompensasi kepada manajemen berdasarkan peningkatan EVA daripada hanya berdasarkan EVA yang diciptakan, dan mengatur target peningkatan EVA yang harus dicapai oleh manajemen jika ingin mendapatkan bonus yang besar.

### 2.1.3 Keunggulan dan Kelemahan EVA

Salah satu keunggulan EVA adalah terletak pada kemampuannya untuk menyatukan tiga fungsi penting manajemen yaitu: *capital budgeting*, *performance appraisal* dan *incentive compensation* (Higgins, 1998). Keputusan *capital budgeting* didasarkan pada EVA. EVA dapat mengukur kinerja bisnis dan dapat digunakan sebagai kompensasi insentif. Selain itu keunggulan EVA lainnya adalah:

1. EVA mengukur *earning* dari suatu investasi sehingga membantu perusahaan untuk mencapai *goal congruence* antar penilaian divisi dan tindakan yang diambil untuk memaksimalkan kekayaan perusahaan.
2. EVA dapat mengukur kinerja investasi antar divisi yang memiliki jenis risiko yang berbeda karena perhitungan EVA dapat membantu para manajer untuk menyadari adanya perbedaan risiko diantara divisi.
3. Dengan menggunakan *capital charge*, EVA memperbaiki kekurangan utama dari pendapatan dan *earning per share* (EPS) yaitu: mereka tidak mengikutsertakan neraca. Laba ekonomis secara *explicit* mengakui bahwa modal itu tidak tanpa biaya. Maka pertumbuhan akibat dilakukan investasi, harus mengakui bahwa pertumbuhan tersebut tidak tanpa biaya. Jadi nilai pertumbuhan harus dikurangi oleh *capital charge*.
4. Perhitungan EVA bersifat mandiri tanpa memerlukan data pembandingan seperti standar industri atau data perusahaan lain.
5. Konsep EVA mudah untuk diaplikasikan.

Sedangkan kelemahan EVA adalah

1. Perhitungan EVA tidak dapat membandingkan tingkat *return* antar dua bisnis jika ada perbedaan dari segi besarnya bisnis tersebut.
2. EVA menggunakan *cost of capital* dalam perhitungannya namun *cost of capital* seringkali sulit untuk dihitung.
3. EVA memiliki keterbatasan dalam “perhitungan satu periode” yang bersifat historis. Keuntungan ekonomis dari satu tahun tidak selalu memberikan informasi tentang keadaan yang akan terjadi pada kinerja di masa depan.
4. Penerapan EVA tidak sesuai dengan jenis industri tertentu . Misalnya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi seperti sektor teknologi
5. EVA mengabaikan kinerja non keuangan yang sebenarnya dapat meningkatkan kinerja keuangan.

## **2.2 NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*).**

NOPAT merupakan penjumlahan dari laba usaha, penghasilan bunga, beban/penghasilan pajak penghasilan, *tax shield* atas beban bunga, bagian atas laba/rugi bersih perusahaan asosiasi, laba/rugi penjualan aktiva tetap dan investasi saham, laba/rugi kurs yang telah dikeluarkan pengaruh dari aktivitas pembiayaannya, laba/rugi lain-lain yang terkait dengan operasional. Laba/rugi luar biasa dan komponen-komponen lainnya yang berasal dari faktor non-operasional tidak diikutsertakan dalam perhitungan NOPAT.

$$\text{NOPAT} = \text{Operating Income} \times (1 - \text{Tax Rate})$$

NOPAT lebih baik dalam menilai efisiensi operasi pada perusahaan yang *leveraged*. Perhitungan NOPAT ini dihasilkan dari penyesuaian jumlah laba dari laporan keuangan berbasis *accrual* menjadi laba berbasis kas. Proses untuk mencapai hasil NOPAT ini akan diuraikan dalam tiga tahapan.

Beberapa langkah untuk mendapatkan nilai NOPAT ada tiga tahapan dasar:

1. Dimulai dari *earning before interest and taxes* (EBIT).
2. Membuat dua penyesuaian utama, yaitu mengeliminasi distorsi akuntansi (efek *accrual*) dan mereklasifikasi beberapa beban yang berasal dari investasi.
3. Mengurangi dengan beban pajak perusahaan

### **2.3 Cash Flow Operation (CFO)**

Kas pada umumnya merupakan aktiva yang paling likuid sehingga di klasifikasikan sebagai aktiva lancar. Kas merupakan pos yang dapat digunakan untuk membayar kewajiban lancar dan harus bebas dari setiap restriksi kontraktual yang membatasi pemakaiannya dalam melunasi kewajiban lancar.

Laporan arus kas merupakan laporan yang menyediakan informasi yang relevan mengenai penerimaan dan pembayaran kas selama suatu periode. Laporan ini menyajikan ikhtisar secara rinci mengenai semua arus kas masuk dan arus kas keluar. Laporan arus kas terdiri dari 3 aktivitas yaitu: Aktivitas operasi yang meliputi pengaruh kas dari transaksi yang digunakan untuk menentukan laba bersih . Aktivitas investasi yang meliputi pemberian dan penagihan pinjaman serta perolehan dan pelepasan investasi, serta properti, pabrik dan peralatan. Aktivitas pembiayaan yang meliputi perolehan sumber daya dari pemilik dan komposisinya dan peminjaman uang dari kreditor beserta pelunasannya.

Berikut ini akan dijelaskan beberapa definisi menurut PSAK: 1) Kas terdiri dari saldo kas (*cash on hand*) dan rekening giro, 2) Setara kas (*cash equivalent*) adalah investasi yang sifatnya sangat likuid, berjangka pendek dan yang dengan cepat dapat dijadikan kas dalam jumlah tertentu tanpa menghadapi risiko perubahan nilai yang signifikan. 3) Arus kas adalah arus masuk dan arus keluar atau setara kas, 4) Aktivitas operasi adalah aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan (*principal revenue-producing activities*) dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan, 5) Aktivitas investasi adalah perolehan dan pelepasan aktiva jangka panjang serta investasi lain yang tidak termasuk setara kas, dan 6) Aktivitas pendanaan (*financing*) adalah aktivitas yang mengakibatkan perubahan dalam jumlah serta komposisi modal dan pinjaman perusahaan.

#### **2.4 Penelitian yang Pernah Dilakukan**

Beberapa penelitian sejenis yang pernah dilakukan antara lain adalah sebagai berikut:

Gary C. Biddle (1997) melakukan penelitian yang bertujuan untuk membuktikan klaim dari Stewart apakah EVA lebih berasosiasi dengan *return* saham dibanding laba bersih dan apakah kompensasi berdasarkan EVA dan *residual income* lebih baik dalam memotivasi manajer dalam meningkatkan kekayaan pemegang saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa EVA tidak mendominasi laba akuntansi tradisional dalam hubungannya dengan imbal saham dan nilai perusahaan (*firm value*). Perusahaan yang mengadopsi kompensasi berdasarkan *residual income* cenderung untuk meningkatkan efisiensi operasinya dengan meningkatkan perputaran aktiva (*asset turnover*). Perusahaan

yang menerapkan sistem kompensasi berdasarkan *residual income* dapat meningkatkan *residual incomenya* hampir 1300%.

Chen dan Dodd (1997) melakukan penelitian yang bertujuan untuk membuktikan apakah EVA memiliki korelasi sempurna terhadap imbal saham sebagaimana yang diklaim oleh pendukung EVA dan apakah EVA memiliki informasi yang lebih dibandingkan *residual income* dalam menjelaskan variasi imbal saham. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 605 perusahaan selama periode 10 tahun (1983-1992). Variabel yang diteliti terdiri dari EVA. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa EVA memiliki hubungan dengan imbal saham, akan tetapi korelasi antara keduanya jauh dari sempurna seperti yang diklaim oleh para pendukung EVA sebelumnya. Korelasi yang didapat antara EVA dengan *return* adalah 0.449. EVA dapat menjelaskan variasi imbal saham hanya sebesar 20%. EVA memiliki informasi yang lebih dibanding dengan variabel akuntansi lainnya (EPS, ROA, dan ROE).

Heribertus (2000) melakukan penelitian yang bertujuan untuk melakukan analisis hubungan antara arus kas dari aktivitas operasi dan data akrual dengan *return* saham. Penelitian ini menggunakan 55 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan *purposive sampling method*. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa tidak terdapat hubungan antara komponen *earnings* terhadap imbal saham.

Dr. D.V Ramana (2004) melakukan penelitian pada pasar modal India dengan jumlah sampel sebanyak 243 perusahaan besar di India dengan periode empat tahun. Komponen yang diteliti terdiri dari EVA, *Profit After Tax* (PAT), *Profit Before Interest and Tax* (PBIT), *Cash Flow Operation* (CFO). Penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa 1) MVA memiliki korelasi yang positif terhadap EVA. 2) PAT dan PBIT dapat menjelaskan variasi MVA lebih dibanding EVA.

Mohamad Iqbal (2004) melakukan analisis yang berhubungan dengan *Economic Value Added* (EVA), *Return on Asset* (ROA), *Return on Equity* (ROE), dan *Earning per share* dalam kaitannya dengan harga saham dan *market value added* (MVA) pada periode 2000-2002 pada perusahaan yang terdaftar dalam LQ 45 yang memiliki *asset* diatas 1 triliun. Berdasarkan regresi *pool least square*, penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa EVA, ROA, ROE dan EPS secara bersama-sama dapat mempengaruhi harga saham. ROA dan EPS secara individual mempengaruhi harga saham. Sedangkan EVA dan ROE tidak mempengaruhi harga saham. EVA, ROA, ROE, dan EPS secara bersama-sama dapat mempengaruhi *Market Value Added* (MVA). *Economic Value Added* (EVA) dan *Return on Asset* (ROA) secara individual mempengaruhi harga saham. Sedangkan ROE dan EPS tidak mempengaruhi harga saham.

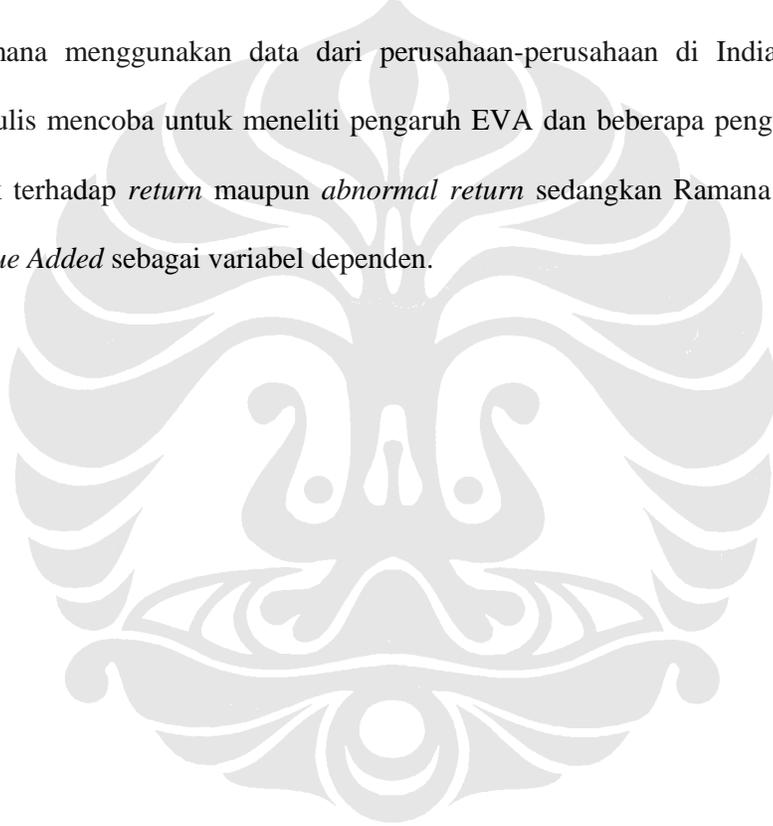
Pradhono (2004) melakukan penelitian yang bertujuan untuk melakukan analisis pengaruh *Economic Value Added*, *Residual income*, *Earnings* dan arus kas operasi terhadap *return* yang diterima pemegang saham. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan regresi linear sederhana hal ini disebabkan karena masing-masing variabel bebas kesemuanya berasal dari unsur yang sama yaitu *earnings*. Ada 4 model regresi linear sederhana yang digunakan untuk menganalisis pengaruh 4 variabel bebas CFO, *earnings*, *residual income* dan EVA terhadap *return*. Hasil model regresi menyatakan kesimpulan bahwa EVA berpengaruh positif terhadap *return*. Sedangkan *Residual income* memiliki hubungan terbalik dengan *return*. Hal ini menunjukkan bahwa *residual income* merupakan tolak ukur kinerja yang tidak mencerminkan tambahan kekayaan bagi pemegang saham. Seharusnya tolak kinerja memiliki hubungan positif dengan *return*. *Earnings* berpengaruh positif terhadap *return*. Arus kas operasi (CFO) berpengaruh positif terhadap *return*. CFO memiliki koefisien beta yang terbesar, yang berarti bahwa CFO

memiliki pengaruh yang lebih nyata terhadap *return*, dibanding ketiga tolak ukur kinerja lainnya.

Meythi (2006) melakukan penelitian yang bertujuan untuk melakukan analisa pengaruh arus kas operasi terhadap harga saham dengan persistensi laba sebagai variabel *intervening*. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 100 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dalam jangka waktu 4 tahun (1999-2002). Data dikumpulkan menggunakan *purposive sampling method*. Komponen arus kas yang digunakan adalah arus kas operasi yang diambil dari laporan arus kas perusahaan yang dipublikasikan. Persisten laba diukur menggunakan koefisien regresi antara laba berjalan dengan laba mendatang. Laba yang digunakan adalah laba usaha. Hasil analisis menunjukkan bahwa arus kas operasi tidak mempengaruhi harga saham dengan persistensi laba sebagai variabel *intervening*.

Taufik Hidayat (2006) melakukan penelitian untuk menganalisis dua permasalahan mendasar yaitu apakah EVA mengungguli pengukuran lainnya seperti laba, arus kas operasi, dan *residual income* dalam menjelaskan imbal hasil saham. Penelitian ini menggunakan pendekatan *pooled time series* dan *cross sectional data* terhadap 121 perusahaan di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2001 hingga tahun 2003. Penelitian digunakan dengan menggunakan dua pendekatan yaitu *Relative Information Content* dan *Incremental Information Content*. Berdasarkan hasil analisis dengan pendekatan *relative information content*, penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa Laba Sebelum Pos Luar Biasa (EBEI) lebih dapat menjelaskan imbal hasil saham dibandingkan EVA, Arus Kas Operasi (CFO), dan *Residual income* (RI). Pendekatan *incremental information content* menghasilkan kesimpulan bahwa EBEI dan CFO lebih dapat menjelaskan imbal hasil saham dibandingkan EVA dan RI.

Hasil penelitian terdahulu masih menunjukkan adanya inkosistensi sehingga masih perlu dilakukan penelitian mengenai kandungan informasi yang dimiliki EVA dalam menjelaskan variasi *return* saham. Penelitian ini merupakan replikasi terhadap penelitian yang pernah dilakukan oleh Dr D.V Ramana (2004), namun demikian terdapat beberapa perbedaan dalam pengujiannya terutama berkaitan dengan sumber data dan beberapa variabel yang diteliti. Sampel pengujian dilakukan pada perusahaan Indonesia sedangkan Ramana menggunakan data dari perusahaan-perusahaan di India. Dalam penelitian ini penulis mencoba untuk meneliti pengaruh EVA dan beberapa pengukuran kinerja lainnya baik terhadap *return* maupun *abnormal return* sedangkan Ramana menggunakan *Market Value Added* sebagai variabel dependen.



**Tabel 2.1**  
**Ringkasan Penelitian Terdahulu**

No	Peneliti	Variabel Independen	Variabel dependen	Kesimpulan
1	Gary C.Biddle (1997)	EVA <i>Residual income</i> Net Income	<i>Return</i> Firm Value	EVA tidak mendominasi laba bersih dalam hubungannya dengan return saham dan firm value.
2	Chen dan Dodd (1997)	EVA, ROA, ROE, EPS	<i>Return</i>	1) EVA tidak memiliki korelasi sempurna terhadap <i>return</i> 2) EVA memiliki informasi yang lebih dibanding EPS, ROA, dan ROE
3	Heribertus Kurniawan (2000)	Operating cash flow, earnings	<i>Return</i>	Tidak ada hubungan antara komponen earnings dengan <i>return</i> saham
4	Dr.D.V Ramana (2004)	EVA, NOPAT, PAT, PBIT	MVA	1) Tidak ditemukan bukti yang mendukung klaim dari Stewart yang menyatakan bahwa EVA lebih superior dibandingkan pengukuran kinerja tradisional lainnya. 2) NOPAT dan PAT memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menjelaskan MVA dibanding dengan EVA
5	Mohamad Iqbal (2004)	EVA ROA ROE EPS	Harga saham	1) EVA, ROA, ROE dan EPS secara bersama-sama dapat mempengaruhi <i>Market Value Added</i> (MVA). 2) EVA dan ROA secara individual mempengaruhi <i>Market Value Added</i> . Sedangkan ROE dan EPS secara individual tidak mempengaruhi <i>Market Value Added</i> (MVA)
6	Pradhono (2004)	EVA, <i>Residual income</i> , Earnings, dan Arus Kas Operasi	<i>Return</i>	1) EVA berpengaruh positif terhadap <i>return</i> . 2) <i>Residual income</i> berhubungan terbalik dengan <i>return</i> . 3) Earnings berpengaruh positif terhadap <i>return</i> . 4) arus kas operasi berpengaruh positif dengan <i>return</i> . 5) CFO memiliki pengaruh yang lebih nyata.
7	Taufik Hidayat (2006)	EVA, EBEl, CFO, dan RI	<i>Return</i>	1) EBEl lebih dapat menjelaskan imbal hasil saham dibandingkan EVA, Arus Kas Operasi (CFO) dan <i>Residual income</i> (RI) 2) EBEl dan CFO lebih dapat menjelaskan imbal hasil saham dibandingkan EVA dan RI
8	Methy (2006)	Arus Kas Operasi	Harga saham	Arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap harga saham dengan persistensi laba sebagai variabel intervening.