

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Tinjauan Pustaka

Tujuan *corporate finance* adalah memaksimumkan 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, 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 efektifitas perusahaan, sehingga seringkali dikatakan memaksimumkan nilai perusahaan juga berarti memaksimumkan kekayaan pemegang saham (Pradhono, 2004).

Nilai perusahaan erat juga kaitannya dengan kinerja yang telah dilakukan perusahaan. Penilaian kinerja penting agar dapat mengetahui pertumbuhan dan perkembangan perusahaan serta tingkat kemajuan perusahaan. Ini juga berguna sebagai alat evaluasi perusahaan, jika terjadi kesalahan dalam implementasi strategi (Eliza, 2005).

Untuk dapat menilai kinerja diperlukan alat ukur penilaian. Alat ukur yang sering digunakan adalah beberapa ratio antara lain : *Return on Asset (ROA)*, *Return on Equity (ROE)*, *Price Earning Ratio (PER)* dan *Earnings Per Share (EPS)*. Ukuran-ukuran ini menilai kinerja perusahaan yang mendasarkan pada

laba akuntansi. Perhitungan ini tidak mengintegrasikan beban biaya modal, sehingga tidak memperlihatkan nilai tambah yang sesungguhnya dihasilkan oleh perusahaan.

Tekanan kepada pihak manajemen untuk selalu menghasilkan keuntungan yang terus meningkat menyebabkan perusahaan menggunakan alat penilai kinerja yang baru. Alat ini diharapkan dapat mencatat keberhasilan usaha pihak manajemen dalam menciptakan nilai bagi pemegang saham dan untuk memotivasi karyawan perusahaan agar dapat bekerja secara komitmen dalam rangka mencapai tujuan, yaitu penciptaan nilai/*value creation* (Eliza, 2005).

Untuk itu banyak pengukuran kinerja perusahaan yang tidak hanya memperhitungkan sisi *accounting profit* saja, melainkan juga nilai tambah perusahaan. Ini terdapat dalam konsep EVA, yang memasukkan beban modal ke dalam perhitungannya.

1. *Economic Value Added* (EVA)

Istilah EVA pertama kali dipopulerkan oleh *Stern Steward Management Service* yang merupakan perusahaan konsultan dari Amerika Serikat. EVA dikenal sebagai *economic profit*, yaitu nilai *profit* yang melebihi (kurang dari) tingkat pengembalian minimum yang bisa diperoleh (diderita) oleh pemegang saham dan kreditur dengan berinvestasi disekuritas lain, yang mempunyai resiko sebanding (*opportunity cost*).

EVA lebih dari sekedar sistem pengukuran. Ia juga merupakan instrumen untuk mengubah perilaku manajerial. Ia mengubah cara

berpikir, membuat manajer untuk berpikir berbeda mengenai pekerjaannya. Melaksanakan prinsip-prinsip berdasarkan nilai membutuhkan penerimaan dan pemahaman diantara seluruh manajer, yang tidak hanya harus mengerti mengapa penciptaan nilai begitu penting tetapi juga harus memegang konsep fundamental yang melandasi penciptaan nilai, seperti nilai bersih sekarang (NPV). Pendeknya salah satu dasar dari manajemen berdasarkan nilai adalah membuat keuangan dapat diakses oleh seluruh manajer, tidak hanya oleh ahlinya. Jika manajer diharapkan untuk menciptakan nilai, pertama-tama mereka harus mengerti apa yang dimaksud dengan nilai dan bagaimana pasar modal menentukannya. Salah satu kebaikan terbesar dari EVA adalah ia membuat teori keuangan yang dapat dipercaya mudah diterima, sehingga manajer operasi, dan mereka yang tidak memiliki latar belakang dan pengalaman dibidang keuangan atau akuntansi, dapat menggabungkan pandangan dari bidang ilmu ini ke dalam cara mereka berpikir (Young dan O'Byrne, 2001).

EVA adalah pendekatan yang mencoba melihat dari sisi ekonomis penilaian kinerja dengan memperhitungkan kepentingan dan harapan para penyedia dana (investor dan kreditur). Selain melihat *return*, EVA juga menyertakan faktor resiko dan biaya modal. Dalam perhitungannya, EVA sama seperti pengukuran keuntungan dalam akuntansi konvensional. Perbedaannya terletak pada komponen biaya modal. EVA memperhitungkan seluruh komponen biaya modal. EVA memperhitungkan seluruh biaya modal, termasuk biaya ekuitas, sedangkan

metode konvensional hanya memperhitungkan biaya modal yang mudah dilihat, misalnya biaya bunga. Pengukuran biaya ekuitas memang bersifat subyektif, tetapi dapat menunjukkan bagaimana perusahaan berhasil menciptakan nilai bagi pemiliknya (Eliza, 2005).

Perhitungan EVA memuat dua unsur penting, yaitu NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*) dan perhitungan tingkat *return* minimum yang diharapkan dari suatu modal yang diinvestasikan. Tingkat *return* minimum ini diperoleh dengan mengalikan antara WACC (*Weight Average Cost of Capital*) dengan modal yang diinvestasikan. EVA yang positif menandakan perusahaan mampu menghasilkan *return* (tingkat pengembalian investasi) di atas resiko yang harus ditanggung oleh perusahaan (atau yang disebut dengan biaya modal) sehingga posisi tersebut menandai adanya nilai *plus* atau nilai tambah bagi perusahaan.

Dapat disimpulkan bahwa manfaat EVA adalah penilai kinerja perusahaan, dan fokus penilaian kinerja adalah penciptaan nilai (*value creation*). Penilaian kinerja dengan menggunakan pendekatan EVA menyebabkan perhatian manajemen sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Dengan EVA, para manajer akan berpikir dan juga bertindak seperti halnya pemegang saham, yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan.

Keunggulan EVA sebagai pengukur kinerja terletak pada kemampuannya untuk menyatukan tiga fungsi penting manajemen, yaitu :

capital budgeting, performance appraisal, 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 (Pradhono, 2004).

Dalam hal *capital budgeting*, perusahaan umumnya menggunakan pedoman perhitungan *Net Present Value* (NPV) untuk menerima atau menolak suatu *project*. Pedoman ini dinilai sangat efektif dan relatif sederhana karena analisis NPV adalah mengeluarkan investasi awal dari jumlah nilai sekarang arus kas yang ditimbulkan akibat pelaksanaan *project* baru. Konsep EVA dalam hal investasi mempunyai prinsip yang sama dengan konsep NPV. *Net Present Value* juga dapat diperoleh dari jumlah nilai sekarang dari EVA yang dihasilkan oleh setiap *project*. Sehingga pedoman EVA untuk *capital budgeting* adalah menerima peluang investasi yang menghasilkan nilai positif dari *discounted* EVA dan menolak *project* yang menghasilkan negatif *discounted* EVA.

Melalui EVA, bukan hanya menggambarkan kinerja manajemen dalam suatu periode, tetapi juga kinerja karyawannya. Para karyawan harus memonitor kenaikan *net operating profit after tax* (NOPAT). Kinerja para karyawan maupun manajemen tersebut lalu dikaitkan dengan kompensasi yang akan mereka terima.

Namun, EVA sebagai pengukur kinerja juga mempunyai beberapa keterbatasan antara lain (Utama, 1997) :

1. EVA hanya menggambarkan penciptaan nilai pada suatu tahun tertentu saja. Padahal nilai perusahaan merupakan akumulasi EVA selama umur perusahaan. Dengan demikian dapat terjadi suatu perusahaan memiliki nilai EVA yang positif pada tahun yang berlaku, tetapi nilai perusahaan tersebut rendah karena nilai EVA dimasa mendatang yang negatif.
2. Secara konseptual EVA memang lebih unggul dibanding dengan alat ukur konvensional lainnya, tetapi secara praktek EVA masih sangat sulit diterapkan. Hal ini disebabkan perhitungan EVA yang lebih rumit dan sulitnya melakukan estimasi atas biaya modal perusahaan. Perhitungan EVA yang akurat sangat tergantung pada transparansi internal perusahaan. Padahal kenyataannya yang sering terjadi perusahaan enggan mengungkapkan secara transparan kondisi keuangan internalnya.
3. EVA hanya mengukur hasil akhir. Konsep ini tidak mengukur aktivitas-aktivitas penentu seperti loyalitas dan tingkat retensi konsumen.

Selain itu kelemahan lain dari EVA adalah dalam perhitungannya, EVA tetap didasarkan pada laporan keuangan suatu perusahaan, khususnya pada laba. Sedangkan laba dalam suatu perusahaan dapat “dikelola” sedemikian rupa untuk memberikan gambaran yang sesuai dengan keinginan pengelola. Hal ini disebut dengan manajemen laba (*earnings management*). Apabila melanggar dari ketentuan standar

akuntansi yang berlaku, hal ini merupakan manipulasi laba. Karena penentuan EVA didasarkan pada laporan keuangan tersebut, maka EVA juga dapat "dikelola" agar memberikan gambaran yang lebih baik dari fakta.

2. Arus Kas Operasi

Informasi arus kas berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas. Informasi tersebut juga meningkatkan daya banding pelaporan kinerja operasi berbagai perusahaan karena dapat meniadakan 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.

Tujuan utama dari laporan arus kas adalah untuk menyediakan informasi tentang penerimaan kas dan pengeluaran kas dari suatu entitas selama satu periode. Tujuan kedua adalah untuk menyediakan informasi tentang aktifitas-aktifitas operasi, investasi, dan pendanaan dari suatu entitas selama satu periode.

Manfaat dari laporan arus kas adalah untuk memprediksi kegagalan, menaksir resiko, memprediksi pemberian pinjaman, penilaian perusahaan, dan memberikan informasi tambahan pada pasar modal.

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 deviden dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan sumber pendanaan dari luar.

Aktifitas operasi adalah aktifitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktifitas lain yang bukan merupakan aktifitas investasi dan aktifitas pendanaan. Arus kas operasi terutama diperoleh dari aktifitas penghasil utama pendapatan perusahaan, oleh karena itu, arus kas tersebut umumnya berasal dari transaksi dan peristiwa lain yang mempengaruhi penetapan laba atau rugi bersih.

3. *Earning*

Secara umum, *earnings* memiliki pengertian selisih lebih pendapatan atas biaya-biayanya dalam jangka waktu (periode) tertentu. *Earnings* merupakan suatu pos dasar dan penting dari ikhtisar keuangan yang memiliki berbagai konteks. Umumnya *earnings* dipandang sebagai suatu dasar bagi perpajakan, dasar bagi kebijakan pembayaran deviden, pedoman investasi serta pengambilan keputusan dan sebagai unsur prediksi.

Earnings dihasilkan oleh proses akuntansi dan disajikan dalam laporan laba rugi. *Generally accepted accounting principle* (GAAP) menyatakan bahwa pengakuan pendapatan terjadi pada saat *transfer of title*, tanpa mempedulikan 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 *earning* akan sangat berbeda dengan arus kas operasi. Damodaran mengatakan ada tiga faktor signifikan yang menyebabkan perbedaan. Faktor-faktor tersebut mempengaruhi *accounting earnings*, tetapi tidak mempengaruhi arus kas operasi, yaitu :

1. *Operating versus capital expenditure*, menurut akuntansi, pengeluaran yang diperkirakan mempunyai masa manfaat dalam beberapa periode akuntansi, tidak akan dikurangkan langsung ke pendapatan pada periode terjadinya, tetapi akan ditangguhkan dan akan 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* (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 akrual dengan penerimaan atau pembayaran tunai akan menyebabkan perbedaan antara pendapatan dan biaya.

Earnings sering dipakai untuk menilai prestasi suatu perusahaan atau sebagai dasar bagi ukuran penilaian yang lain seperti *earning per share*.

Unsur-unsur yang menjadi bagian pembentuk *earnings* adalah pendapatan dan biaya.

Earning per lembar saham (*earning per share*) merupakan ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan per lembar saham bagi pemiliknya. *Earning per share* diperoleh dengan membagi laba bersih setelah pajak dengan jumlah saham beredar (*outstanding share*). Informasi *earning per share* ini sangat dibutuhkan oleh pihak manajemen maupun oleh pihak-pihak lain seperti investor dan calon investor.

Pihak manajemen memerlukan informasi *earning per share* untuk menentukan besarnya pembagian deviden. Investor memerlukan informasi ini untuk menilai perkembangan kinerja perusahaan dan meramalkan prestasi perusahaan dimasa yang akan datang.

B. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan informasi yang ada mengenai EVA, arus kas operasi, dan *earnings*, kita mengetahui bahwa ketiga tolak ukur tersebut masing-masing mempunyai kelebihan dan kekurangan. Semuanya menilai kinerja perusahaan berdasarkan pada konsep yang berbeda. Beberapa penelitian menunjukkan keunggulan masing-masing tolak ukur tersebut.

Diantara penelitian yang dilakukan, antara lain Garvey dan Milbourn (2000) yang berjudul "*EVA versus Earnings : Does It Matter Which Is More Highly Correlated with Stock Returns?*". Persamaannya adalah pada topik

yang membandingkan EVA dengan *earnings*, tetapi perbedaannya tidak dimasukkannya tolak ukur lain seperti yang terdapat dalam penelitian ini, yaitu arus kas operasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang telah mengadopsi EVA memang memiliki EVA yang berkorelasi lebih tinggi terhadap *return*, dibanding dengan *earnings*.

Penelitian tersebut bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan Pradhono dan Yulius Jogi Christiawan (2004) yang berjudul "*Pengaruh Economic Value Added, Residual Income, Earnings, dan Arus Kas Operasi Terhadap Return yang Diterima Oleh Pemegang Saham*". Hasil penelitian menunjukkan bahwa sebenarnya yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham adalah *earnings* dan arus kas operasi.

Penelitian yang dilakukan Noer Sasongko dan Nila Wulandari (2006) meneliti tentang pengaruh ROA, ROE, ROS, EPS, BEP, dan EVA terhadap harga saham. Hasil yang diperoleh adalah hanya variabel *earning per share* yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap harga saham, sedangkan variabel lainnya, tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

Perbedaan hasil penelitian ini menyebabkan daya tarik untuk meneliti lebih lanjut, sebenarnya tolak ukur yang mana yang paling berpengaruh terhadap *return* pemegang saham. Hanya perbedaannya dalam penelitian ini variabel *residual income* tidak digunakan, karena sebenarnya EVA dan *residual income* merupakan satu konsep yang mempunyai dasar yang sama, sehingga masuknya variabel *residual income* pun tidak akan berbeda jauh dengan hasil perhitungan dengan EVA.

Dari uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa EVA, arus kas operasi, dan *earning* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham, sehingga dapat diperoleh hipotesis sebagai berikut :

- H₁. EVA mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.
- H₂. Arus kas operasi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.
- H₃. *Earnings* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.
- H₄. EVA, arus kas operasi dan *earnings* secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.
- H₅. EVA mempunyai pengaruh yang paling dominan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.