

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Penggunaan pengukur kinerja *Economic Value Added (EVA)* sebagai *performance measurement* telah sangat luas dipergunakan di Amerika Serikat. Majalah Fortune setiap tahunnya memuat daftar perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat yang dianggap menciptakan tambahan kemakmuran tertinggi bagi pemegang sahamnya (*American's Wealth Creators*) berdasarkan nilai EVA yang diraih perusahaan-perusahaan tersebut. Sejak dicetuskan oleh Stewart & Stern pada tahun 90-an, EVA telah mendapatkan perhatian yang begitu besar bagi para pengamat di bidang keuangan. EVA menurut beberapa peneliti dianggap memiliki kemampuan yang lebih baik daripada pengukur kinerja tradisional yang selama ini digunakan seperti ROE,ROA,EPS dan indikator-indikator kinerja yang lain.

Pada dasarnya, penentuan alat pengukur kinerja yang tepat sangatlah penting. Pengukur kinerja tersebut digunakan untuk menilai apakah manajer telah memaksimalkan nilai perusahaan atau hanya memaksimalkan laba saja. Para manajer menekankan peningkatan laba bersih atau persentase laba tanpa menghubungkan ukuran tersebut dengan investasi yang berkaitan dengan timbulnya laba tersebut.

Untuk mengukur kinerja pada umumnya digunakan ukuran yang menghubungkan laba yang diperoleh dengan investasi yang digunakan untuk

menghasilkan laba tersebut yaitu *Return on Investment* (ROI). ROI menunjukkan kemampuan modal yang diinvestasikan dalam aktivitas usaha untuk menghasilkan laba usaha atau *return* atas investasi yang ditanamkan dalam aktiva usaha.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh James S. Reece dan William R Cool, perusahaan-perusahaan yang terbagi dalam divisi yang menggunakan pusat investasi, 65% mengevaluasinya atas dasar ROI saja, dan 28% atas dasar ROI dan laba residu.

Walaupun ROI telah dipergunakan secara luas, ROI dikritik sebagai indikator tingkat kembalikan yang tidak cukup menyeluruh, karena laba -sebagai pembilangnya- merupakan hasil dari keputusan investasi yang dibuat sekarang. Namun asset -sebagai pembaginya- tidak hanya mempengaruhi laba di masa lalu tetapi juga mempengaruhi laba di masa yang akan datang. Karena kurangnya bukti empiris yang mendukung ROI tersebut, Robert Jacobson (1987) terdorong untuk meneliti kesahihan ROI sebagai pengukur kinerja perusahaan. Jacobson menggunakan studi empiris untuk mengukur keluasan hubungan antara ROI dan *return* saham. Dengan menggunakan 241 perusahaan pada periode 1963 – 1982, Jacobson membuktikan bahwa ROI secara signifikan berkorelasi dengan *return* saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ROI merupakan indikator kinerja yang masih tetap bermanfaat.

Hal ini tidak jauh berbeda dengan hasil penelitian di Indonesia. Rofinus Leki (1997) yang diulas oleh Natarsyah (2000) menemukan bahwa ROI, *dividend payout ratio*, tingkat bunga deposito, likuiditas, volume penjualan

saham, harga saham masa lalu dan *capital gains/losses* mempunyai pengaruh yang kuat dan signifikan terhadap perubahan harga saham. Secara parsial variabel yang dapat dipertimbangkan dalam mengamati pola perubahan saham adalah ROI, harga saham masa lalu dan *capital gains/losses*.

Tidak diperhitungkan biaya modal sendiri atas investasi dalam pengukuran kinerja mengakibatkan pelaporan laba oleh manajemen belum menunjukkan laba riil perusahaan. Hal ini mengakibatkan perusahaan mengabaikan kepentingan investor yang telah menanggung resiko dengan menanamkan sahamnya di perusahaan. Karena bagi investor ada dua hal yang kerap kali menjadi perhatian dalam memutuskan investasinya, yaitu *return* dan resiko.

Terlepas dari pro dan kontra mengenai manfaat ROI sebagai pengukur kinerja, ROI masih mengabaikan biaya modal atas investasi. Oleh karena itu dicari alternatif strategi untuk mengukur kinerja perusahaan yaitu *Economic Value Added* (EVA). EVA mengukur *value creation* yang dihasilkan perusahaan dengan cara mengurangi laba bersih operasi setelah pajak (NOPAT) dengan biaya modal (*total cost of capital*) yang timbul akibat investasi yang telah dilakukan.

Penemuan yang sangat populer di negara barat ini mendorong beberapa ahli untuk meneliti kaitan antara berbagai pengukuran kinerja dengan *return* saham (tingkat kembalian saham). Tingkat kembalian saham perusahaan merupakan metode pengukuran kinerja perusahaan yang telah diterima secara umum (Jacobson, 1987).

Lehn dan Makhija (1996) dalam Ruky (1997) meneliti kaitan antara berbagai kaitan pengukuran kinerja yang berhasil secara umum dianggap sebagai pengukuran kinerja terbaik dari kinerja perusahaan, seperti EVA, ROA, ROE dengan *return* saham. Mereka menemukan bahwa dibandingkan dengan pengukuran lainnya, EVA mempunyai hubungan yang paling erat dengan *return* saham. Temuan mereka mendukung keefektifan EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan.

Sebaliknya penelitian yang dilakukan oleh Dodd dan Chen (1996) menghasilkan kesimpulan yang berbeda dengan yang dihasilkan oleh Lehn dan Makhija (1996). Dengan menggunakan 1000 database perusahaan, mereka menemukan bahwa justru pengukur akuntansi tradisional lah, yaitu ROA yang mempunyai korelasi tertinggi dengan *return* saham.

Penelitian sejenis pernah dilakukan di Indonesia yaitu oleh Chendrawati dan Hartono (1999) dengan membandingkan ROA dan EVA, manakah diantara kedua variable ini yang mempunyai korelasi (hubungan) yang paling kuat dengan *return* saham (tingkat kembalian saham). Hasil yang didapat menunjukkan bahwa *Return on Assets* atau ROA mempunyai hubungan paling kuat dengan *return* saham (70%) dan signifikan pada taraf uji two-tailed 0,05. sedangkan tingkat korelasi antara EVA dan *return* saham hanya sekitar 10% dan tidak signifikan pada taraf uji two-tailed 0,05.

Selviana (2002) meneliti perbedaan pengukur manajemen dengan menggunakan metode EVA dan metode ROI/ROE pada 50 perusahaan yang memiliki EVA terbaik. Selviana menemukan bahwa terdapat beda signifikan

antara penggunaan ROI dengan metode spread EVA dalam pengukur kinerja, namun penggunaan metode konvensional lainnya yaitu ROE tidak memiliki beda signifikan dengan metode spread EVA ketika digunakan sebagai alat ukur kinerja.

Anwar (2001) meneliti perbedaan ROI dan EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan serta ingin membuktikan bagaimana keterkaitan ROI dan EVA terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur. Berdasarkan hasil uji beda, penelitian ini menghasikan suatu simpulan adanya perbedaan yang signifikan antara ROI dan EVA. Perbedaan tersebut timbul karena ROI tidak memasukkan biaya modal. Dan penelitian ini menunjukkan bahwa variabel EVA sebagai variabel independen secara signifikan lebih dapat menerangkan perubahan dalam *return* saham dibandingkan dengan ROI.

Melihat adanya perbedaan hasil penelitian Chen dan Dodd (1996), Lehn dan Makhija (1996), Chendrawati dan Hartono (1999), kemudian mengacu pada penelitian Jacobson (1987) dan Leki (1997), serta berdasarkan hasil penelitian Reece dan Cool (1978) tentang penggunaan ROI pada perusahaan yang terbagi dalam divisi, dan penelitian yang dilakukan oleh Selviana dan Anwar, maka penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Anwar (2001). Replikasi penelitian ini bertujuan untuk melihat konsistensi hasil jika diterapkan pada industri yang lebih spesifik, yaitu industri farmasi. Populasi ini dipilih sebagai objek penelitian karena penelitian-penelitian sebelumnya menggunakan sampel perusahaan secara keseluruhan. Pemilihan suatu subsektor dimaksudkan untuk mengurangi bias yang terjadi, karena satu

subsektor mempunyai sifat-sifat yang homogen. Pemilihan industri farmasi dikarenakan farmasi merupakan industri dasar dan pokok sehingga mempunyai kemungkinan besar dapat bertahan dalam situasi ekonomi normal maupun dalam gejolak ekonomi. Oleh karena itu, penulis tertarik untuk meneliti apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara pengukur kinerja ROI dan EVA serta apakah terdapat pengaruh ROI terhadap *return* saham dan EVA terhadap *return* saham pada industri farmasi di Bursa Efek Jakarta, dengan judul skripsi :
“PERBEDAAN PENGUKUR KINERJA ROI DAN EVA SERTA PENGARUHNYA TERHADAP RETURN SAHAM (Studi Kasus pada Industri Farmasi di Bursa Efek Jakarta Tahun 1998-2002)”

1.2 Rumusan Masalah

Pengukuran kinerja *Return on Investment* (ROI) telah mengabaikan biaya modal sendiri atas investasi yang dilakukan. Namun demikian, pengukuran kinerja ROI tidak lemah. Hal ini didukung oleh berbagai penelitian yang telah dilakukan (Jacobson, 1987; Leki, 1997 serta Chendrawati dan Hartono, 1999). Pengukuran kinerja *Economic Value Added* (EVA), di sisi lain, cukup baik dipergunakan. Hal ini dibuktikan dalam penelitian Lehn dan Makhija (1996). Namun, penggunaan ROI dan EVA sebagai pengukuran kinerja perusahaan mungkin membawa implikasi yang berbeda. Keputusan yang didasarkan pada analisis ROI mungkin akan berbeda apabila keputusan tersebut didasarkan pada analisis EVA.

Berdasarkan penelitian-penelitian tentang EVA dan ROI diatas, maka dalam penelitian ini akan dianalisis perbedaan penggunaan ROI dan EVA

sebagai pengukur kinerja perusahaan farmasi yang listing di Bursa Efek Jakarta. Dalam penelitian ini juga menganalisis pengaruh ROI terhadap *return* saham dan EVA terhadap *return* saham.

Maka pokok persoalan yang akan dicari jawabannya dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara pengukur kinerja ROI dengan EVA ?
2. Apakah terdapat pengaruh ROI terhadap *return* saham ?
3. Apakah terdapat pengaruh EVA terhadap *return* saham ?

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan dari penelitian ini adalah :

- a. Menganalisis perbedaan ROI dan EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan.
- b. Menguji signifikansi keterkaitan pengukur kinerja perusahaan ROI dan EVA dengan *return* saham.

1.3.2 Penelitian ini diharapkan mempunyai manfaat sebagai berikut :

- a. Memberikan tambahan informasi kepada investor atau pemilik tentang pengukur kinerja ROI atau EVA yang seharusnya dipilih jika dihadapkan pada keputusan pemilihan saham dengan *return* tinggi.
- b. Bagi perusahaan, penelitian ini berupaya memberikan tambahan informasi mengenai kemampuan kinerja perusahaan - khususnya ROI dan EVA – dalam menjelaskan *return* saham.

- c. Memberikan informasi dan referensi tambahan kepada pihak-pihak yang berkepentingan, terutama sebagai input dalam perhitungan proyeksi tingkat kembalian saham pada masa yang akan datang.

1.4 HIPOTESIS PENELITIAN

Berdasarkan landasan teori dan penelitian-penelitian terdahulu, maka penelitian ini akan menguji perbedaan penggunaan pengukur kinerja ROI dan EVA serta bagaimana pengaruhnya dengan *return* saham. Untuk itu akan diuji hipotesis berikut ini :

- H₁ : Terdapat perbedaan penggunaan ROI dan EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan.
- H₂ : Terdapat pengaruh ROI terhadap *return* saham.
- H₃ : Terdapat pengaruh EVA terhadap *return* saham

1.5 Metode Penelitian

1.5.1 Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah

a. Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *return* saham. *Return* saham dapat dihitung dengan cara melakukan pengurangan harga saham pada waktu tertentu dengan harga saham dengan periode sebelumnya. Secara matematis formula untuk menghitung *return* saham adalah sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{t-1}}{P_{it}}$$

Dalam hal ini R_{it} adalah tingkat keuntungan saham i pada minggu ke- t , P_{it} adalah harga penutupan (*closing price*) saham i pada minggu ke- t dan P_{it-1} adalah harga penutupan (*closing price*) saham i pada minggu sebelumnya.

b. Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *return on investment* (ROI) dan *economic value added* (EVA). Untuk keperluan analisis, agar didapat skala pengukuran yang sama, nilai EVA dirubah dalam bentuk persentase yaitu EVA Metrik.

1) *Return on Investment* (ROI)

ROI merupakan rasio antara laba bersih setelah pajak (EAT) terhadap total asset perusahaan.

$$ROI = \frac{EAT}{Total\ Asset}$$

2) *Economic Value Added* (EVA)

EVA didefinisikan sebagai laba bersih operasi setelah pajak (NOPAT) dikurangi dengan biaya modal (*cost of capital*) dari seluruh modal yang dipergunakan untuk menghasilkan laba tersebut. Langkah-langkah menghitung EVA:

a. Menghitung Biaya Hutang (Kd)

Biaya hutang (Kd) diperoleh dengan membagi biaya bunga dengan total hutang perusahaan berbunga (*interest bearing liabilities*).

$$K_d = \frac{\text{Biaya bunga}}{\text{Total hutang}}$$

Biaya bunga setelah pajak dihitung sebagai berikut :

$$K_d^* = (1-t) K_d$$

Dimana :

K_d^* = biaya bunga setelah pajak

t = tarif pajak

b. Menghitung biaya modal sendiri (K_e)

Biaya modal sendiri dihitung dengan menggunakan pendekatan CAPM dengan asumsi beberapa parameternya sudah diketahui, dan mempunyai rumus sebagai berikut :

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Dimana :

K_e = biaya modal sendiri

R_f = tingkat bunga investasi yang bisa diperoleh tanpa resiko

R_m = rata-rata return indeks pasar

β = faktor risiko (beta) yang berlaku spesifik untuk perusahaan tersebut

c. Menghitung Struktur Modal

Penghitungan ini merupakan perbandingan hutang berbunga dan modal saham.

d. Menghitung NOPAT

NOPAT adalah laba bersih operasi setelah pajak. NOPAT yang digunakan dalam penelitian ini disesuaikan dengan cadangan ekuitas ekuivalen, disebut *Adjusted* NOPAT.

e. Menghitung Rate of Return (r)

Rate of return merupakan rasio antara NOPAT dengan total *capital* yang ditanamkan di perusahaan. *Capital* sendiri merupakan *total interest debt (short and long term)* ditambah total ekuitas.

$$r = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Capital}}$$

f. Menghitung Ongkos Modal Tertimbang (WACC)

$$\text{WACC} = (K_d \times W_d) + (K_e \times W_e)$$

Dimana : K_d = Biaya hutang

W_d = Proporsi hutang

K_e = Biaya modal saham

W_e = Proporsi modal saham

g. Menghitung EVA

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (c^* \times \text{capital}) \text{ atau}$$

$$\text{EVA} = (r - c^*) \times \text{capital}$$

Dimana : NOPAT = laba bersih operasi setelah pajak

c^* = tingkat biaya modal/WACC

r = *rate of return*

3) EVA Metrik (EVAMET)

EVA Metrik (Chen dan Dodd, 1996) adalah selisih antara *rate of return* (r) yang diterima perusahaan dengan *cost of capital* (c).

$$\text{EVA Metrik} = r - c$$

Variabel ini digunakan agar terjadi konsistensi dalam bentuk persentase dalam variabel ROI.

1.5.2 Populasi dan Sampel

Semua perusahaan yang termasuk dalam dalam kategori industri farmasi menurut kriteria *Jakarta Stock Clasification* (JASICA) menjadi populasi dalam penelitian ini. Teknik pengambilan sampel (sampling) dilakukan secara *purposive* dengan kriteria :

1. Tercatat sebagai emiten sebelum atau sejak tahun 1998 sampai 2002 secara terus-menerus (tidak pernah mengalami *delisting*).
2. Perusahaan-perusahaan tersebut secara konsisten ada dalam kelompok industri farmasi selama periode pengamatan.
3. Perusahaan mengeluarkan laporan keuangan setiap tahunnya. Laporan keuangan tersebut berakhir pada tanggal 31 Desember.
4. Sahamnya aktif diperdagangkan dalam periode 1998-2002. Hal ini bertujuan agar diperoleh distribusi yang lebih terkonsentrasi, sehingga dapat diperoleh parameter yang lebih efisien dan memiliki varians yang lebih kecil. Kriteria aktifitas perdagangan saham diperlukan karena emiten yang sahamnya tidak aktif diperdagangkan akan mengganggu proses analisis. Kriterianya sesuai dengan Surat Edaran

PT BEJ Nomor SE-03/BEJ/II-1/94, yaitu mempunyai rata-rata frekuensi perdagangan 75 kali atau lebih dalam tiga bulan.

5. Mencantumkan biaya bunga dalam laporan keuangan untuk mempermudah analisis data.

1.5.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data penelitian diperoleh secara tidak langsung (pihak lain) melalui media perantara dalam bentuk data yang sudah jadi atau berupa publikasi. Data yang dibutuhkan diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory, Fact Book, Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia, dan Laporan Keuangan Emiten.

1.5.4 Metode Analisis

1. *Paired Sample T Test*

Analisis ini digunakan untuk menguji apakah terdapat perbedaan yang nyata dan signifikan antara yang memasukkan biaya modal (EVA) dengan yang tidak (ROI). Uji beda tersebut dilakukan dengan menguji apakah terdapat perbedaan antara ROI dengan EVA Metrik.

Uji beda tersebut menggunakan *paired-different test*, yang dirumuskan (Mendelhall et al., 1993 ; Kleinbaum et al., 1988):

$$t = \frac{\bar{d} - D_0}{S_d / \sqrt{n}}$$

Dimana : \bar{d} = perbedaan rata-rata sampel

D_0 = perbedaan rata-rata populasi

n = jumlah sampel berpasangan (*paired-samples*)

S_d = standar deviasi sampel

Standar deviasi sampel didapat dari rumus:

$$S_d = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (d_i - \bar{d})^2}{n-1}}$$

Dimana : d_i = beda antar pasangan

\bar{d} = rata-rata beda antar pasangan

n = jumlah sampel

Sampel berpasangan (*paired sample*) adalah sebuah sampel dengan subyek yang sama namun mengalami dua perlakuan atau pengukuran yang berbeda.

Hipotesis yang akan diuji yaitu :

H_1 = terdapat perbedaan penggunaan ROI dan EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan.

Keputusan yang diambil didasarkan pada :

a. Perbandingan t hitung dengan t tabel :

* Jika $t_{hitung} > t_{tabel}$, maka H_1 diterima, artinya terdapat perbedaan penggunaan ROI dan EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan.

* Jika $t_{hitung} < t_{tabel}$, maka H_1 ditolak, artinya tidak terdapat perbedaan penggunaan ROI dan EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan.

b. Nilai probabilitas

- * Jika probabilitas $> 0,05$, maka H_1 ditolak, berarti tidak terdapat perbedaan penggunaan ROI dan EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan.
- * Jika probabilitas $< 0,05$, maka H_1 diterima, berarti terdapat perbedaan penggunaan ROI dan EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan.

2. Analisis Regresi

Analisis ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh ROI terhadap return saham dan pengaruh EVA terhadap *return* saham. Analisis akan dilakukan untuk periode pengamatan 1998-2002.

Hipotesis yang akan diuji yaitu :

H_2 : Terdapat pengaruh ROI terhadap *return* saham

H_3 : Terdapat pengaruh EVA terhadap *return* saham

Model regresi linear sederhana yang digunakan dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{RETURN}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROI}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{RETURN}_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{EVA}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dimana : RETURN_{it} = *return* perusahaan i pada tahun ke-t

ROI_{it} = ROI perusahaan i pada tahun ke-t

EVA_{it} = EVA perusahaan i pada tahun ke-t

ε_{it} = factor pengganggu dalam *return* saham

Pengambilan keputusan dalam H_2 dengan menggunakan analisis regresi didasarkan pada :

a. Perbandingan t hitung dengan t tabel :

- * Jika $t_{hitung} > t_{tabel}$, maka H_2 diterima, berarti ROI mempunyai pengaruh terhadap *return* saham,
- * Jika $t_{hitung} < t_{tabel}$, maka H_2 ditolak, berarti ROI tidak mempunyai pengaruh terhadap *return* saham.

b. Nilai probabilitas

- * Jika probabilitas $> 0,05$, maka H_2 ditolak, berarti ROI tidak mempunyai pengaruh terhadap *return* saham.
- * Jika probabilitas $< 0,05$, maka H_2 diterima, berarti ROI mempunyai pengaruh terhadap *return* saham.

Pengambilan keputusan dalam H_3 dengan menggunakan analisis regresi didasarkan pada :

a. Perbandingan t hitung dengan t tabel :

- * Jika $t_{hitung} > t_{tabel}$, maka H_3 diterima, berarti EVA mempunyai pengaruh terhadap *return* saham,
- * Jika $t_{hitung} < t_{tabel}$, maka H_3 ditolak, berarti EVA tidak mempunyai pengaruh terhadap *return* saham.

b. Nilai probabilitas

- * Jika probabilitas $> 0,05$, maka H_3 ditolak, berarti EVA tidak mempunyai pengaruh terhadap *return* saham.

- * Jika probabilitas $< 0,05$, maka H_3 diterima, berarti EVA mempunyai pengaruh terhadap *return* saham.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Pengukuran Kinerja

Dalam rangka melaksanakan fungsi perencanaan dan pengendalian, manajemen menetapkan pengukur kinerja yang akan digunakan untuk menilai prestasi (efisiensi dan efektivitas) setiap tindakan yang telah dilakukannya. Penilaian merupakan suatu hal penting dalam proses perencanaan, pengendalian dan proses transaksional seperti merger, akuisisi dan emisi saham. Menurut Teuku Mirza (1997), melalui pengukuran tersebut perusahaan dapat memilih strategi dan struktur keuangannya, menentukan *phase-out* terhadap unit-unit bisnis yang tidak obyektif, mendapatkan balas jasa (*reward*) internal dan menentukan harga saham secara wajar.

Pengukuran kinerja merupakan penentuan secara periodik efektifitas operasional suatu organisasi, bagian organisasi, dan karyawan berdasarkan sasaran, standar, dan kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya (Siegel dan Ramanauskas-Marconi, 1989 *dalam* Mulyadi, 1997). Standar perilaku dapat berupa kebijakan manajemen atau rencana formal yang dituangkan dalam anggaran.

2.1.1. Analisis Laporan Keuangan dan Rasio Keuangan

2.1.1.1. Analisis Laporan Keuangan

Laporan keuangan tahunan suatu perusahaan merupakan sumber informasi yang mempunyai ranking tertinggi dibandingkan

dengan sumber-sumber informasi lainnya, seperti laporan keuangan interim, informasi dari pialang, media massa, prospektus, maupun pemberitahuan dari pihak manajemen.

Dalam rangka penentuan kebijakan penanaman modal, para investor sangat memerlukan informasi yang bisa diperoleh dari laporan keuangan yang diterbitkan perusahaan kepada publik. Bagi investor yang merupakan pihak luar dari perusahaan hanyalah bisa melakukan analisis fundamental yang terbatas data-datanya, yang hanya didasarkan pada laporan keuangan yang diterbitkan perusahaan tersebut (Riyanto, 1995).

Berdasarkan uraian diatas, jelas bahwa tujuan utama dilakukan analisis laporan keuangan adalah untuk melihat atau mengevaluasi keuangan suatu perusahaan pada masa sekarang dan masa lalu untuk memprediksi keuangan di masa depan (Harnanto, 1991).

2.1.1.2. Analisis Rasio Keuangan

Untuk menganalisis laporan keuangan suatu perusahaan diperlukan suatu ukuran-ukuran tertentu. Ukuran yang sering dipergunakan biasanya adalah rasio keuangan. Rasio diperoleh dengan cara membandingkan suatu pos atau elemen laporan keuangan dengan elemen lain dalam laporan tersebut. Agar rasio-rasio keuangan tersebut berguna, rasio-rasio tersebut harus menyediakan informasi dalam proses pengambilan keputusan.

Pada dasarnya tidak ada standar dalam pengelompokan rasio-rasio keuangan. Akan tetapi rasio-rasio keuangan pada umumnya dikelompokkan berdasarkan kesamaan sifatnya. Umar (2002) mengelompokkan rasio-rasio keuangan menjadi empat kategori, yaitu *liquidity ratio*, *efficiency ratio*, *leverage ratio*, dan *profitability ratio*.

Untuk menganalisis rasio-rasio keuangan biasanya dilakukan dua macam perbandingan. Perbandingan pertama, membandingkan rasio sekarang (*present ratio*) dengan rasio-rasio sejenis dari waktu ke waktu yang lalu (*histories ratio*). Kedua, membandingkan rasio-rasio tersebut dengan rasio-rasio semacam dari perusahaan lain yang sejenis atau seindustri (Riyanto, 1995).

Selanjutnya Ou dan Penman (1989) membuktikan bahwa antara *earning predictors* dengan *future stocks return* mempunyai hubungan yang sangat kuat dan rasio-rasio keuangan yang berasal dari laporan keuangan berguna untuk memprediksi *return on common stocks* (dalam Anwar, 2001). Berlev dan Livnat (1990) menemukan bahwa rasio keuangan berkaitan erat dengan perubahan harga saham (dalam Anwar, 2001). Dari pandangan investor, rasio keuangan digunakan untuk menentukan pembelian saham, untuk meminjamkan dana, ataupun untuk melihat potensi perusahaan di masa depan.

2.1.2. Return Saham

Return saham merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. Jogiyanto (1998) membagi jenis return saham menjadi dua macam, yaitu return realisasi dan return ekspektasi. Return realisasi (*realized return*) merupakan return yang telah terjadi. Return realisasi dihitung berdasarkan data histories. Return realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. Return histories ini juga berguna sebagai dasar penentuan ekspektasi dan resiko di masa datang.

Beberapa pengukuran return realisasi yang banyak digunakan adalah return total, relative return, kumulatif return, dan return yang disesuaikan. Sedangkan rata-rata dari return dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmatika dan rata-rata geometrik.

Return ekspektasi (*expected return*) adalah return yang diharapkan akan diperoleh investor dimasa yang akan datang. Berbeda dengan return realisasi yang sifatnya suda terjadi, return ekspektasi sifatnya belum terjadi. Return ekspektasi dapat dihitung dengan mengalikan masing-masing hasil masa depan (*outcome*) dengan probabilitas kejadiannya dan menjumlah semua produk perkalian tersebut.

2.1.3. Manfaat Pengukuran Kinerja

Pengukuran kinerja dimanfaatkan manajemen untuk (Mulyadi, 1997):

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

2.2. Return on Investment (ROI)

Rasio keuangan yang dapat digunakan untuk menilai prestasi suatu divisi (pusat laba) adalah *Return on Investment (ROI)*. ROI adalah salah satu bentuk dari rasio profitabilitas yang dimaksudkan untuk mengukur kemampuan perusahaan atas keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktivitas yang digunakan untuk aktivitas operasi perusahaan dengan tujuan untuk menghasilkan keuntungan. ROI menunjukkan kemampuan modal yang diinvestasikan dalam aktivitas usaha untuk menghasilkan laba usaha atau *return* atas investasi yang ditanamkan dalam aktivitas usaha.

ROI dapat diperoleh dengan cara membagi laba operasi setelah pajak dengan semua asset (investasi) yang digunakan untuk membantu menghasilkan laba tersebut.

$$ROI = \frac{NetOperatingIncome}{OpertingAssets}$$

Yang dimaksud dengan *net opating income* adalah laba bersih setelah pajak. Sedangkan *operating assets* (aktiva operasi) adalah seluruh asset yang digunakan untuk menghasilkan laba operasi, termasuk kas, piutang, persediaan, tanah, gedung dan peralatan lainnya (Hansen dan Mowen, 2000).

2.2.1. Manfaat ROI

Kegunaan dari analisis ROI bagi perusahaan adalah sebagai berikut (Hansen & Mowen, 2000; Mulyadi, 1997) :

- a. Kembalian investasi mendorong manajer pusat laba menaruh perhatian yang seksama terhadap hubungan antara pendapatan, penjualan, biaya, dan investasi.
- b. Kembalian investasi mendorong manajer pusat laba melaksanakan efisiensi biaya.
- c. Kembalian investasi mencegah manajer pusat laba melakukan investasi yang berlebihan di dalam pusat laba yang dipimpinnya.

2.2.2. Kelemahan ROI

Disamping kegunaan dari analisis ROI, terdapat pula kelemahan-kelemahannya, yaitu (Hansen dan Mowen, 2000; Mulyadi, 1997; Munawir, 2002) :

- a. Kembalian investasi tidak mendorong manajer pusat laba untuk melakukan investasi dalam proyek yang akan berakibat menurunkan

kembalian investasi pusat laba, meskipun proyek tersebut menaikkan profitabilitas perusahaan sebagai keseluruhan.

- b. Kembalian investasi mengakibatkan manajer pusat laba memusatkan perhatiannya kepada sasaran jangka pendek dengan mengorbankan sasaran jangka panjang.
- c. Kembalian investasi sebagai pengukur kinerja pusat laba sangat dipengaruhi oleh metode depresiasi aktiva tetap.
- d. ROI mengakibatkan munculnya perhatian kepada profitabilitas divisional yang sempit atas beban profitabilitas keseluruhan perusahaan.
- e. ROI mengandung distorsi yang cukup besar terutama dalam kondisi inflasi. ROI akan cenderung tinggi akibat laba yang relatif tinggi akibat dari penyesuaian (kenaikan) harga produk yang dijual, sementara itu beberapa komponen biaya masih dinilai dengan harga histories.

Manajemen berharap untuk memperoleh profit, maka digunakan *operating profit* untuk mengukur kinerja operasionalnya. Tetapi *operating profit* saja tidak akan mampu memberikan dasar pengukuran kinerja. Oleh karena itu laba operasional harus dibandingkan dengan jumlah modal yang diinvestasikan dalam perusahaan untuk mencapai laba operasi tersebut. Namun, cara tersebut belum mencerminkan laba riil (*true economic profit*) suatu perusahaan dalam satu tahun, yang secara substansial berbeda dengan laba akuntansi.

2.3. Economic Value Added (EVA)

Istilah Economic Value Added (EVA) pertama kali dipopulerkan oleh *Stern Stewart Management Service* yang merupakan perusahaan konsultan dari Amerika. Pengukur kinerja ini diperkenalkan oleh George Bennet Stewart III. EVA adalah suatu pengukur kinerja dengan memperhitungkan secara tepat semua faktor yang berhubungan dengan penciptaan value. Stewart mendefinisikan EVA sebagai berikut:

"EVA is the difference between a company's net operating income after taxes and its cost of capital of both equity and debt" (Stewart, 1993 dalam Chen and dodd, 1998).

Secara sederhana EVA didefinisikan sebagai laba bersih operasi setelah pajak dikurangi dengan biaya modal (*cost of capital*) dari seluruh modal yang dipergunakan untuk menghasilkan laba tersebut. Berbeda dengan pengukur kinerja ROI, EVA mencoba mengukur nilai tambah (*value creation*) yang dihasilkan suatu perusahaan dengan mengurangi beban biaya modal (*cost of capital*) yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan.

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

Penggunaan EVA mendorong manajer berfikir dan bertindak seperti halnya pemegang saham, yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat kembalian dan meminimalkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan. Karena EVA secara eksplisit memasukkan biaya modal atas ekuitas, maka manajer perusahaan harus lebih hati-hati dalam menentukan kebijakan struktur modalnya. Adanya anggapan bahwa selama ini bahwa dana ekuitas yang diperoleh dari pasar modal adalah dana yang murah tidak perlu dikompensasikan dengan tingkat kembalian yang tinggi menjadi tidak tepat (Utama, 1997). Dengan demikian *reward* bagi para manajer dapat dikaitkan dengan EVA sebagai indikator *performance* mereka.

2.3.1. Perhitungan EVA

Untuk menghitung besarnya nilai EVA perlu dilakukan beberapa penyesuaian terhadap *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT) dan *Capital*. Oleh Stewart penyesuaian yang disebut sebagai *equity equivalent reserves* ini bertujuan untuk menghilangkan distorsi yang mungkin timbul akibat dari penggunaan prinsip-prinsip akuntansi. Nilai EVA dapat diperoleh melalui rumus sebagai berikut :

$EVA = (Total\ Capital) (Return\ on\ Capital - Cost\ of\ Capital)$, atau

$EVA = NOPAT - (WACC \times Capital)$

Dengan demikian, langkah-langkah untuk menentukan nilai EVA adalah:

1. Menghitung masing-masing komponen *cost of capital*, kemudian dihitung rata-rata tertimbang,

2. Menghitung nilai NOPAT dan Capital setelah dilakukan *equity equivalent reserves adjustment*,
3. Menghitung *rate of return*
Menghitung EVA.

2.3.2. Komponen EVA

A. Kapital (Total Modal)

Total kapital adalah jumlah dari keseluruhan modal dan keseluruhan hutang yang mempunyai beban bunga (*interest bearing debt*). Menurut Brigham dan Gapenski (1993), kapital adalah dana yang digunakan untuk membiayai asset dan operasi perusahaan. Kapital terdapat di sisi kanan neraca, termasuk didalamnya hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Kewajiban yang tidak berbeban bunga (*non-interest bearing liabilities*) dikeluarkan dari proses perhitungan kapital.

Dengan demikian, dalam konsep EVA, nilai kapital terdiri dari ekuitas (nilai buku ekuitas dan cadangan) ditambah hutang berbunga (*interest bearing debt*) yang diambil dari pasiva neraca pada awal tahun tidak termasuk hutang dagang dan biaya terhutang atau *accrual expenses* (Ruky, 1997). Terhadap nilai kapital tersebut, sebelumnya dilakukan penyesuaian yaitu dengan menambahkan apa yang disebut dengan ekuivalen ekuitas sehingga diperoleh *economic book value* (EBV) of equity. Kapital dapat pula dihitung sebagai jumlah dari aktiva bersih dikurangi kewajiban lancar yang tidak

berbunga (*non interest bearing current liabilities*) (Kaplan dan Atkinson, 1998).

B. *Net Operating Profit After Tax (NOPAT)*

NOPAT atau laba operasi setelah pajak merupakan jumlah dari laba usaha, penghasilan bunga, laba/rugi selisih kurs, beban keuangan, bagian atas laba/rugi bersih perusahaan asosiasi, beban/penghasilan pajak penghasilan, dan laba/rugi lain-lain, yang terkait dengan operasional perusahaan.

Dalam NOPAT, depresiasi (*non cash charge*) tetap dianggap sebagai biaya dan secara ekonomis harus diperhitungkan. Seperti halnya terhadap ekuitas, terhadap NOPAT juga perlu dilakukan penyesuaian-penyesuaian yaitu dengan menambahkan perubahan periodik atau pertambahan (*periodical changes, increases in*) ekuivalen ekuitas pada laba.

C. *Rate of Return (r) atau Return on Capital*

Rate of return dapat dibandingkan langsung dengan keseluruhan biaya modal perusahaan untuk menunjukkan apakah perusahaan telah berhasil menciptakan nilai tambah atau tidak. *Rate of return* merupakan tingkat kembalian yang digunakan untuk menilai kinerja perusahaan, yang diukur melalui produktivitas modal yaitu (Rousana, 1997):

$$r = \frac{NOPAT}{Capital}$$

D. *Equity Equivalent Reserver*

Dalam perhitungan *rate of return, equity equivalent* (ekuivalen ekuitas) ditambahkan ke kapital dan perubahan periodiknya diperhitungkan dalam NOPAT. Penyesuaian ini dimaksudkan agar nilai buku akuntansi mendekati nilai buku ekonomis. Nilai buku ekonomis merupakan ukuran yang lebih baik untuk mengukur dana yang ditanamkan investor karena telah memperhitungkan tingkat risiko dalam perusahaan serta tingkat kembalian yang diharapkan oleh investor.

Ekuivalen ekuitas ini merupakan koreksi dari nilai residu, untuk menghilangkan cara pandang akuntan yang menyebabkan distorsi terhadap pengukuran laba ekonomis perusahaan. Dalam cara pandang ini, hal-hal yang berhubungan dengan kapital diubah menjadi ukuran lebih akurat yang mencerminkan harapan finansial investor. Penyesuaian ekuivalen ekuitas dilakukan terhadap hal-hal yang berkaitan dengan pendapatan dan biaya (unsur NOPAT) agar kas aktual yang dihasilkan untuk investor dari aktivitas-aktivitas bisnis yang dijalankan perusahaan merupakan ukuran-ukuran yang lebih realistis.

Stern Stewart mengidentifikasi 164 penyesuaian cadangan ekuitas ekuivalen, dan hanya sebagian kecil yang telah digunakan dalam praktik. Yang dianggap sebagai ekuitas ekuivalen antara lain adalah pajak ditangguhkan, cadangan LIFO, akumulasi

amortisasi goodwill, *intangible assets* yang dikapitalisasi, cadangan piutang ragu-ragu, cadangan kekurangan sediaan, cadangan klaim garansi, dan cadangan laba ditangguhkan.

E. *Cost of Capital* (Biaya Modal)

Cost of capital is the opportunity cost of using funds to invest in new projects. This is appropriate because the cost of capital is that rate of return on the firm's total investment which earns the required rates of return of all the sources of financing (Keown et al.,1995 dalam Warsono,2001). Berdasarkan definisi ini, berarti bahwa biaya modal merupakan tingkat pengembalian atas seluruh investasi perusahaan, yang meliputi seluruh tingkat pengembalian yang dipersyaratkan oleh semua pemilik dana investasi. Ini berarti bahwa biaya modal dalam konteks ini merupakan biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital*), yang melibatkan semua komponen pembelanjaan.

$$WACC = (k_d \times w_d) + (k_e \times w_e)$$

Dimana : k_d = *Cost of Debt* (Biaya Utang)

w_d = Proporsi Utang

k_e = *Cost of Equity* (Biaya Modal Sendiri)

w_e = Proporsi Modal Sendiri

Komponen biaya modal terdiri dari:

1. *Cost of Debt* (k_d)

Cost of Debt merupakan biaya-biaya yang timbul karena penggunaan dana pinjaman. Istilah '*debt*' meliputi semua hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang yang diperoleh dari pihak luar (Hartono dan Chendrawati, 1999). Stewart (1991) mendefinisikan *cost of debt* sebagai *rate* yang harus dibayar perusahaan dalam pasar sekarang untuk mendapatkan hutang jangka panjang yang baru (Rousana, 1997). Biaya hutang dapat dihitung sebagai berikut:

$$k_d = \frac{\text{Biaya Bunga}}{\text{Total Hutang}}$$

Karena pembayaran bunga merupakan *tax deductible*, maka biaya penggunaan hutang (k_d) dihitung sebagai berikut :

$$k_d^* = k_d (1 - t)$$

Dimana : k_d^* = biaya hutang setelah pajak

t = tingkat pajak

2. *Cost of Equity* (k_e)

Biaya modal sendiri merupakan *opportunity cost* pemegang saham karena memilih berinvestasi pada saham perusahaan tertentu. Biaya modal dalam penelitian ini menggunakan pendekatan CAPM. Pendekatan ini mengasumsikan biaya modal sendiri sama dengan tingkat kembalian bebas resiko (*risk free rate*) ditambah premi risiko

yang didasarkan pada koefisien β saham dan premi risiko pasar (*market risk premium*) sebagai bagian dari persamaan Security Market Line (Brigham dan Gapensky, 1993).

$k_e = \text{risk free rate} + \text{risk premium}$

$k_e = R_f + (R_m - R_f) \beta$

Dimana: k_e = biaya modal sendiri

R_f = tingkat bunga investasi yang bisa diperoleh tanpa resiko

R_m = rata-rata return indeks pasar

β = faktor risiko (beta) yang berlaku untuk perusahaan tersebut

2.3.3. EVA Metrik

Hasil dari perhitungan EVA atau nilai EVA masih dalam nilai absolut sehingga sulit untuk melihat perbandingan antara nilai EVA dengan nilai ROI, untuk itu diperlukan nilai EVA dalam bentuk prosentase maka antara keduanya dapat dibandingkan. EVA dalam bentuk prosentase disebut EVA Metrik. *EVA Metric is the spread between return on capital and cost of capital percentage* (Chen dan Dodd, 1996). Nilai EVA Metrik ini dirumuskan sebagai berikut :

$\text{EVA Metrik} = r - c$

Dimana : $r = \text{rate of return}$

$c = \text{cost of capital}$

2.3.4. Manfaat EVA

EVA mencoba mengukur nilai tambah yang dihasilkan perusahaan dengan cara mengurangi total beban biaya modal yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan. Diperhitungkannya biaya modal ini menyebabkan manajemen lebih memperhatikan kepentingan investor yang mengharapkan kembalian atas investasinya. Dengan EVA, manajer akan bertindak sama halnya investor, yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat kembalian dan meminimalkan tingkat biaya modal, sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan. EVA akan membantu mengurangi serendah mungkin konflik yang umum terjadi antara pihak manajemen dan pemilik perusahaan.

EVA akan menyebabkan perusahaan untuk lebih memperhatikan struktur modalnya. Secara eksplisit EVA memperhitungkan biaya modal atas modal sendiri dan mengakui bahwa karena risiko yang dihadapi pemilik modal sendiri lebih tinggi, besarnya tingkat biaya modal atas modal sendiri adalah lebih tinggi daripada tingkat biaya modal atas hutang. Dewasa ini, banyak perusahaan yang mengabaikan kenyataan ini karena mereka beranggapan bahwa dana modal sendiri yang diperoleh dari pasar modal adalah dana murah yang tidak perlu kompensasi dengan tingkat kembalian yang tinggi.

2.3.5. Kelemahan EVA

Disamping berbagai keunggulannya, konsep EVA juga tidak terlepas dari kelemahan-kelemahannya. Beberapa kelemahan konsep

yang dimiliki EVA, *pertama*. EVA hanya mengukur hasil akhir (*result*). Konsep ini tidak mengukur aktifitas-aktifitas penentu seperti loyalitas dan tingkat retensi konsumen. *Kedua*, EVA terlalu bertumpu pada keyakinan bahwa investor sangat mengandalkan pendekatan fundamental dalam mengkaji dan mengambil keputusan dalam mengkaji dan mengambil keputusan untuk menjual atau membeli saham tertentu, padahal factor-faktor lain terkadang justru lebih dominan. *Ketiga*, konsep ini sangat tergantung pada transparansi internal dalam perhitungan EVA secara akurat. Dalam kenyataannya seringkali perusahaan kurang transparan dalam mengungkap kondisi internalnya (Mirza, 1997).

Menurut Sidharta Utama (1997) kelemahan EVA lainnya adalah sebagai berikut :

- a. EVA hanya menggambarkan penciptaan nilai pada suatu tahun tertentu. Nilai suatu perusahaan adalah merupakan akumulasi EVA selama umur perusahaan. Dengan demikian bisa saja suatu perusahaan mempunyai EVA pada tahun yang berlaku positif tetapi nilai perusahaan tersebut rendah karena EVA di masa datangnya yang negatif, atau sebaliknya.
- b. EVA memerlukan estimasi atas biaya modal dan estimasi ini, terutama untuk perusahaan yang belum *go public*, sulit untuk dilakukan dengan tepat.

- c. EVA mendorong pengalokasian dana perusahaan untuk investasi dengan biaya modal yang rendah. Investasi demikian umumnya mempunyai risiko yang kecil sehingga cara tersebut secara tidak langsung mendorong perusahaan untuk menghindari risiko. Kenyataannya, sebagian besar inovasi dalam bisnis mempunyai risiko yang sangat tinggi terutama dalam persaingan pasar bebas.