

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Tujuan Perusahaan

Perkembangan dunia bisnis yang pesat serta persaingan usaha yang sangat ketat pada saat sekarang ini, menuntut setiap perusahaan berlomba untuk memperluas cakupannya keseluruh dunia, sehingga tujuan perusahaan yang berorientasi pada laba sudah kurang relevan lagi. Pada masa persaingan ketat ini perusahaan dituntut untuk menetapkan tujuan dimana semua pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan (*stakeholder*) dipertimbangkan suaranya.

Stakeholder suatu perusahaan meliputi para pelanggan dan pemasok, manajer perusahaan tersebut, para pegawai dan pekerja, kreditor, investor, pemerintah, dan masyarakat luas. Untuk menetapkan tujuan yang mencakup seluruh *stakeholder* tersebut, maka tujuan yang semula berorientasi pada laba (*profit oriented*) berubah menjadi *value oriented* atau orientasi pada nilai, karena berpedoman pada pencapaian nilai yang maksimal maka berarti perusahaan dapat mengolah sumber daya yang terbatas untuk menghasilkan nilai yang maksimal kepada para pemakai barang yang dihasilkan.

Tujuan perusahaan publik dimana sahamnya telah diperdagangkan di Bursa adalah memaksimalkan nilai saham, nilai saham yang ada merupakan kekayaan para pemegang sahamnya.

2.1.2 Konsep Umum Penilaian Kinerja Perusahaan

Untuk menilai apakah tujuan yang ditetapkan telah dapat dicapai, ada beberapa aspek yang harus dipertimbangkan, salah satu cara untuk mengetahui apakah suatu perusahaan dalam menjalankan operasinya telah sesuai dengan rencana yang telah ditetapkan dan sesuai dengan tujuannya adalah mengetahui kinerja operasionalnya. Penilaian kinerja adalah sebagai akibat dari proses pengambilan keputusan manajemen, merupakan persoalan yang kompleks dan sulit, karena menyangkut efektifitas pemanfaatan modal, efisiensi dan rentabilitas dari kegiatan-kegiatan perusahaan serta keamanan dari berbagai tuntutan yang timbul terhadap perusahaan dari pihak ketiga.

Kinerja merupakan tingkat prestasi atau hasil yang dicapai, sedangkan efektifitas merupakan kemampuan suatu unit untuk mencapai tujuan yang diinginkan dan efisiensi menggambarkan berapa masukan (*input*) yang diperlukan untuk menghasilkan suatu unit pengeluaran (*output*). Dengan demikian kinerja perusahaan adalah hasil banyak keputusan yang dibuat secara terus menerus

oleh pihak manajemen perusahaan untuk mencapai suatu tujuan tertentu secara efektif dan efisien (Suryadi, 1999).

Penilaian kinerja perusahaan sangat penting dilakukan, hal ini jika dikaitkan dengan proses perencanaan, pengendalian dan proses transaksional seperti emisi saham, merger dan akuisisi. Melalui penilaian kinerja, perusahaan dapat menentukan struktur keuangan dengan lebih baik, dapat melakukan divestasi terhadap unit-unit bisnis yang tidak *profit*, dan yang tidak kalah penting, melalui penilaian kinerja keuangan manajer akan mampu menentukan harga saham secara wajar, dalam arti tidak terlalu *under price* atau *over price*.

2.1.3 Tujuan Penilaian Kinerja Perusahaan

2.1.3.1 Tujuan Penilaian Kinerja Bagi Kreditur

Seorang Kreditur sangat peduli tentang kemampuan si peminjam yang diajukan untuk membayar bunga dan pokok pinjaman baik kini maupun pada waktu yang akan datang, sehingga penting bagi seorang kreditur untuk melakukan penilaian kinerja keuangan perusahaan. Tujuan penilaian kinerja keuangan perusahaan bagi kreditur adalah sebagai berikut:

- Untuk mengetahui tingkat likuiditas yaitu kemampuan untuk memenuhi kewajiban

keuangan perusahaan yang harus segera dipenuhi pada saat ditagih.

- Untuk mengetahui dasar atau alasan perusahaan meminjam atau mengadakan pembelian secara kredit dari *supplier*.
- Untuk mengetahui struktur modal perusahaan, seberapa besar hutang perusahaan dan bagaimana pembayaran hutang pada waktu lalu.

2.1.3.2 Tujuan Penilaian Kinerja Bagi Investor

Para investor berusaha untuk mengestimasi sebaik mungkin laba perusahaan untuk menilai harga saham yang akan dibeli atau dijual, sehingga penilaian kinerja keuangan perusahaan bagi seorang investor memiliki tujuan sebagai berikut:

- Untuk mengetahui stabilitas perusahaan dan besarnya resiko serta tingkat keuntungan yang akan diperoleh investor dimasa kini maupun pada waktu yang akan datang.
- Untuk mengetahui kemampuan bersaing perusahaan dalam industri dan seberapa jauh perusahaan telah mempertahankan atau memperbaiki posisi kompetisinya.

2.1.3.3 Tujuan Penilaian Kinerja Bagi Manajemen Perusahaan

Penilaian kinerja perusahaan dari sudut pandang manajemen perusahaan mengaitkan tujuan dari kreditur dan investor, karena investor dan kreditur harus mengetahui kemampuan perusahaan untuk memperoleh modal yang dibutuhkan. Tujuan penilaian kinerja perusahaan bagi manajemen perusahaan adalah sebagai berikut:

- Untuk menentukan struktur keuangan perusahaan dengan lebih baik, sehingga dapat melakukan divestasi terhadap unit-unit bisnis yang tidak *profit*.
- Untuk menentukan besarnya *reward* bagi karyawan atau manajer.
- Untuk mengetahui seberapa baik kinerja keuangan perusahaan serta bidang-bidang apa yang memberikan kontribusi yang berhasil bagi perusahaan.
- Untuk mengetahui kekuatan dan kelemahan posisi keuangan perusahaan.

2.1.4 Penilaian Kinerja Perusahaan Dengan Rasio Konvensional

Banyak metode dan teknik yang telah dikembangkan dalam penilaian kinerja perusahaan. Secara umum metode tersebut dapat dikelompokkan dalam empat pendekatan (Suryadi,1999), yaitu:

- Pendekatan laba, yaitu metode rasio tingkat laba atau *price earning ratio* dan metode kapitalisasi proyeksi laba (*capitalization of future maintainable earning*).
- Pendekatan arus kas, yaitu metode diskonto arus kas (*discounted cash flow*).
- Pendekatan pertumbuhan deviden (*dividend Growth model*).
- Pendekatan aktiva (*asset based valuation*).

Berdasarkan pendekatan-pendekatan diatas, rasio-rasio keuangan yang hingga sekarang masih banyak digunakan adalah rasio likuiditas, yaitu rasio yang mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kebutuhan uang tunai, rasio aktivitas yaitu rasio yang mengukur likuiditas aktivitas tertentu dan efisiensi pengelolaan asset, rasio *leverage* yaitu rasio yang mengukur sejauh mana pembelanjaan dilakukan dengan hutang yang dibandingkan dengan modal dan kemampuan untuk membayar bunga dan beban tetap yang lain, dan rasio probabilitas yaitu rasio yang mengukur kinerja secara keseluruhan perusahaan dan efisiensi dalam pengelolaan aktiva, kewajiban dan kekayaan.

Penilaian berdasarkan rasio-rasio diatas tidak dapat diandalkan dalam mengukur nilai tambah yang tercipta dalam periode tertentu, karena rasio ini mengandung beberapa kelemahan atau keterbatasan, yaitu:

- Hasil yang dianalisis tidak dapat berdiri sendiri melainkan harus diperbandingkan dengan rasio sejenis yang mempunyai tingkat resiko yang hampir sama serta diadakan analisis kecenderungan dari setiap rasio dari tahun sebelumnya.
- Rasio keuangan hanya menggambarkan kondisi sesaat, yaitu pada tanggal laporan keuangan dan periode pelaporan keuangan.
- Jika ditinjau dari kemampuan menciptakan nilai, diabaikannya biaya modal dalam perhitungan rasio tersebut sehingga sulit untuk mengetahui apakah suatu perusahaan telah dapat meningkatkan nilai peusahaannya atau belum sesuai dengan tujuannya.

Berdasarkan kelemahan-kelemahan yang terdapat dalam penilai kinerja konvensional maka dikembangkan suatu alat pengukur kinerja keuangan baru yaitu EVA (*Economic Value Added*) dan MVA (*Market Value Added*).

2.1.5 *Economic Value Added (EVA)*

2.1.5.1 Definisi EVA

Istilah EVA pertama kali dipopulerkan oleh *Stern Steward Management Service* yang merupakan perusahaan konsultan dari Amerika Serikat. EVA adalah nilai tambah ekonomis yang diciptakan perusahaan dari kegiatan atau strateginya selama periode tertentu (Utomo, 1999). EVA mencoba mengukur nilai tambah (*value creation*) yang dihasilkan suatu perusahaan dengan cara mengurangi beban biaya modal (*cost of capital*) yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan (Purwati,1999), atau dengan kata lain EVA merupakan laba operasi bersih setelah pajak dikurangi dengan biaya modal rata-rata tertimbang dari seluruh modal yang diinvestasikan

2.1.5.2 Manfaat EVA

Menurut Mirza (Adiningsih dan Isworo,2005)

EVA mempunyai manfaat sebagai berikut:

- EVA digunakan sebagai penilai kinerja perusahaan dimana fokus penilaian kinerja adalah pada penciptaan nilai (*value creation*).

- EVA menyebabkan perhatian manajemen sesuai dengan kepentingan pemegang saham.
- Dengan EVA, para manajer berpikir dan bertindak seperti halnya pemegang saham yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan.
- EVA dapat digunakan untuk mengidentifikasi kegiatan atau proyek yang memberikan pengembalian yang lebih tinggi daripada biaya modalnya.
- Dengan EVA, para manajer harus selalu membandingkan tingkat pengembalian proyek dengan tingkat biaya modal yang mencerminkan tingkat resiko proyek tersebut.

2.1.5.3 Keunggulan EVA

Menurut Mirza (Adiningsih dan Isworo,2005)

EVA mempunyai keunggulan sebagai berikut:

- EVA memfokuskan penilaiannya pada nilai tambah dengan memperhitungkan beban biaya modal sebagai konsekuensi investasi.

- Perhitungan EVA relatif mudah dilakukan, hanya yang menjadi persoalan adalah perhitungan biaya modal yang memerlukan data yang lebih banyak dan analisis yang lebih mendalam.
- EVA digunakan secara mandiri tanpa memerlukan data pembanding seperti standar industri atau data perusahaan lain, sebagaimana konsep penilaian dengan menggunakan analisis rasio.

2.1.5.4 Kelemahan EVA

EVA dengan berbagai keunggulannya juga mempunyai beberapa kelemahan. EVA hanya menggambarkan penciptaan nilai pada suatu tahun tertentu. Nilai suatu perusahaan merupakan akumulasi EVA selama umur perusahaan, dengan demikian bisa saja suatu perusahaan mempunyai EVA pada tahun berjalan positif tetapi nilai perusahaan tersebut rendah karena EVA pada tahun berikutnya negatif artinya dalam menggunakan EVA untuk menilai kinerja, harus melihat EVA masa kini dan EVA masa mendatang.

Menurut Mirza (Adiningsih dan Isworo,2005)

EVA mempunyai kelemahan sebagai berikut:

- EVA hanya mengukur hasil akhir (*result*). Konsep ini tidak mengukur aktivitas-aktivitas penentu seperti loyalitas dan tingkat retensi konsumen.
- EVA terlalu bertumpu pada keyakinan bahwa investor sangat mengandalkan pendekatan fundamental dalam mengkaji dan mengambil keputusan untuk menjual atau membeli saham tertentu, padahal faktor-faktor lain terkadang dominan.
- Konsep ini sangat tergantung pada transparansi internal dalam perhitungan EVA secara akurat.

2.1.5.5 Langkah-langkah Menghitung EVA

Berikut ini adalah langkah-langkah untuk menghitung nilai EVA suatu perusahaan:

- a. Menghitung laba operasi bersih setelah pajak (NOPAT).
- b. Menghitung biaya rata-rata tertimbang (WACC), yaitu dengan menentukan proporsi struktur modal, menghitung biaya hutang dan biaya ekuitas (saham).
- c. Menghitung *Invested Capital*.
- d. Menghitung EVA.

- **NOPAT (*Net Operating After Tax*)**

NOPAT (*Net Operating After Tax*)

merupakan laba bersih setelah pajak ditambah biaya bunga. Secara matematis, dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{NOPAT} = \text{Laba bersih setelah pajak} + \text{biaya bunga}$$

- **WACC (*Weighted Average Cost of Capital*)**

Pada saat investor menanamkan modalnya dalam perusahaan, mereka menciptakan sebuah *opportunity cost* yang sama dengan *return* yang mungkin akan diperoleh dari investasi lain yang sejenis dan memiliki resiko yang sama. *Opportunity cost* ini adalah *cost of capital* perusahaan. *Cost of capital* perusahaan adalah *cost* setiap sumber modal, yang ditimbang sesuai dengan struktur modal perusahaan. Setiap komponen dalam struktur pembiayaan memiliki biaya tertentu dan komponen biaya tersebut membentuk biaya modal rata-rata tertimbang atau *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) (Pradhono & Yulius Jogi Christiawan, 2004) atau dengan kata lain, WACC merupakan jumlah biaya dari setiap komponen modal (utang dan ekuitas pemegang saham) ditimbang dengan proporsi relatifnya dalam struktur modal perusahaan.

Modal merupakan dana yang digunakan untuk membiayai pengadaan aktiva dan operasi perusahaan. Struktur modal perusahaan terdiri dari modal asing (hutang) dan modal sendiri (saham). Hutang dalam penghitungan EVA terdiri dari hutang yang mengandung unsur bunga pinjaman seperti hutang jangka pendek bank (kredit modal kerja), hutang obligasi dan hutang jangka panjang yang berbunga lainnya, sedangkan modal saham (ekuitas) terdiri dari jumlah saham biasa ditambah saham preferen dan laba ditahan. Proporsi hutang diperoleh dengan membandingkan hutang dengan total modal, sedangkan proporsi modal sendiri (ekuitas) membandingkan modal sendiri (saham) dengan total modal. Total modal diperoleh dari penjumlahan hutang dengan modal sendiri. Secara sederhana gambaran tentang struktur modal sebagai berikut:

Hutang	xxx
Ekuitas / saham	xxx
Total modal	xxx

$$\% \text{ Hutang } (W_d) = \frac{\text{Hutang}}{\text{Total Modal}} \times 100\%$$

$$\% \text{ Ekuitas } (W_e) = \frac{\text{Ekuitas/saham}}{\text{Total Modal}} \times 100\%$$

Komponen *Cost of capital* berdasarkan struktur modal bisa dibedakan atas biaya hutang (*cost of debt*) dan biaya ekuitas (*cost of equity*).

Biaya hutang (*cost of debt*) merupakan biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan karena perusahaan menggunakan dana yang berasal dari pinjaman. Biaya hutang yang digunakan dalam penghitungan EVA adalah biaya hutang yang mengandung unsur bunga pinjaman seperti hutang jangka pendek bank (kredit modal kerja), hutang obligasi, dan hutang jangka panjang yang berbunga lainnya. Biaya hutang diperoleh dari biaya hutang setelah pajak. Biaya hutang dirumuskan sebagai berikut:

$$k_d = k_i \times (1-t)$$

keterangan:

k_d = Biaya hutang setelah pajak

k_i = Biaya hutang sebelum pajak, diperoleh

dari:

$$\frac{\text{Beban bunga}}{\text{Hutang}} \times 100\%$$

t = pajak atas penghasilan, diperoleh dari:

$$\frac{\text{Beban pajak}}{\text{Laba sebelum pajak}} \times 100\%$$

Biaya ekuitas (*cost of equity*) merupakan tingkat hasil pengembalian atas saham biasa yang diinginkan oleh para investor. Perhitungan biaya ekuitas dapat menggunakan pendekatan hasil deviden plus tingkat pertumbuhan. Model ini biaya ekuitas sebagai nilai deviden perusahaan per harga saham ditambah dengan persentase pertumbuhan dari deviden tersebut. Rumus perhitungan biaya ekuitas sebagai berikut (Sutrisno,2001):

$$k_e = \frac{D_i}{P} + g$$

Keterangan:

k_e = Biaya ekuitas, yaitu tingkat keuntungan yang diharapkan dari saham perusahaan.

D_i = Dividen yang dibayarkan.

P = Harga saham.

g = Tingkat pertumbuhan deviden.

Setelah menentukan biaya hutang dan biaya ekuitas, maka biaya modal rata-rata tertimbang dapat dihitung dengan rumus:

$$WACC = (W_d \times k_d) + (W_e \times k_e)$$

- ***Invested Capital***

Invested capital merupakan modal yang digunakan untuk membiayai operasional perusahaan.

Invested Capital diperoleh dari:

$$\text{Invested Capital} = \text{Total Hutang} + \text{Ekuitas Pemegang Saham.}$$

- **Menghitung EVA**

Secara matematis, EVA dapat dinyatakan sebagai berikut (Dwitayanti, 2005):

$$EVA = \text{NOPAT} - WACC \times \text{Invested Capital}$$

Dari perhitungan akan diperoleh kesimpulan dengan interpretasi hasil sebagai berikut: Jika $EVA > 0$ hal ini menunjukkan terjadi nilai tambah bagi perusahaan, jika $EVA < 0$ hal ini menunjukkan tidak terjadi nilai tambah ekonomis bagi perusahaan, dan jika $EVA = 0$ hal ini menunjukkan posisi impas karena laba telah digunakan untuk membayar kewajiban kepada penyandang dana baik kreditur maupun pemegang saham.

2.1.6 *Market Value Added (MVA)*

Market Value Added (MVA) merupakan nilai yang diterima investor dari investasi yang dilakukan yang dicerminkan dari harga saham. MVA diperoleh dari selisih antara nilai pasar saham dengan modal yang diinvestasikan. Secara matematis MVA dapat dirumuskan sebagai berikut (Young dan O'Byrne ,2001):

$$\text{MVA} = \text{Nilai pasar saham} - \text{Modal yang diinvestasikan.}$$

Nilai pasar saham merupakan hasil perkalian antara harga saham yang tercantum pada akhir periode penutupan selama setahun tersebut berlangsung (umumnya 31 Desember) dengan jumlah saham yang beredar, sedangkan modal yang diinvestasikan merupakan total ekuitas saham biasa yang diinvestasikan investor.

Dari perhitungan akan diperoleh kesimpulan sebagai berikut: jika MVA positif ($\text{MVA} > 0$) berarti pihak manajemen telah mampu meningkatkan kekayaan perusahaan dan kekayaan pemegang saham pun bertambah, sebaliknya jika MVA negatif ($\text{MVA} < 0$) berarti pihak manajemen telah menurunkan kekayaan perusahaan dan pemegang saham pun berkurang. Jadi MVA positif atau negatif bagi perusahaan yang *go public* adalah perkiraan dari pasar dari proyek-proyek investasi perusahaan, baik yang telah terjadi maupun yang diantisipasi investor akan terjadi dimasa yang akan datang.

Young dan O'Byrne (2001) mendefinisikan *Market Value Added* (MVA) adalah perbedaan antara nilai pasar perusahaan (termasuk ekuitas dan hutang) dan modal keseluruhan yang diinvestasikan dalam perusahaan. Nilai pasar perusahaan adalah nilai perusahaan, yakni jumlah nilai pasar dari semua tuntutan modal terhadap perusahaan oleh pasar modal pada tanggal tertentu, lebih sederhananya nilai pasar perusahaan adalah jumlah nilai pasar dari hutang dan ekuitas, sedangkan modal yang diinvestasikan adalah jumlah modal yang disediakan penyedia dana pada tanggal yang sama.

Menurut Taufik (2001), MVA merupakan perbedaan antara modal yang ditanamkan di perusahaan sepanjang waktu dari investasi modal, pinjaman dan laba ditahan dan uang bisa diambil sekarang, atau sama dengan selisih antara nilai buku dan nilai pasar saham plus obligasi. MVA kini dianggap menjadi panduan terbaik untuk menilai manajemen perusahaan publik, mulai dari *the good*, *the bad* dan *the ugly*, mulai dari yang benar-benar *the good* sampai yang hanya menjadi *the good* pada musim tertentu, karena MVA bisa menjawab persoalan penting yang paling dibutuhkan investor di manapun yaitu kemampuan manajemen perusahaan publik menambah kekayaan mereka.

Kelemahan MVA yaitu tidak memperhitungkan biaya modal yang diinvestasikan dalam perusahaan, dengan demikian

MVA akan bias dan cenderung memberikan penilaian yang lebih besar dari tambahan kekayaan investor yang sesungguhnya.

Menurut Stewart (Togatorop,2004), untuk meningkatkan MVA dapat dilakukan tiga cara, yaitu:

- Dengan meningkatkan efisiensi operasional yang berpengaruh dari selisih antara *rate of return* dan *cost of capital*.
- Dengan menambah biaya modal yang diinvestasikan kedalam suatu proyek dimana selisih antara *rate of return* dengan *cost of capital* bernilai positif.
- Dengan menarik kembali modal dari operasional jika *rate of return* lebih kecil dari *cost of capital*.

2.1.7 Return Saham

Tujuan utama investor menanamkan modalnya adalah mendapatkan *return* (tingkat pengembalian) yang maksimal dengan resiko tertentu. Komponen *return* meliputi (Halim,2003): *Capital gain (loss)* merupakan keuntungan (kerugian) bagi investor yang diperoleh dari kelebihan harga jual (harga beli) diatas harga beli (harga jual) yang keduanya terjadi dipasar sekunder, dan *Yield* merupakan pendapatan atau aliran kas yang diterima investor secara periodik, misalnya berupa deviden atau bunga. Setiap investor yang akan menanamkan modalnya dalam bentuk saham, harus didasari

dengan pengamatan terhadap prestasi suatu perusahaan dalam menghasilkan pengembalian (*return*). Dalam hal ini, harga saham dapat digunakan oleh para investor sebagai salah satu indikator keberhasilan pengelolaan perusahaan. Besarnya *return* saham dapat dihitung menggunakan rumus (Aji Bayu,2003) sebagai berikut:

$$\text{Return saham} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

P_t = Harga saham pada periode t

P_{t-1} = Harga saham pada periode t-1

D_t = Deviden saham pada periode t

2.1.8 Pengaruh EVA dan MVA terhadap *Return* Saham

Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Tujuan ini bisa menyimpan konflik potensial antara investor dengan kreditor. Jika perusahaan menikmati laba yang besar, nilai pasar saham (dana investor) akan meningkat pesat, sementara nilai hutang perusahaan (dana kreditor) tidak terpengaruh. Sebaliknya, apabila perusahaan mengalami kerugian atau bahkan kebangkrutan, maka hak kreditor akan didahulukan sementara nilai saham akan menurun drastis. Jadi dengan demikian nilai saham merupakan indeks yang tepat untuk mengukur efektifitas perusahaan, sehingga seringkali dikatakan bahwa

memaksimumkan nilai perusahaan juga berarti memaksimumkan kekayaan pemegang saham. Saham suatu perusahaan bisa dinilai dari tingkat pengembalian (*return*) yang diterima oleh pemegang saham dari perusahaan yang bersangkutan. Apabila perusahaan mempunyai tujuan untuk memaksimumkan kekayaan pemegang saham, maka ukuran yang digunakan untuk menilai kinerja perusahaan seharusnya mempunyai hubungan langsung dengan *return* yang diterima oleh pemegang saham. EVA sebagai pengukur kinerja seharusnya mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kekayaan pemegang saham suatu perusahaan (Pradhono & Christiawan, 2004).

Penelitian yang dilakukan oleh Lehn dan Makhija pada tahun 1996 (Aji Bayu, 2003) menunjukkan bahwa EVA berkorelasi positif dan signifikan dengan *return* saham. Implikasi dari penelitian ini adalah investor akan memperoleh *return* saham yang tinggi jika perusahaan mempunyai EVA yang tinggi. Dengan demikian, investor yang rasional akan menggunakan EVA sebagai suatu informasi penting dalam pengambilan keputusan investasi saham yang dilakukan.

Nilai pasar mencerminkan keputusan pasar mengenai bagaimana manajer yang sukses telah menginvestasikan modal yang telah dipercayakan kepadanya menjadi bertambah besar. Semakin besar nilai MVA berarti kinerja perusahaan semakin baik.

Sebaliknya jika MVA negatif berarti nilai yang dihasilkan dari investasi yang dijalankan perusahaan tersebut lebih kecil dari modal yang diserahkan investor kepada perusahaan. Hal ini berarti perusahaan telah menurunkan kekayaan atau modal investor sehingga tingkat pengembalian (*return* saham) akan mengalami penurunan karena itu MVA mempunyai pengaruh yang positif terhadap tingkat pengembalian saham atau *return* saham (Togatorop,2004).

2.1.9 Model Empiris

Pada prinsipnya investor akan tertarik untuk berinvestasi pada saham yang menawarkan jumlah, stabilitas dan tingkat pertumbuhan dari pendapatan yang akan mereka terima. Jika para investor mengetahui dengan pasti laba yang akan diraih perusahaan, maka mereka akan cepat mengestimasi harga saham perusahaan tersebut dengan besarnya deviden yang akan diterima. EVA dan MVA sebagai indikator dari keberhasilan manajemen dalam memilih dan mengelola sumber-sumber dana yang ada diperusahaan seharusnya memiliki pengaruh terhadap *return* pemegang saham sebab dalam konsep EVA ini memperhitungkan biaya modal saham, sehingga memberikan pertimbangan yang adil bagi para penyandang dana perusahaan karena biaya modal yang sebenarnya ditanggung perusahaan dapat diketahui, sedangkan dalam konsep MVA nilai

pasar mencerminkan keputusan pasar mengenai bagaimana manajer yang sukses telah menginvestasikan modal yang telah dipercayakan kepadanya menjadi bertambah besar. Dengan meningkatnya EVA dan MVA perusahaan, berarti kinerja perusahaan semakin baik sehingga kesejahteraan para pemegang sahamnya pun dapat ditingkatkan.

2.2 Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian yang dilakukan oleh Lehn dan Makhija pada tahun 1996 Aji (2003) menunjukkan bahwa EVA berkorelasi positif dan signifikan dengan *return* saham. Implikasi dari penelitian ini adalah investor akan memperoleh *return* saham yang tinggi jika perusahaan mempunyai EVA yang tinggi. Dengan demikian, investor yang rasional akan menggunakan EVA sebagai suatu informasi penting dalam pengambilan keputusan investasi saham yang dilakukan. Hasil penelitian yang sama juga diperoleh Aji (2003) dalam penelitiannya yang berjudul “Rasionalitas investor di BEJ didasarkan pada pengaruh EVA terhadap *return* saham”. Diperoleh bahwa EVA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, jadi tinggi rendahnya *return* saham dipengaruhi oleh persepsi investor terhadap kinerja keuangan perusahaan tersebut, khususnya kinerja keuangan yang diukur dengan EVA. Jika suatu perusahaan mempunyai peningkatan EVA yang tinggi, maka *return* saham perusahaan tersebut juga akan meningkat.

Penelitian yang dilakukan Rohmah dan Trisnawati (2004) menyatakan bahwa EVA tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* pemegang saham, artinya perubahan *return* pemegang saham dipengaruhi oleh faktor lain. Tidak signifikannya pengaruh EVA dan Profitabilitas perusahaan terhadap *return* pemegang saham kemungkinan disebabkan oleh berbagai faktor, antara lain sosial politik serta kondisi ekonomi Indonesia yang belum stabil sehingga mengakibatkan tingginya resiko bisnis serta ketidakpastian pendapatan yang akan diterima oleh investor. Hasil penelitian yang sama juga diperoleh Pradhono dan Christiawan (2004) bahwa EVA tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* pemegang saham. Dalam penelitiannya dari 34 perusahaan hanya terdapat 13 sampai 15 perusahaan yang mempunyai EVA yang positif, yang berarti kurang dari 50% hal ini disebabkan oleh banyak perusahaan yang masih harus menanggung beban pokok dan bunga hutang yang besar, yang antara lain diakibatkan oleh fluktuasi nilai tukar valuta asing.

Togatorop (2004) melakukan penelitian tentang pengaruh EVA dan MVA sebagai pengukur kinerja perusahaan terhadap *return* saham pada industri dasar dan kimia di Bursa Efek Jakarta periode penelitian 1997-2000, diperoleh hasil bahwa secara parsial, MVA memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham pada taraf uji 10% sedangkan EVA tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham pada taraf uji 10%. Dengan demikian diantara kedua variabel tersebut MVA

mempunyai pengaruh yang paling signifikan terhadap *return* saham. Secara simultan (bersama-sama) EVA dan MVA tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

2.3 Formulasi Hipotesis

Berdasarkan uraian diatas maka dapat dibuat formulasi hipotesis sebagai berikut:

- Hipotesis secara simultan:
 - H1: Ada pengaruh dari EVA dan MVA terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.
- Hipotesis secara parsial:
 - H1: Ada pengaruh dari EVA terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.
 - H2: Ada pengaruh dari MVA terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.