

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Pengertian Kinerja Perusahaan dan Tujuan Penilaian Kinerja Keuangan Perusahaan

Menurut Stoner, Freeman dan Gilbert, pengertian *Organizational Performance* adalah ukuran seberapa efisien dan efektif sebuah organisasi—seberapa baik organisasi itu mencapai tujuan yang memadai.

Adapun pengertian efektivitas menurut Robbins dan Coulter yakni pencapaian tujuan, sedangkan efisiensi yakni hubungan antara *input* dan *output*, bertujuan untuk meminimisasi biaya-biaya sumber.² Jadi, efisiensi lebih memperhatikan sarana-sarana melaksanakan segala sesuatunya, sedangkan efektivitas berkaitan dengan hasil akhir.

Penilaian atau pengukuran kinerja perusahaan dapat bersifat penilaian kinerja keuangan (*financial performance measurement*) ataupun penilaian kinerja bukan keuangan (*non-financial performance measurement*). Ternyata ada keterkaitan antara kinerja keuangan dengan kinerja bukan keuangan dalam perusahaan. Contoh kinerja bukan keuangan antara lain kepuasan pelanggan (*customer satisfaction*), kualitas produk, loyalitas karyawan, dan lain-lain. Kepuasan pelanggan dapat mempengaruhi kinerja keuangan, misalnya ketika

² Stephen P. Robbins dan Mary Coulter. (1999). *Manajemen*. Terjemahan: Drs. T. Hermaya. Jakarta: PT. Prenhallindo.

kepuasan pelanggan menurun atau buruk, maka dapat berakibat pada penurunan penjualan produk ataupun jasa perusahaan tersebut, sehingga kinerja keuangan perusahaan menjadi menurun. Sebaliknya kinerja keuangan pun dapat mempengaruhi kinerja bukan keuangan, misalnya saat kinerja keuangan buruk, perusahaan tidak dapat memenuhi harapan tenaga kerja dengan upah yang sesuai, ataupun adanya penurunan kualitas produk; dengan demikian akan berdampak pada kepuasan pelanggan.

Pada dasarnya tujuan dari penilaian kinerja keuangan perusahaan antara lain:

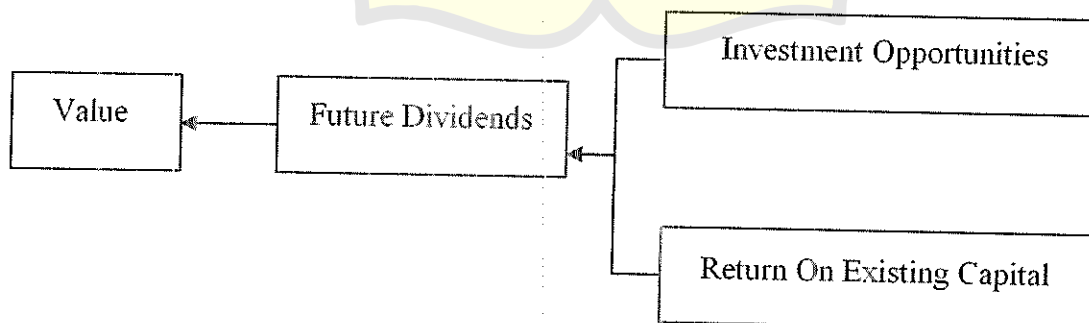
1. Untuk mengetahui tingkat likuiditas, yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek
2. Untuk mengetahui tingkat solvabilitas, yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjang
3. Untuk mengetahui tingkat profitabilitas, yaitu kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba
4. Untuk mengetahui tingkat stabilitas usaha, yaitu kemampuan perusahaan dalam menjalankan usahanya secara stabil, yang diukur dengan mempertimbangkan kemampuan perusahaan dalam membayar beban bunga atas hutang-hutangnya termasuk membayar kembali pokok hutangnya tepat waktu, serta kemampuan perusahaan untuk membayar deviden kepada para pemegang saham tanpa mengalami hambatan atau krisis keuangan.

2.2 Nilai Perusahaan

Nilai suatu perusahaan adalah nilai manfaat yang dapat dibayar oleh perusahaan tersebut, secara umum menggambarkan *total value of the owner's claim* yaitu total nilai hutang dan saham.³ Nilai yang dimaksud disini tentunya merupakan *market value*. Karena itu nilai perusahaan juga dapat didefinisikan sebagai total *market value* dari asset perusahaan, dimana saat terjadi likuidasi perusahaan maka perusahaan dapat memperoleh hasil penjualan asset-nya sesuai harga jual atau *replacement cost of the assets*.

Selain itu, nilai perusahaan juga dapat berarti *present value* dari *future dividends*, dimana *future dividends* terbentuk dari *current investment* dan *future investment opportunities*. Sedangkan yang menentukan *current investment* dan *future investment opportunities* adalah *competitive advantage*, dimana didalamnya mencakup keahlian, reputasi, *product differentiation*, *cost advantage*, dan lain-lain.

Gambar 2.1 Company Value



³ Neil Seitz dan Mitch Ellison. (1999). *Capital Budgeting and Long Term Financing Decision*. USA: Harcourt Brace College Publishers.

Jika kita menghubungkan kinerja perusahaan dengan nilai perusahaan, tentunya ada keterkaitan, yakni kinerja perusahaan akan berpengaruh pada nilai perusahaan, dimana kinerja perusahaan yang baik tentunya memberi dampak positif terhadap nilai perusahaan. Karena itulah dibutuhkan peran dari penilaian kinerja keuangan. Peran penilaian kinerja keuangan perusahaan terhadap nilai perusahaan yakni ketika menghitung *current investment*.

Yang perlu ditekankan disini yakni bahwa penilaian kinerja keuangan berbeda dengan penilaian perusahaan (*business valuation*). Penilaian kinerja keuangan perusahaan didasarkan pada data masa lalu atau yang sudah terjadi, misalnya jika kita menggunakan analisa rasio, maka data yang digunakan adalah laporan keuangan perusahaan pada tahun yang telah berlalu. Sementara itu dalam penilaian perusahaan selain menggunakan data masa lalu, kita juga menghitung nilai perusahaan (nilai ekuitas) pada masa mendatang yang di *present value*-kan. Dengan melihat gambar 2.1, kita dapat menyatakan bahwa peran penilaian perusahaan yakni menghitung *future investment* atau *investment opportunities*.

2.3 Beberapa Metode Dalam Penilaian Kinerja Keuangan Perusahaan

Ada beberapa metode yang dapat digunakan dalam penilaian kinerja keuangan perusahaan, antara lain analisa laporan keuangan dan metode *Economic Value Added* (EVA).

2.3.1 Analisa Laporan Keuangan

Kita dapat menganalisa laporan keuangan dengan analisa rasio keuangan.

2.3.1.1 Analisa Rasio Keuangan

Analisa rasio keuangan merupakan sekelompok rasio-rasio keuangan yang secara garis besar terdiri dari *liquidity ratio*, *leverage ratio (solvabilitas ratio)*, dan *Activity Ratio*.

2.3.1.1.1 Rasio Likuiditas (*Liquidity Ratio*)

Rasio likuiditas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya tepat waktu. Sebuah perusahaan menunjukkan likuiditas tinggi ketika (1) saldo aktiva lancarnya (*current ratio*) adalah besar dalam hubungannya dengan saldo hutang lancarnya (*current liabilities*), dan (2) perusahaan memiliki proporsi tinggi aktiva lancar dalam kas, surat-surat berharga, dan piutang, sebagai lawan terhadap persediaan atau biaya yang dibayar di muka. Rasio likuiditas terdiri dari beberapa rasio, yakni:

a. Rasio Lancar (*Current Ratio*)

Rasio lancar digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang jatuh tempo atau berapa kali *current assets* dapat menutupi *current liabilities*. Karena hal ini merupakan rasio dan bukan saldo, bisa digunakan untuk membandingkan perusahaan ukuran berbeda atau perusahaan sama pada tanggal neraca.

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Current assets}}{\text{Current liabilities}}$$

Biasanya aktiva lancar terdiri dari kas, surat berharga, piutang dagang, dan persediaan; sedang kewajiban lancar terdiri dari utang dagang, wesel bayar jangka pendek, utang jangka panjang yang akan jatuh tempo dalam waktu satu tahun, pajak penghasilan yang terutang, dan beban-beban lain yang terutang (terutama gaji dan upah).

Current ratio yang rendah biasanya dianggap menunjukkan terjadinya masalah dalam likuiditas. Sebaliknya suatu perusahaan yang *current ratio*-nya terlalu tinggi juga kurang bagus, karena menunjukkan banyaknya dana yang menganggur yang pada akhirnya dapat mengurangi kemampu labaan perusahaan. Dengan mengetahui berapa lama perusahaan telah mengalami *current ratio* yang kurang memuaskan, keadaan perusahaan sekarang dapat disimpulkan apakah dapat dianggap normal atau tidak. *Current ratio* yang tinggi bisa disebabkan oleh kondisi perdagangan yang kurang baik atau manajemen yang bobrok.

Dalam masa resesi, pihak manajemen mungkin enggan mengganti barangnya. Dengan demikian, persediaan barang dan utang dagang ditekan sampai tingkat yang paling rendah, atau saldo piutang yang terlalu besar karena adanya kebijakan kredit dan penagihan yang kurang efektif. Sebaliknya operasi yang menguntungkan bisa disertai penurunan *current ratio*, contohnya adalah apabila timbul utang pajak penghasilan yang sangat besar akibat tingginya hasil penjualan.

b. Rasio Cepat (*Quick (acid test) Ratio*)

Dalam menghitung *quick ratio*, persediaan dianggap unsur aktiva lancar yang tingkat likuiditasnya rendah, sering mengalami fluktuasi harga, dan unsur

aktiva lancar ini sering menimbulkan kerugian jika terjadi likuidasi. Rasio cepat yang umumnya dianggap baik adalah 1 (satu).

$$\text{Quick (acid ratio) ratio} = \frac{\text{Current assets} - \text{Inventory}}{\text{Current liabilities}}$$

c. Rasio Modal Kerja (*Working capital Ratio*)

Working capital ratio biasanya dianggap sebagai pengukuran likuiditas itu sendiri, jadi dapat menunjukkan seberapa besar likuiditas dibanding dengan *sales*.

$$\text{Working capital ratio} = \frac{\text{Current assets} - \text{Current liabilities}}{\text{Sales}}$$

d. Rasio Kas (*Cash Ratio*)

Kas dan setara kas (misalnya, *marketable securities*) merupakan assets yang paling likuid. Jadi rasio ini mengukur proporsi assets yang paling likuid dibanding dengan *current liabilities*.

$$\text{Cash ratio} = \frac{\text{Cash} + \text{Marketable Securities}}{\text{Current liabilities}}$$

2.3.1.1.2 Rasio Kemampuan Bayar (*Leverage Ratio/Solvabilitas Ratio*)

Rasio solvabilitas digunakan untuk mengukur seberapa besar atau tingkat pendanaan perusahaan dalam bentuk utang. Para investor dan kreditur jangka

panjang keduanya memperhatikan dengan kemampuan bayar (*solvency*). Kreditur jangka panjang tertarik dalam menerima pembayaran bunga dan pengembalian saldo pokok hutangnya. Para investor tertarik dalam kemampuan bayar karena jika perusahaan tidak membayar kewajiban jangka panjangnya, perusahaan tidak bisa membayar dividen, dan harga sahamnya tidak akan meningkat.

Rasio solvabilitas terdiri dari beberapa rasio, yakni :

a. Rasio Utang (*Debt Ratio*)

Rasio ini menunjukkan proporsi antara kewajiban yang dimiliki dan seluruh kekayaan yang dimiliki. Semakin tinggi hasil persentasenya, cenderung semakin besar risiko keuangannya bagi kreditor maupun investor.

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

b. Rasio Utang terhadap Ekuitas (*Debt to Equity Ratio*)

Rasio ini menunjukkan seberapa besar proporsi utang dibanding dengan ekuitas, sehingga kita dapat melihat resiko struktur modal perusahaan. Rasio ini mengukur seberapa jauh perusahaan dibelanjai oleh kreditor. Ditinjau dari sudut solvabilitas, rasio yang relative tinggi kurang baik karena bila terjadi likuiditas, perusahaan akan mengalami kesukaran.

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

c. Long Term Debt to Total Capitalization

Rasio ini menunjukkan seberapa besar atau proporsi utang jangka panjang yang digunakan untuk pendanaan permanent perusahaan, seperti utang jangka panjang dan ekuitas.

$$\text{Long Term Debt to Total Capitalization} = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Long Term Debt} + \text{Equity}}$$

2.3.1.1.3 Rasio Aktivitas Perusahaan (*Activity Ratio*)

Rasio aktivitas, juga yang disebut rasio perputaran (*turnover*), digunakan untuk mengukur seberapa efektif perusahaan mengelola assets-nya. Semua rasio aktivitas ini melibatkan perbandingan antara tingkat penjualan dan investasi pada berbagai jenis aktiva. Rasio-rasio aktivitas menganggap bahwa sebaiknya terdapat keseimbangan yang layak antara penjualan dan berbagai unsur aktiva, yaitu persediaan, piutang, aktiva tetap, dan aktiva lain.

Rasio aktivitas terdiri dari beberapa rasio, yakni:

a. Rasio Periode Penagihan Rata-rata (*Average Collection Period Ratio*)

Rasio ini mengukur efisiensi pengelolaan piutang perusahaan, rata-rata jangka waktu penagihan adalah rata-rata jangka waktu lamanya perusahaan harus menunggu pembayaran setelah melakukan penjualan.

$$\text{Average Collection Period} = \frac{\text{Account Receivable}}{\text{Sales per day}}$$

b. Rasio Perputaran Persediaan (*Inventory Turn Over*)

Rasio ini digunakan untuk mengukur efisiensi perusahaan dalam mengelola dan menjual persediaan sehingga kita dapat melihat berapa kali perputaran persediaan dalam setahun. Rasio ini merupakan indikasi yang cukup populer untuk menilai efisiensi operasional, yang memperlihatkan seberapa baiknya manajemen mengontrol modal yang ada pada persediaan.

$$\text{Inventory Turn Over} = \frac{\text{Cost of Good Sold}}{\text{Inventory}}$$

c. Rasio Perputaran Aktiva Tetap (*Fixed Assets Turn Over*)

Rasio ini mengukur efektivitas penggunaan dana yang tertanam pada harta tetap seperti pabrik dan peralatan, dalam rangka menghasilkan penjualan, atau berapa rupiah penjualan bersih yang dihasilkan oleh setiap rupiah yang diinvestasikan pada aktiva tetap. Rasio ini berguna untuk mengevaluasi kemampuan perusahaan menggunakan aktiva secara efektif untuk meningkatkan pendapatan.

$$\text{Fixed Assets Turn Over} = \frac{\text{Sales}}{\text{Net Fixed Assets}}$$

d. Rasio Perputaran Total Aktiva (*Total Assets Turn Over*)

Rasio ini menunjukkan efektivitas penggunaan seluruh harta perusahaan dalam rangka menghasilkan penjualan atau menggambarkan berapa rupiah

penjualan bersih yang dapat dihasilkan oleh setiap rupiah yang diinvestasikan dalam bentuk harta perusahaan.

$$\text{Total Assets Turn Over} = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$$

2.3.2 *Economic Value Added (EVA)*

Sebelum kita membahas *Economic Value Added (EVA)*, ada baiknya kita memahami konsep penciptaan atau pembentukan nilai (*value creation*).

2.3.2.1 *Value Creation*

Secara umum, *Value Based Management (VBM)* dipandang mempunyai konsep yang lebih luas daripada *Economic Value Added (EVA)*, walaupun ada kalanya sebagian praktisi keuangan berpikiran sebaliknya. VBM merupakan konsep yang tertanam dalam pikiran seseorang (*mind set*) dimana setiap orang dalam perusahaan belajar untuk mengutamakan keputusan berdasarkan pemahaman atas bagaimana keputusan tersebut berpengaruh pada nilai perusahaan. Hal tersebut berarti semua proses dan sistem kunci dalam perusahaan harus berorientasi pada penciptaan nilai. Konsep VBM yang komprehensif seharusnya mempertimbangkan elemen-elemen seperti *strategic planning, capital allocation, operating budgets, performance measurement, management compensation, internal communication and external communication* (dengan pasar modal).

Salah satu contoh penciptaan nilai dalam perusahaan adalah penciptaan nilai bagi pemegang saham. Kepentingan pemegang saham sebagai pihak yang paling akhir menerima pembayaran ketika terjadi likuidasi perusahaan seharusnya mendapatkan perhatian dari manajemen. Sering muncul anggapan bahwa jika perusahaan mengutamakan penciptaan nilai bagi pemegang saham, maka hal tersebut seakan-akan menyebabkan perusahaan mengacuhkan pihak lain selain *shareholder*, yakni karyawan, pelanggan, *suppliers*, *environment*, dan komunitas lokal. Padahal pada kenyataannya yakni perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham ketika perusahaan memberikan nilai bagi pihak-pihak lain selain pemegang saham. Misalnya ketika pelanggan tidak puas atas produk atau jasa suatu perusahaan, maka mereka akan membeli produk dari pesaing perusahaan. Hal tersebut tentunya akan berpengaruh pada pemegang saham. Jadi dapat disimpulkan bahwa meningkatkan kesejahteraan pemegang saham bukan berarti bertentangan dengan kepentingan pihak lain dalam perusahaan, namun sebaliknya jika pemegang saham merasa senang, maka pihak-pihak lain pun akan merasa senang.

Pihak manajemen harus dapat menarik minat para penyedia dana agar dananya dapat tertanam dalam perusahaan secara produktif dan menguntungkan. Jika mereka gagal dalam tugas tersebut, maka perusahaan berada dalam *competitive disadvantage* atas sumber daya modal, dimana perkembangan pasar modal sudah semakin maju. Gaji yang tinggi atau sesuai, lingkungan kerja yang nyaman dan mendukung, kualitas produk yang tinggi, dan hal lain yang ditawarkan perusahaan akan bertahan apabila investor sebagai penyedia dana

diberikan *competitive return*. Jika tidak, maka investor akan menempatkan dananya di tempat lain sehingga perusahaan akan gagal mencukupi kebutuhan dananya, dan berakibat bagi semua *stakeholders*.

2.3.2.2 Pengertian EVA

Pendapat Stern Stewart mengenai EVA yakni :

“Economic Value Added is the financial performance measure that comes closer than any other to capturing the true economic profit of an enterprise. EVA also is the performance measure most directly linked to the creation of shareholder wealth over time.”⁴

Agar lebih mudah diingat, Stern & Stewart memberikan 4 pokok aplikasi EVA dengan 4 kata yang dimulai dengan huruf M :

- *Measurement*

EVA merupakan alat pengukuran kinerja perusahaan yang mengukur total *factor productivity*. Dalam menghitung EVA, terdapat beberapa penyesuaian atas perhitungan akuntansi tradisional sehingga dapat lebih mendekati hasil ekonomis yang sebenarnya. Sesuai dengan GAAP, perusahaan menjadikan *Research and Development Spending* sebagai *expense*, namun tidak demikian halnya dalam perhitungan EVA. Metode EVA mengkapitalisasi R&D Spending dan di-amortisasi sampai pada periode tertentu, karena pengeluaran tersebut merupakan investasi atas produk di masa depan.

⁴ www.sternstewart.com

- *Management System*

Nilai yang sebenarnya dari EVA dapat digunakan sebagai dasar dalam sistem manajemen keuangan yang komprehensif, yang meliputi semua kebijakan, metode, dan pedoman atas operasi dan strategi perusahaan. Metode EVA dapat membantu dalam keputusan manajerial termasuk perencanaan strategis, alokasi dana, dan menentukan *annual goals* bahkan keputusan operasi sehari-hari.

Terdapat tiga cara dasar untuk meningkatkan nilai yakni :

- Meningkatkan *return* dari asset yang telah ada dalam bisnis dengan menjadikannya lebih efisien tanpa investasi modal baru
- Menginvestasi tambahan modal dan membangun bisnis dimana *expected return* atas investasi baru melebihi *cost of capital*
- Menjual asset jika tingkat pengembaliannya lebih rendah dari *cost of capital*

- *Motivation*

Adanya *bonus* sebagai insentif dan kompensasi bagi manajer sehingga manajer dapat berpikir dan bersikap seperti pemilik perusahaan. Jadi manajer dapat memperoleh uang lebih banyak untuk dirinya dengan menciptakan nilai yang lebih besar bagi pemegang saham. Dalam hal ini tidak ada batas tertinggi bonus.

- *Mindset*

Jika dilaksanakan secara total, sistem kompensasi insentif dan manajemen keuangan EVA dapat berubah menjadi budaya perusahaan, yang dapat

menjadi pedoman bagi seluruh manajer dan karyawan. Dengan demikian, EVA sebagai sistem internal perusahaan secara efektif dapat memberi *common language* bagi semua karyawan di semua divisi. Dengan demikian, semua pihak dapat bekerjasama untuk meningkatkan nilai EVA.

2.3.2.3 Perhitungan EVA

Menurut Hansen dan Mowen (2003:538), perhitungan EVA dapat dirumuskan sebagai berikut :

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

Keterangan :	EVA	=	<i>Economic Value Added</i>
	NOPAT	=	<i>Net Operating Profit After Tax</i>
		=	$EBIT \times (1 - tax)$
	WACC	=	Biaya Modal Rata-rata Tertimbang
	<i>Capital Invested</i>	=	<i>Long term debt + Equity</i>

Adapun interpretasi dari perhitungan EVA yakni sebagai berikut :

a. $EVA > 0$ (positif)

Jika $EVA > 0$ maka telah terjadi proses nilai tambah perusahaan, kinerja perusahaan baik. EVA yang positif menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal atau tingkat pengembalian yang diminta investor atas investasi yang dilakukannya. Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai

(*value creation*) bagi pemilik modal, konsisten dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan.

b. $EVA = 0$ (impas)

Jika $EVA = 0$ maka secara ekonomis perusahaan dalam keadaan impas, atau dengan kata lain laba yang ada habis untuk biaya modal.

c. $EVA < 0$ (negative)

Jika $EVA < 0$ berarti total biaya modal perusahaan lebih besar daripada laba operasi setelah pajak yang diperoleh, sehingga kinerja perusahaan tidak baik. EVA yang negative menandakan bahwa nilai perusahaan berkurang akibat tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah daripada tingkat pengembalian yang dituntut investor.

2.3.2.4 Hubungan EVA dengan Nilai Perusahaan

EVA dapat dihubungkan dengan nilai perusahaan ketika perhitungan EVA tidak hanya pada periode masa kini tapi juga mencakup periode yang akan datang, karena seperti kita ketahui bahwa nilai perusahaan menunjukkan *capital invested* ditambah dengan nilai sekarang dari total penciptaan nilai selama umur perusahaan tersebut.

$$\text{Market Value} = \text{invested capital} + \text{present value of future EVAs}$$

Future EVA ditentukan oleh kelanjutan tingkat kinerja yang telah dicapai dan *EVA improvement*.⁵ Persamaan diatas jelas menunjukkan bahwa EVA yang semakin tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya mungkin saja nilai perusahaan akan lebih rendah dari total modal yang diinvestasikan apabila nilai sekarang dari EVA di masa datang tersebut adalah negative.

2.3.2.5 Langkah Menentukan EVA

1. Menghitung Struktur Modal
2. Menghitung Biaya atas Hutang (*cost of debt*)
3. Menghitung Biaya Ekuitas (*cost of equity*)
4. Menghitung Biaya Rata-Rata Tertimbang (WACC)
5. Menghitung EVA

Modal merupakan faktor pokok untuk produksi, dan seperti halnya dengan faktor lainnya hal ini mempunyai biaya. Biaya dari tiap komponen diartikan sebagai biaya komponen. Komponen modal adalah pos-pos yang terdapat di sisi kanan neraca di mana termasuk berbagai jenis pinjaman, dan saham biasa. Suatu kenaikan dalam aktiva harus dibiayai oleh kenaikan dari satu atau lebih komponen modal.

⁵ David S.Young dan Stephen F.O'Byrne. (2000). *EVA and Value Based Management: A Practical Guide to Implementation*. USA: Mc Graw Hill.

2.3.2.5.1 Struktur Modal

Struktur keuangan (*financial structure*) merupakan gambaran seluruh sumber-sumber keuangan yang digunakan oleh perusahaan dalam pembelanjaan atas aktiva yang dimiliki.

Sedangkan struktur modal (*capital structure*) menggambarkan seluruh sumber-sumber pembelanjaan atau keuangan yang sifatnya permanent (berumur lebih dari setahun) yang digunakan oleh perusahaan. Jadi yang termasuk dalam struktur modal adalah utang jangka panjang, saham preferen, dan pemegang hak saham biasa.

Untuk mengetahui proporsi atau bobot modal, menurut O'Byrne (2001:149) adalah sebagai berikut :

$$W_d = \frac{\text{Utang}}{\text{Pembiayaan total}}$$

$$W_e = \frac{\text{Ekuitas}}{\text{Pembiayaan total}}$$

Keterangan : W_d = Proporsi untuk utang
 W_e = Proporsi untuk modal sendiri

2.3.2.5.2 Biaya Modal (*Cost of capital*)

Definisi *cost of capital* menurut beberapa ahli:

John D.Martin, J.William Petty, Arthur J.Keown dan David F.Scott, Jr. menyatakan : "*Cost of capital is the rate that must be earned to satisfy the firm's investor for a given level of risk.*"

James C. Van Horn menyatakan : “*Cost of capital is the overall cost of capital or required of a firm is composed of the various component of financing.*”

Kegunaan perhitungan *cost of capital* seperti yang dikemukakan oleh Joel G. Siegel (Siegel, 1992:72) adalah:

1. Membantu dalam menentukan anggaran perusahaan
2. Untuk mengetahui struktur modal yang optimal
3. Membantu dalam menentukan investasi yang menguntungkan bagi perusahaan
4. Untuk mengetahui apakah perusahaan telah mencapai sasaran strategisnya dengan melihat hasil dari perhitungan tersebut

Faktor-faktor yang menentukan tinggi rendahnya biaya modal adalah:

1. Keadaan umum perekonomian

Keadaan-keadaan umum perekonomian menentukan permintaan dan penawaran modal dalam perekonomian seperti halnya tingkat inflasi

2. Keadaan pasar

Jika keadaan pasar tidak stabil maka keadaan tersebut akan mempengaruhi pada harga saham, sehingga apabila harga saham tidak stabil maka investor akan meminta *return* yang tinggi pula.

3. Keputusan operasi dan pembiayaan perusahaan

Resiko juga diakibatkan oleh keputusan-keputusan yang diambil oleh perusahaan. Dengan demikian, peningkatan atau penurunan resiko dapat mengakibatkan naik atau turunnya biaya modal.

4. Besarnya pembiayaan

Bila keperluan pembiayaan suatu perusahaan membesar maka bobot biaya modalnya akan meningkat dengan berbagai alasan.

Komponen-komponen *cost of capital* adalah sebagai berikut:

2.3.2.5.2.1 Biaya Utang (*Cost of debt*)

Pengertian biaya utang menurut Sartono (2001:22) adalah :

“Besarnya tingkat keuntungan yang diminta investor (K_d) tersebut adalah sama dengan tingkat bunga menyamakan *present value* penerimaan di masa mendatang yang berupa bunga dan pembayaran pokok pinjaman.”

Perhitungan biaya utang menurut Keown (1993:260) adalah: “*The cost of debt may be defined as the rate that must be received from an investment in order to achieved the required rate of return for the creditor.*”

Menurut Gitman (2006:502) :

“*The specific cost of financing must be stated on an after tax basis. Because interest on debt is tax deductible, it reduces the firm taxable income. The after tax cost of debt, K_i can be found by multiplying income before tax cost, K_d , by 1 minus the tax rate, T .*”

Maksudnya, apabila perusahaan membayar bunga secara tidak langsung akan memotong pengeluaran atas pajak perusahaan tersebut. Biaya utang setelah pajak dapat dihitung dengan mengkalikan biaya sebelum pajak dengan 1 dikurangi pajak.

$$K_{dt} = K_d \times (1-T)$$

Keterangan : Kdt = Biaya utang setelah pajak
 Kd = Biaya utang
 T = Tingkat pajak

2.3.2.5.2.2 Biaya Saham Preferren (*Cost of preferred stock*)

Menurut Keown, *cost of preferred stock* adalah:

"Determining the cost of preferred stock follow the same logic as the cost of debt computations. The objective is to find the rate of return that must be earned on the preferred stockholder's investment to satisfy their required rate of return."

Saham preferen memiliki sifat campuran antara utang dan saham biasa. Bersifat utang karena memiliki kewajiban yang tetap dalam pembayaran deviden secara periodik, sedangkan bersifat saham biasa karena dalam hal likuidasi perusahaan, pemegang saham preferen memiliki hak didahului sebagai pemegang saham. Saham preferen memiliki resiko yang lebih besar daripada saham biasa, namun lebih kecil daripada obligasi.

$$K_p = \frac{D}{NP_o}$$

Keterangan : Kp = *Cost of preferred stock*
 D = Dividend
 NPo = Harga saham setelah dikurangi *flotation cost*

2.3.2.5.2.3 Biaya Ekuitas (*Cost of equity*)

Investor menurut Sch Losser (1995:296), apabila mereka menyerahkan dananya berupa modal saham kepada perusahaan, mereka berhak untuk

mendapatkan pembagian deviden di masa mendatang sekaligus berkedudukan sebagai pemilik *partial* perusahaan tersebut.

Besarnya dividen tidak ditentukan pada saat menyerahkan dananya, tetapi bersifat tidak menentu tergantung dari kinerja perusahaan tersebut di masa yang akan datang. Untuk menaksir biaya modal saham, perlu pendekatan berdasarkan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh para pemegang saham.

Dalam menentukan biaya modal saham harus berdasarkan nilai pasar yang berlaku dan bukan nilai buku. Untuk menghitung *cost of equity* dapat menggunakan beberapa pendekatan, yaitu:

1. *The Devidend Growth Model*

Pendekatan pertumbuhan deviden ini mengkalkulasikan besarnya deviden yang akan dibayarkan oleh perusahaan untuk setiap lembar saham yang dimiliki investor dengan harga jual saham di pasar sekuritas.

$$K_e = \frac{D_1 + g}{P_o}$$

Keterangan: K_e = *Cost of Common Stock*
 D_1 = Dividend
 P_o = Harga nominal saham pada akhir tahun yang bersangkutan
 g = Tingkat pertumbuhan
 = $(1 - \text{payout ratio}) \times \text{ROE}$

2. *The Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Pendekatan ini menghitung tingkat bebas resiko, rata-rata pasar, dan koefisien beta. Tujuannya menggambarkan harapan investor terhadap investasi yang dilakukannya.

3. *The Risk Premium Approach*

Pemegang saham mengharapkan tingkat pengembalian yang pasti akan diterima berada di atas pengembalian apabila mereka menanamkan modalnya di bank. Jadi tingkat pengembalian dimaksud adalah besarnya *cost of debt* ditambah *risk premium*.

2.3.2.5.3 Biaya Rata-rata Tertimbang (*WACC*)

WACC merupakan biaya modal rata-rata tertimbang didasarkan pada struktur modal dan biasanya dalam bentuk persentase. Dalam WACC telah dimasukkan semua biaya yang ditanggung perusahaan, yang merupakan kompensasi baik kepada kreditur maupun pemegang saham.

Sartono (2001:234) menyatakan : “Biaya modal rata-rata tertimbang adalah rata-rata tertimbang dari komponen biaya-biaya utang, saham preferen, dan saham biasa.” Penilaian WACC ditunjukkan dengan rumus berikut ini:

$$WACC = [Wd \times Kd] + [We \times Ke]$$

Keterangan : WACC = Biaya modal rata-rata tertimbang

Wd = Proporsi Utang

Kd = Biaya utang setelah pajak

We = Proporsi ekuuitas saham biasa

Ke = Biaya ekuitas

2.3.2.6 Kelebihan Metode EVA

Beberapa kelebihan metode EVA, yakni :

1. Tidak seperti rasio keuangan, nilai EVA dapat berdiri sendiri artinya tidak harus diperlukan perbandingan dengan perusahaan sejenis dan analisa kecendrungan
2. Berbeda dengan perhitungan akuntansi tradisional yang tidak memasukkan unsur *cost of equity*, EVA memperhitungkan *cost of equity*. Jadi EVA memperhitungkan semua biaya baik hutang maupun ekuitas
3. EVA dapat digunakan untuk mengidentifikasi kegiatan atau proyek yang memberikan tingkat pengembalian lebih tinggi dari biaya modalnya. Selain itu metode EVA juga dapat digunakan pada divisi perusahaan
4. Pendekatan EVA mempunyai fokus penilaian kinerja pada penciptaan nilai (*value creation*). Dengan adanya sistem kompensasi maka manajer dapat berpikir dan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, yakni memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan
5. Dalam penerapan EVA terdapat penyesuaian yakni mengkapitalisasi biaya *research and development*, hal ini dapat mendorong perusahaan melakukan penelitian dan pengembangan karena pengeluaran tersebut bukan dianggap sebagai *expense*. Dengan demikian perusahaan akan terdorong untuk menciptakan produk-produk inovatif dan kompetitif

2.3.2.7 Kekurangan Metode EVA

Terdapat beberapa kelemahan EVA, antara lain :

1. Karena perhitungan EVA berdasarkan pada laporan keuangan perusahaan, maka jika terjadi rekayasa laporan keuangan akan memberikan nilai EVA yang bias
2. Dalam penerapan EVA yang sesungguhnya terdapat beberapa penyesuaian. Karena kompleksitas penyesuaian yang dilakukan Stern Stewart, maka dalam prakteknya banyak perusahaan menghitung EVA menurut versinya masing-masing. Jadi dengan berbagai keterbatasan, harus diakui penyesuaian tersebut belum tentu bisa menghasilkan cerminan kondisi sebenarnya perusahaan
3. Dalam kondisi tertentu, walaupun pendekatan EVA berorientasi pada kepentingan pemegang saham, namun perusahaan yang memiliki EVA bagus tidak dengan sendirinya kinerja sahamnya di pasar modal bagus pula. Kinerja saham tidak selamanya berjalan searah dengan fundamental perusahaan. Terlebih di Indonesia, harga saham lebih banyak dipengaruhi *rumor* (faktor teknis). Perusahaan pun sering dengan sengaja melakukan *corporate action*, misalnya membagikan saham bonus, *stock split*, dan *right issue*; dengan tujuan mendongkrak *performa* sahamnya di pasar modal