

MODEL PENENTUAN HARGA SAHAM: PENGUJIAN *CAPITAL ASSET PRICING* MODEL MELALUI PENGUJIAN *ECONOMIC* *VALUE ADDED*

Suripto

Jurusan Administrasi Bisnis - FISIP Universitas Lampung
Jl. S. Brojonegoro No.1 Gedong Meneng, Bandar Lampung

Abstract: *This research tested the influence of characteristics of the firms and of EVA (Economic Value Added) to stock of returns. This Research sample was company Self-100 Value Creator of year 2001 until 2006. Result of research indicated that company size measure, profitability, capital structure (characteristics of the firms) and EVA by stimulant had an effect on significant to stock of returns, but by partial only characteristics company. Condition of company fundamentals had an effect on significance to stock of returns. This indication that investor still considered factors of fundamentals was having investment. EVA did not have an effect on significant to stock of returns. This finding indicated that Model determination of stock of returns (CAPM Irrelevant determined the level of EVA and also indicated that CAPM (Capital Assets Pricing Model) was not relevant in determining stock of returns in Indonesian Stock Exchange .*

Key words: *characteristic of the firm, EVA, stock return, CAPM.*

Penentuan tujuan bagi perusahaan sangat penting untuk menentukan arah kebijakan dan strategi yang harus dilaksanakan dalam rangka pencapaian tujuan tersebut. Penentuan tujuan perusahaan berhubungan langsung dengan pengukuran kinerja perusahaan. Kesalahan dalam pengukuran kinerja juga akan mengakibatkan kesalahan dalam menilai prestasi atau kinerja perusahaan sebenarnya yang berhubungan dengan tujuan yang telah ditetapkan sebelumnya oleh semua pihak yang mempunyai kepentingan.

Pengukuran kinerja yang berhubungan dengan nilai tambah adalah pengukuran kinerja berdasarkan nilai tambah ekonomis (*economic value added*) yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut. Pengukuran kinerja berdasarkan nilai tambah ekonomis (*economic value added*) akan memberikan arah bagi manajemen untuk mengambil kebijakan dan strategi yang dapat menciptakan nilai tambah secara ekonomis. Begitu juga, bagi manajemen dapat dikatakan berhasil apabila dapat menciptakan nilai tambah secara ekonomis.

Korespondensi dengan Penulis:

Sri Isworo Ediningsih: Telp. +62 274 486 733 Ext. 260

E-mail: wororio@yahoo.co.id

EVA bukan hanya sebagai tolok ukur kinerja keuangan yang statis, tetapi juga sebagai dasar insentif dapat dilihat dalam tiga bentuk keputusan manajemen yaitu: keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan operasional. Ketiga keputusan ini akan membuat manajer bertanggung jawab atas biaya modal keseluruhan baik biaya hutang maupun biaya modal sendiri, di samping biaya operasional yang lainnya. Oleh sebab itu diperlukan untuk mengetahui dengan jelas bagaimana perbedaan pengaruhnya bagi perusahaan yang menggunakan EVA dan yang tidak. Sehingga dapat diketahui dengan jelas bahwa perusahaan yang menggunakan EVA sebagai metode pengukuran kinerja keuangan, juga merupakan kerangka kerja manajemen keuangan yang komprehensif, mencakup berbagai fungsi mulai dari *strategic planning, capital allocation, operating budget, performance measurement, management compensation*, hingga *internal-external communication*, yang pada akhirnya akan berdampak pada *stock return*.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh karakteristik perusahaan yang terdiri dari *size*, profitabilitas, dan struktur modal serta EVA terhadap *stock returns* baik secara simultan maupun secara parsial.

RESIDUAL INCOME DAN ECONOMIC VALUE ADDED

Residual income adalah mengukur kinerja operasi perusahaan *Net Operating Profit After tax* (NOPAT) dikurangi dengan beban atas semua hutang dan modal yang diinvestasikan: $RI = NOPAT - (k * Capital)$, dimana *k* adalah biaya modal perusahaan (*weighted average cost of capi-*

tal) dan *capital* adalah aktiva yang diinvestasikan dalam aktivitas operasi yang berkelanjutan (*going concern*). *Residual income* yang positif menunjukkan kelebihan laba dari yang dibutuhkan oleh kreditur dan pemilik modal, yang berarti merupakan *wealth* bagi *residual claimants*, yaitu pemegang saham. Sebaliknya, *residual income* yang negatif berarti penurunan *wealth* pemegang saham. EVA merupakan modifikasi *residual income*. Stewart (1991) berusaha memperbaiki *residual income* dengan melakukan penyesuaian atas NOPAT dan *capital*, yang menurut mereka menyebabkan distorsi dalam model akuntansi untuk pengukuran kinerja.

$$EVA = Adjusted\ NOPAT - (k * adjusted\ capital) \quad (1)$$

EVA adalah ukuran kinerja keuangan yang paling baik untuk menjelaskan *economic profit* suatu perusahaan, dibandingkan dengan ukuran yang lain. EVA juga merupakan ukuran kinerja yang berkaitan langsung dengan kemakmuran pemegang saham sepanjang waktu.

Keunggulan EVA sebagai pengukur kinerja terletak pada kemampuannya untuk menyatukan tiga fungsi penting manajemen, yaitu: *capital budgeting, performance appraisal* dan *incentive compensation* (Higgins, 1998). Keputusan *capital budgeting* didasarkan pada *discounted EVA*, kinerja unit bisnis bisa diukur dengan EVA dan kompensasi insentif bisa tergantung pada unit EVA relatif terhadap target yang tepat. Tetapi EVA sebagai ukuran kinerja juga mempunyai beberapa keterbatasan antara lain: Sebagai ukuran kinerja masa lampau EVA tidak mampu memprediksi dampak strategi yang kini diterapkan untuk masa depan perusahaan. Sifat pengukurannya merupakan cermin jangka pendek, sehingga manajemen cenderung enggan berinvestasi jangka panjang, karena bisa mengakibatkan

penurunan nilai EVA dalam periode yang bersangkutan. Hal ini bisa mengakibatkan turunnya daya saing perusahaan di masa depan. EVA mengabaikan kinerja non keuangan yang sebenarnya bisa meningkatkan kinerja keuangan.

WEIGHT AVERAGE COST OF CAPITAL (WACC)

Kreditur dan pemilik perusahaan menginvestasikan uangnya ke dalam perusahaan, mereka menciptakan sebuah *opportunity cost* yang sama dengan *return* yang mungkin akan diperoleh dari investasi lain yang sejenis dan memiliki risiko yang sama. *Opportunity cost* ini adalah *cost of capital* perusahaan. Prinsip *cost of capital* adalah prinsip substitusi, seorang investor tidak akan mau membiayai sebuah investasi jika ada investasi lain yang lebih menarik. *Cost of capital* perusahaan adalah *cost* setiap sumber modal, yang ditimbang sesuai dengan struktur modal perusahaan.

Masing-masing komponen dalam struktur pembiayaan memiliki biaya tertentu dan komponen biaya-biaya tersebut membentuk biaya modal rata-rata tertimbang atau *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. Komponen *cost of capital* berdasarkan struktur modal bisa dibedakan atas biaya hutang (*cost of debts*) dan biaya modal sendiri atau ekuitas (*cost of equity*). Biaya hutang pada umumnya akan sama dengan tingkat bunga hutang yang harus dibayar oleh perusahaan kepada kreditur. Pembiayaan hutang ini memberikan *tax shield* bagi perusahaan, sebesar *marginal tax rate* dari perusahaan yang bersangkutan. Formula untuk menghitung biaya hutang setelah *tax shield* adalah:

$$k_{dt} = k_d \times (1 - t)$$

Biaya ekuitas bisa dihitung dengan menggunakan CAPM, *build up model*, ataupun *arbitrage pricing model (APM)*. Dengan menggunakan CAPM, biaya ekuitas akan dihitung dengan formula:

$$E(R_i) = R_f + [\text{Beta} \times (R_m - R_f)]$$

Dimana $E(R_i)$ adalah tingkat pendapatan yang diharapkan oleh pasar atas sekuritas i , R_f adalah tingkat pendapatan bebas risiko, *beta* adalah sensitivitas tingkat pendapatan dari sebuah perusahaan terhadap pergerakan tingkat pendapatan pasar secara keseluruhan, dan R_m adalah tingkat pendapatan yang diharapkan diperoleh dari portofolio pasar secara keseluruhan.

Setelah menentukan nilai biaya hutang dan biaya ekuitas, maka biaya modal rata-rata tertimbang bisa dihitung dengan formula:

$$WACC = (k_e \times W_e) + [(k_d \times (1-t))] \times W_d \quad (4)$$

Dimana W_e adalah persentase ekuitas dalam struktur modal dan W_d adalah persentase hutang dalam struktur modal. Baik ekuitas maupun hutang dihitung berdasarkan nilai pasarnya. EVA sepiantas terlihat lebih *accounting-based* daripada *economic measure*.

STOCK RETURNS

Tujuan *corporate finance* adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Tujuan ini bisa menyimpan konflik potensial antara pemilik perusahaan dengan kreditur. Jika perusahaan menikmati laba yang besar, nilai pasar saham (dana pemilik) akan meningkat pesat, sementara nilai hutang perusahaan (dana kreditur) tidak terpengaruh. Sebaliknya, apabila perusahaan mengalami

kerugian atau bahkan kebangkrutan, maka hak kreditur akan didahulukan, sementara nilai saham akan menurun drastis. Jadi dengan demikian nilai saham merupakan indeks yang tepat untuk mengukur efektivitas perusahaan, sehingga seringkali dikatakan memaksimalkan nilai perusahaan juga berarti memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Saham suatu perusahaan bisa dinilai dari pengembalian (*return*) yang diterima oleh pemegang saham dari perusahaan yang bersangkutan. *Return* bagi pemegang saham bisa berupa penerimaan dividen tunai ataupun adanya perubahan harga saham pada suatu periode (Ross, 2002).

CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM)

Capital Asset Pricing Model (CAPM) pertama kali diperkenalkan oleh William Sharpe dan John Lintner yang menandai lahirnya teori penilaian aset (*Asset Pricing Model*). Daya tarik dari teori ini adalah konsepnya yang jelas, kuat dan sederhana dalam mengukur risiko dan memprediksi hubungan antara dugaan imbal hasil (*expected return*) dengan risiko dari sebuah aset finansial. Para kalangan akademisi dan praktisi keuangan dapat menerima konsep teori penilaian aset tersebut baik secara teori maupun pembuktian secara empiris. Menurut CAPM suatu *retuns* yang diharapkan dapat memprediksi dengan suatu formula hubungan antara *return* dengan risiko. Sedangkan risiko yang relevan dalam konteks empiris adalah hanya risiko sistimatis yang dikenal dengan *beta*.

Kritik Roll memang terlalu tajam yang menyebabkan keyakinan orang terhadap CAPM mulai goyah. Berdasarkan uji empiris ternyata menimbulkan keanehan (anomali) yang tidak bisa dijelaskan oleh CAPM. *Price earning ratio* ternyata dapat memprediksi *return* saham secara signifikan (Basu, 1977). Selajutnya bermunculan anomali-anomali lain seperti : *size effect* (Banz,1981), *debt equity ratio* (1989) dan *book to market equity ratio* (1980). Anomali-anomali terus bermunculan seperti adanya pola *return* mengikuti pola harian, bulanan mingguan, liburan dan liana. Pasar yang efisien tidak akan membiarkan hal ini terjadi. Apalagi anomali berkenaan dengan pola kalender, seharusnya hal ini tidak akan terjadi karena ada kesempatan untuk mendapatkan *abnormal profit* melalui arbitrase.

Hipotesis pasar efisien dibutuhkan agar CAPM dapat berjalan. Seluruh aset seharusnya berada pada *security market lines*. Jika ada aset yang *overprice* maupun *underprice*, mekanisme pasar yang didorong oleh optimalisasi hubungan risiko dan *return* oleh seluruh investor yang akan menggerakkan kembali semua aset kepada kondisi keseimbangan harga aset. Adanya pola *return* yang dapat diprediksi dengan pola kalender sangat tidak masuk akal. Penjelasan rasional tidak bisa menjawab anomali-anomali, adanya penjelasan psikologis untuk menjelaskan perilaku anomali-anomali dari investor.

Pasar portfolio akan menjadi portfolio pasar untuk semua aset yang berisiko. Semua investor akan mengkombinasikan portfolio pasar dan aset bebas risiko dan risiko yang dibayar hanya risiko yang dapat ditanggung yang berhubungan dengan portfolio pasar.

bel ukuran perusahaan, profitabilitas, struktur modal dan EVA berpengaruh signifikan terhadap *stock returns*, sedangkan nilai *R-square* mengindikasikan besarnya pengaruh variabel inde-

penden terhadap independen sebesar 21%, dimana sisanya sebesar 79% dipengaruhi variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Tabel 2. Nilai Koefisien dan Collinearity Statistics

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sign	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	-.979	.544		-1.799	.074		
X1	.318	.093	.238	3.423	.001	.988	1.012
X2	2.011	.359	.398	5.599	.000	.944	1.060
X3	-.325	.095	-.241	-3.411	.001	.953	1.049
X4	-.024	.053	-.030	-.440	.661	.997	1.003

Sumber: Data sekunder, diolah (2008).

Besarnya nilai VIF lebih kecil dari 4 menandakan tidak terdapat adanya *multikolinieritas* dari ke 4 variabel bebas. Berdasarkan analisis data menunjukkan bahwa nilai signifikan variabel independen yaitu ukuran perusahaan, profitabilitas, struktur modal berpengaruh signifikan terhadap *stock returns* dan hanya variabel EVA yang tidak berpengaruh signifikan terhadap *stock returns*.

pemegang saham tentang profitabilitas saat ini dan harapan yang akan datang. Kedua, teori mengasumsikan bahwa profitabilitas saat ini dan harapan profitabilitas yang akan datang memberikan informasi kepada pemegang saham tentang dividen dan harapan dividen yang akan datang. Ketiga, teori mengasumsikan bahwa harga saham sama dengan *present value* dari harapan dividen yang akan datang bagi pemegang saham (Nichols & Wahlen, 2004). Artinya periode *earning* saat ini memberikan informasi yang dapat dijadikan sebagai acuan untuk menentukan harapan *earning* di masa yang akan datang. Harapan yang akan datang ini dapat dijadikan sebagai acuan untuk menentukan harapan dividen yang akan datang. Akhirnya harapan dividen yang akan datang ini akan dijadikan sebagai acuan untuk menentukan harga saham saat ini.

Hasil analisis menunjukkan karakteristik perusahaan yang terdiri dari aktiva tetap, profitabilitas dan pertumbuhan telah dijadikan sebagai

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil analisis data menunjukkan bahwa ukuran perusahaan, profitabilitas, struktur modal berpengaruh signifikan terhadap *stock returns*. Secara teoritis hubungan antara sejumlah *earning* dengan perubahan nilai perusahaan (*stock returns*) tergantung pada tiga asumsi dasar yang berhubungan dengan kandungan informasi dari *earning* dengan harga saham. Pertama, teori mengasumsikan bahwa *earning* (laporan keuangan) memberikan informasi kepada

lokasi dan waktu penelitian yang berbeda, dimana kondisi pasar modal di Indonesia yang belum efisien, berbeda dengan kondisi pasar modal di negara-negara maju sebagai lokasi penelitian dari peneliti sebelumnya.

Secara teoritis pasar akan merespon setiap informasi yang diterimanya, begitu juga dengan informasi EVA, maka pasar akan meningkatkan harga saham sesuai dengan meningkatnya nilai EVA. Artinya pasar akan mengakui dampak EVA dan akan menggandakan dalam harga saham (Chen & Dodd, 2001). Peningkatan harga saham akan menciptakan nilai pasar atau konsep *Price to Book Value* (PBV) yaitu perbandingan nilai pasar dengan nilai buku. PBV adalah mengukur kekayaan yang diakumulasi perusahaan dari waktu ke waktu untuk pemegang saham. PBV diperoleh dengan menghitung *stock returns* yaitu dari penjumlahan seluruh saham, surat hutang dan surat berharga lainnya yang digunakan untuk memobilisasi kapital dikurangi nilai buku atau modal yang diinvestasi. PBV merupakan *net present value* dari seluruh EVA yang akan datang (Chen & Dodd, 2001).

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa EVA sebagai matrik kinerja internal, maka EVA tidak akan ditransmisi ke dalam MVA atau harga saham. Jika sebagai matrik kinerja eksternal, maka *shareholder* akan memperoleh manfaat dari peningkatan EVA sepanjang harga aset menjadi perhatian. Ketika EVA diperhatikan sebagai fundamental ekonomi dan fundamental keuangan, maka harus diketahui apakah perubahan EVA akan mempengaruhi harga saham. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa EVA hanya sebagai matrik pengukuran kinerja internal dan tidak akan ditransmisi ke dalam harga saham. Hal ini menandakan bahwa EVA belum menjadi pengukuran kinerja eksternal oleh investor.

Temuan ini mengindikasikan bahwa belum relevansinya model penentuan harga aset tradisional seperti CAPM dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) telah memberikan suatu daya dorong perilaku keuangan karena model tersebut membutuhkan semua pola yang dapat diprakirakan dalam tingkat pengembalian saham, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Teori harga keseimbangan seperti EMH (*Efficiency Market Hypothesis*), belum memberikan hasil yang memuaskan, harga pasar belum menggambarkan nilai instrisik. Fundamental keuangan dan ekonomi akan mempengaruhi nilai dan bukan penggerak utama dari harga saham.

Menghubungkan EVA dan *stock return*, harga pasar harus mengetahui proses penciptaan nilai yang berasal dari penerapan NPV yang positif (EVA positif) pada kebijakan investasi, pembiayaan dan keputusan dividen, *volatility* dan momentum sebagai penggerak utama dari harga saham atau *stock return* bagi fundamental ekonomi dan faktor keuangan. Dengan demikian ada sejumlah permasalahan yang timbul dengan EVA: nilai pasar tidak menanggapi nilai intrinsik karena harga digerakkan oleh faktor non fundamental, maka penggunaan WACC yang didasarkan pada nilai pasar dan bobotnya patut dipertanyakan.

Keadaan ini mengindikasikan bahwa EVA tidak relevan dengan harga saham karena secara konseptual salah dalam kerangka pasar efisien (pasar saham di negara maju) maupun pasar tidak efisien (pasar saham di negara berkembang). Perkembangan empiris membuktikan bahwa informasi akuntansi, seperti *earning* dan dividen menjadi kurang bermanfaat untuk mengevaluasi saham. Keseluruhan pernyataan tersebut, telah menjadi kajian yang menarik dalam studi *behavioral finance* atau *value of capital market re-*

Keadaan ini mengindikasikan bahwa investor cenderung bermain saham *short-term*.

Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya, dimana dalam penelitian ini tidak hanya menguji pengaruh EVA terhadap *stock return* tetapi juga menguji keabsahan teori CAPM dalam menentukan harga saham, inilah perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam menghitung biaya modal untuk mengetahui besarnya nilai EVA tidak relevan menggunakan teori CAPM dan juga menemukan bahwa CAPM tidak relevan dalam menentukan harga saham di Bursa Efek Indonesia (*emerging market*).

Temuan ini merekomendasikan untuk menentukan besarnya biaya modal untuk menghitung nilai EVA tidak relevan menggunakan teori CAPM, tetapi sebaiknya menggunakan teori yang lain misalnya teori APT. Temuan ini mengindikasikan bahwa dalam *emerging market* dimana kondisi pasar tidak efisien maka sebaiknya tidak relevan menggunakan *single index* atau *beta* yang merupakan turunan dari CAPM, tetapi direkomendasikan menggunakan *multi index* yang merupakan penerapan dari teori APT. Teori ini sangat relevan untuk pasar yang tidak efisien, artinya memperhatikan satu variabel saja tidak cukup untuk menentukan harga saham atau biaya modal tetapi harus memperhatikan berbagai variabel.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh karakteristik perusahaan yang terdiri

dari *size*, profitabilitas, dan struktur modal serta EVA terhadap *stock returns* baik secara simultan maupun secara parsial.

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan maka dapat disimpulkan bahwa karakteristik perusahaan yang merupakan cermin kondisi fundamental perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *stock returns*. Hal ini mengindikasikan bahwa investor masih mempertimbangkan faktor fundamental dalam berinvestasi.

EVA tidak berpengaruh signifikan terhadap *stock returns*, mengindikasikan bahwa teori penentuan harga saham yaitu CAPM tidak relevan dalam menentukan besarnya biaya modal untuk menentukan nilai EVA. Hal ini juga mengindikasikan bahwa CAPM juga tidak relevan dalam menentukan harga saham atau *stock returns* di Bursa Efek Indonesia.

Saran

Dalam menentukan besarnya biaya modal dengan menggunakan perhitungan nilai EVA, tidak relevan menggunakan teori CAPM, tetapi disarankan menggunakan teori yang lain misalnya teori *Arbitrase Pricing Theory* (APT). Kondisi *emerging market* dimana kondisi pasar tidak efisien maka sebaiknya tidak relevan menggunakan *single index* atau *beta* yang merupakan turunan dari CAPM, tetapi direkomendasikan menggunakan *multi index* yang merupakan penerapan dari teori APT. Teori ini sangat relevan untuk pasar yang tidak efisien, artinya memperhatikan satu variabel saja tidak cukup untuk menentukan harga saham atau biaya modal tetapi harus memperhatikan berbagai variabel.

Untuk penelitian selanjutnya merekomendasikan menggunakan teori APT dalam menentukan biaya modal untuk menghitung nilai EVA

- Paulo, S. 2002. Is EVA Fiction? An Academic Comment. *AFP Exchange*, Vol.22, No.4 (July/Agustus), pp.52-53.
- _____. 2002. Operating Income, Residual Income, and EVA. Which Metric is More Value Relevant. A Comment. *Journal of Managerial Issue*, Vol.14, No.4 (Winter), pp.500-506.
- Sudarma, M. 2003. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Faktor Intern, Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Stock returns. *Disertasi*. Program Pascasarjana Universitas Brawijaya.
- Sujoko. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Strategi Diversifikasi, Leverage, Faktor Intern, Faktor Ekstern terhadap Stock Returns. *Disertasi*. Program Pascasarjana Universitas Brawijaya.
- Supanvanij & Janikan. 2006. Capital Structure: Asian Firms Vs. Multynational Firms in Asia. *Journal of American Academy of Business*, Vol.10, No.1.
- Taufik. 2007. Pengaruh Pendekatan Traditional Accounting dan EVA terhadap Stock Return Perusahaan Sektor Perbankan di PT. BEI. *Jurnal Manajemen & Bisnis Sriwijaya*, Vol.5, No.10.
- Worthington, A.C. & West, T. 2004. Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value Added (EVA). *Australian Journal of Management*, Vol.29, No.2, p.201.