

STRATEGI KEUANGAN MATRIKS: ALAT BANTU KEPUTUSAN INVESTASI DAN PEMBIAYAAN

Devie

Staf Pengajar Fakultas Ekonomi – Universitas Kristen Petra

ABSTRAK

Setiap aktivitas perusahaan selalu bertumbuh pangkal pada keputusan investasi dan keputusan pembiayaan. Manajemen keuangan mengupayakan agar keputusan investasi dan keputusan pembiayaan menjadi lebih efektif dalam mendukung pertumbuhan perusahaan. Dalam upaya melihat efektivitas keputusan investasi dan keputusan pembiayaan, manajemen keuangan menggunakan analisis rasio keuangan untuk menganalisis angka yang tercantum dalam laporan keuangan. Pertumbuhan perusahaan dalam manajemen keuangan diukur berdasar perubahan penjualan, bahkan secara keuangan dapat dihitung berapa pertumbuhan yang seharusnya (*sustainable growth rate*) dengan melihat keselarasan keputusan investasi dan pembiayaan. Dalam analisis rasio keuangan ukuran keberhasilan keputusan investasi dan pembiayaan adalah *Return on Invested Capital* (ROIC), biaya penggunaan dana (WACC), dan *Economic Value Added* (EVA).

Strategi keuangan matriks adalah pengelompokan perusahaan dalam empat kwadran dan memberikan usulan strategi perusahaan dalam menyelaraskan pertumbuhan perusahaan dengan keputusan investasi dan pembiayaan, sehingga pertumbuhan perusahaan dapat menghasilkan tingkat pengembalian yang mampu menutup biaya penggunaan dana. Dalam upaya mengaplikasikan penggunaan strategi keuangan matrik digunakan contoh 15 perusahaan publik yang beraktiva di atas satu triliun dan 15 perusahaan yang beraktiva di bawah satu triliun berdasar penelitian majalah SWA dan Mark-Plus.

Kata kunci: ROIC, WACC, EVA.

ABSTRACT

Every activity in a certain company always deals with investing and financing decision. Financial management makes the investing and financing decision more effective in supporting the company's growth. In order to see the effectiveness of investing and financing decision, financial management uses the financial ratio to analyze the numbers listed in the financial statements financial management measures the company's growth base on sales changing. More over the company's sustainable growth rate can be measured by balancing the investing and financing decision. In a success investing and financing decision can be measured by

Return on Invested Capital (roic), Weighted Average Cost of Capital (WACC) and Economic Value Added (EVA).

The matrix financial strategy is groups the companies into four quadrans and giving the company some strategic ideas to balance the company's growth followed by investing and financing decision. Further more, the company's growth can produce return to cover the financing cost. To apply the matrix financial strategy base on SWA and Mark Plus, 15 (fifteen) public companies with over one billion assets and 15 (fifteen) public companies wth bellow are used. one billion assets

Keywords: ROIC, WACC, EVA.

1. PENDAHULUAN

Setiap perusahaan cenderung ingin bertumbuh untuk menjadi lebih besar. Salah satu ukuran pertumbuhan perusahaan adalah peningkatan penjualan. Pertumbuhan penjualan akan menimbulkan konsekuensi pada peningkatan investasi atas aktiva perusahaan dan akhirnya membutuhkan penyediaan dana untuk membeli aktiva. Dengan kata lain pertumbuhan perusahaan menimbulkan konsekuensi pada keputusan investasi dan keputusan pembiayaan. Oleh karena itu, merupakan kewajiban manajer keuangan untuk menyeimbangkan antara pertumbuhan, tingkat pengembalian (*return*) atas investasi yang dipilih, dan biaya penggunaan dana.

Berkaitan dengan itu, tulisan ini akan membahas penelarasan pertumbuhan, *return* atas investasi, dan biaya penggunaan dana dengan pendekatan matriks .

1.1 Perencanaan Keuangan

Ide yang baik, produk yang baik, dan etos kerja yang baik saja tidaklah cukup untuk mencapai kesuksesan dalam bisnis tanpa tersedianya dana. Dana tidak tersedia dengan sendirinya melainkan dapat diperoleh melalui perencanaan keuangan (*financial planning*) yang baik (Eakins 2002). Perencanaan keuangan merupakan pekerjaan yang tidak mudah dilakukan karena meliputi kegiatan menentukan estimasi atas kejadian di masa depan. Oleh karena itu dalam menyusun perencanaan keuangan dibutuhkan berbagai sumber informasi baik dari dalam maupun dari luar perusahaan.

Menyusun perencanaan keuangan membutuhkan banyak tahapan yaitu:

1. Menentukan angka pertumbuhan perusahaan. Dengan angka pertumbuhan yang ditetapkan akan dapat diperoleh angka jumlah produk atau jasa yang dijual kepada pelanggan.
2. Menentukan aktiva yang dibutuhkan untuk mendukung penjualan (*assets requirement*). Dalam tahapan ini ditentukan aktiva yang dibutuhkan baik aktiva lancar atau modal kerja maupun aktiva jangka panjang seperti tanah, bangunan, mesin dan sebagainya. Kemudian perusahaan menentukan laba maupun arus kas yang dihasilkan atas aktiva tersebut selama periode aktiva tersebut digunakan. Tahapan ini disebut analisa keputusan investasi (*investing decisions*)
3. Menentukan sumber dana yang akan digunakan untuk mendanai investasi atas aktiva perusahaan. Dalam tahap ini perusahaan menganalisis alternatif pendanaan

baik melalui pinjaman bank, penerbitan obligasi dan saham, memanfaatkan modal ventura, pemanfaatan laba ditahan dan lain sebagainya. Kemudian melakukan perhitungan biaya penggunaan dana atas sumber dana yang dipilih. Tahapan ini disebut analisis keputusan pembiayaan (*financing decisions*)

4. Melakukan analisis tehnik penganggaran modal (*capital budgeting*) untuk menentukan layak tidaknya perencanaan keuangan dilakukan. Dalam analisis ini akan dilihat sampai sejauh mana tingkat pengembalian atas aktiva dapat menutup biaya penggunaan dana. Tahapan ini merupakan integrasi analisis keputusan investasi dan keputusan pembiayaan.

1.2 Pertumbuhan Perusahaan

Perencanaan keuangan menekankan pada perusahaan untuk memikirkan tentang tujuan yang hendak dicapai. Tujuan organisasi seringkali diekspresikan dalam bentuk pertumbuhan, sehingga banyak perusahaan menentukan tingkat pertumbuhan sebagai komponen utama dalam perencanaan keuangan, dengan demikian ada hubungan langsung antara pertumbuhan perusahaan dengan kebijakan keuangan, oleh karena itu pertumbuhan dipandang sebagai tujuan manajemen keuangan (Ross and Jordan 1998).

Banyak perusahaan memasang angka pertumbuhan dengan hanya mendasarkan pada permintaan pasar tanpa memperhatikan kebijakan keuangan, sehingga banyak perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan karena pertumbuhan yang ditetapkan sendiri. Pertumbuhan perusahaan akan membawa konsekuensi terhadap keputusan keuangan di bidang investasi dan keputusan pembiayaan. Secara keuangan, tingkat pertumbuhan dapat ditentukan dengan mendasarkan pada kemampuan keuangan perusahaan. Tingkat pertumbuhan yang ditentukan dengan hanya melihat kemampuan keuangan dapat dibedakan menjadi dua, yaitu tingkat pertumbuhan atas kekuatan sendiri (*internal growth rate*) dan tingkat pertumbuhan berkesinambungan (*sustainable growth rate*). *Internal growth rate* merupakan tingkat pertumbuhan maksimum yang dapat dicapai perusahaan tanpa membutuhkan dana eksternal atau tingkat pertumbuhan yang hanya dipicu oleh tambahan atas laba ditahan. Secara matematis, *internal growth rate* atau disingkat IGR dapat dihitung dengan $(ROI \times b) / 1 - (ROI \times b)$, dimana ROI atas *Return on Investment* dan b adalah persentase laba yang ditahan dalam perusahaan. *Sustainable growth rate* adalah tingkat pertumbuhan maksimum yang dapat dicapai perusahaan tanpa melakukan pembiayaan modal tetapi dengan memelihara perbandingan antara hutang dengan modal (*debt to equity ratio*). Secara matematis *sustainable growth rate* atau disingkat SGR dapat dihitung dengan $(ROE \times b) / 1 - (ROE \times b)$, dimana ROE adalah *Return on Equity* dan b adalah persentase laba yang ditahan dalam perusahaan (Ross and Jordan 1998).

Angka IGR selalu lebih rendah dibanding angka SGR, karena IGR tidak memperkenankan penambahan hutang jangka panjang atau penerbitan surat hutang, sedangkan SGR mengijinkan penambahan hutang jangka panjang atau penerbitan surat hutang secara proposional dengan penambahan modal yang berasal laba yang diperoleh yang ditahan dalam perusahaan. Dari dua angka pertumbuhan tersebut yang digunakan banyak perusahaan adalah SGR karena angka SGR lebih besar sehingga perusahaan dapat cepat bertumbuh.

Tinggi rendahnya angka SGR sangat dipengaruhi oleh empat faktor yaitu:

1. Marjin laba. Tingginya tingkat marjin laba akan meningkatkan kemampuan perusahaan memperoleh dana internal sehingga meningkatkan angka pertumbuhan berkesinambungan.
2. Kebijakan dividen. Penurunan angka persentase laba bersih yang didistribusikan sebagai dividen akan meningkatkan angka laba yang ditahan (*retention ratio*), sehingga meningkatkan dana internal (*equity*) dan sekaligus meningkatkan angka pertumbuhan berkesinambungan.
3. Kebijakan keuangan. Peningkatan rasio hutang terhadap modal (*debt to equity ratio*) akan meningkatkan *leverage* keuangan perusahaan dan apabila tambahan hutang tersedia maka akan meningkatkan angka pertumbuhan berkesinambungan.
4. Perputaran aktiva. Peningkatan perputaran aktiva akan meningkatkan angka penjualan yang diperoleh dari peningkatan aktiva. Peningkatan perputaran aktiva menunjukkan meningkatnya efektivitas penggunaan aktiva dalam mencapai penjualan sehingga akan menurunkan penambahan aktiva yang akhirnya akan meningkatkan angka pertumbuhan berkesinambungan (Ross and Jordan 1998).

1.3 Keputusan Investasi dan Pembiayaan

Setiap perusahaan dalam menjalankan bisnis akan membutuhkan aktiva nyata (*real assets*) meliputi aktiva yang berwujud dan aktiva yang tidak berwujud, dimana aktiva nyata tersebut digunakan untuk menghasilkan barang dan jasa. Ada 2 (dua) pertanyaan yang harus dijawab oleh manajemen keuangan sehubungan dengan investasi pada aktiva nyata. Pertama adalah berapa jumlah uang tunai yang dibutuhkan untuk kebutuhan investasi aktiva nyata. Kedua, jenis perusahaan investasi aktiva. Hal ini merupakan bagian dari pekerjaan manajemen keuangan yang disebut keputusan investasi (*investing decision*). Keputusan investasi adalah keputusan untuk menentukan jenis aktiva nyata yang mana yang seharusnya diambil alih oleh perusahaan (Marcus et al. 1999).

Tolak ukur keberhasilan manajemen keuangan dalam mengambil keputusan investasi adalah kemampuan memilih aktiva nyata yang diambil alih yang mampu membawa tingkat pengembalian yang tinggi bagi perusahaan.

Setelah manajemen keuangan mampu memilih dan menentukan jumlah dana yang dibutuhkan dalam melakukan investasi pada aktiva nyata, maka tanggung jawab manajemen keuangan adalah mencari sumber dana untuk membiayai investasi pada aktiva nyata atau disebut keputusan pembiayaan (*financing decisions*). Kebijakan pembiayaan perusahaan membutuhkan manajer untuk mengidentifikasi cara mendanai investasi baru, yang alternatifnya adalah menggunakan laba ditahan (*retained earning*), pinjaman melalui instrumen hutang, dan menerbitkan saham baru (Prasad and Maurinde 2001). Dua alternatif tersebut dapat dipenuhi oleh perusahaan dengan menerbitkan surat berharga (*financial assets*). Surat berharga yang diterbitkan perusahaan merupakan klaim atas laba yang dihasilkan aktiva nyata baik berupa bunga maupun dividen. Surat berharga ini diperdagangkan di *financial market*. Dalam keputusan pembiayaan, manajemen keuangan menempatkan diri antara perusahaan yang memiliki aktiva nyata dengan *financial market* untuk mencari dana dalam rangka membiayai aktiva nyata (Marcus and Markus 1999).

Dalam melakukan keputusan pendanaan, perusahaan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis kombinasi sumber-sumber dana ekonomis guna

membelanjai kebutuhan-kebutuhan investasi serta kegiatan usahanya (Idrus et al. 2001). Tolok ukur keberhasilan manajemen keuangan dalam mengambil keputusan pembiayaan adalah kemampuan memilih alternatif pembiayaan yang membutuhkan biaya penggunaan dana yang rendah.

Dalam upaya mengoptimalkan keputusan investasi dan keputusan pembiayaan, manajemen keuangan menggunakan alat keuangan yang disebut analisa penganggaran modal (*capital budgeting*). Alat analisa penganggaran modal memiliki berbagai metode, antara lain adalah Nilai Tunai Bersih (*Net Present Value*), Tingkat Pengembalian Internal (*Internal Rate of Return*), *Pay Back Period* dan sebagainya. Dengan alat analisis ini manajer keuangan akan dapat menentukan apakah tingkat pengembalian atas investasi pada aktiva nyata mampu menutupi biaya penggunaan dana. Apabila hasil analisis penganggaran modal menunjukkan bahwa tingkat pengembalian atas aktiva nyata mampu menutupi biaya penggunaan dana maka manajemen akan merealisasikan keputusan investasi dan keputusan pembiayaan.

Untuk dapat merealisasikan keputusan investasi maupun keputusan pembiayaan, manajemen keuangan harus mampu memilih jenis aktiva nyata yang mampu menghasilkan tingkat pengembalian yang tinggi dan sebaliknya menghasilkan biaya penggunaan dana yang rendah atas pilihan berbagai alternatif pembiayaan.

1.4 Pelaporan keuangan

Tujuan utama pelaporan keuangan adalah menyediakan informasi yang berguna dalam pengambilan keputusan dan menunjukkan kemampuan dalam memperoleh arus kas baik dalam jumlah, waktu, dan ketidakpastian untuk mendapatkannya. Disamping itu, pelaporan keuangan dirancang untuk menyediakan informasi tentang aktiva yang dimiliki perusahaan, kewajiban, modal pemilik dan dampak dari transaksi maupun kejadian yang mengubah aktiva, kewajiban maupun modal pemilik. Walaupun laporan keuangan belum dapat memenuhi semua tujuan dari sistem pelaporan keuangan, laporan keuangan yang dihasilkan manajemen perusahaan seharusnya sesuai dengan tujuan pelaporan keuangan (White et al. 1994).

Setiap transaksi perusahaan selalu bermula dari strategi dan keputusan manajemen dalam bidang pemasaran, produksi, keuangan dan sumber daya manusia. Transaksi tersebut akan diproses dalam sistem informasi akuntansi untuk menjadi laporan keuangan dan pertanggungjawaban manajemen. Berdasarkan laporan keuangan maka manajemen perusahaan dan pihak luar (investor dan kreditor) akan melihat sampai sejauh mana efektivitas strategi dan keputusan yang diambil manajemen dalam menjalankan organisasi bisnis baik bidang pemasaran, produksi, sumberdaya manusia, dan keuangan.

Dalam setiap keputusan bisnis yang diambil oleh manajemen perusahaan, bagi investor dan kreditor yang diperlukan adalah sampai sejauh mana dana yang ditanamkan dalam perusahaan yang diwujudkan oleh manajemen perusahaan dalam aktiva perusahaan mampu menciptakan tingkat pengembalian yang sesuai dengan keinginan investor maupun kreditor. Sehingga investor maupun kreditor dapat mengambil keputusan menambah investasi maupun keputusan melakukan divestasi. Dengan kata lain, laporan keuangan mencerminkan semua transaksi usaha sepanjang waktu yang menghasilkan peningkatan maupun penurunan bersih nilai ekonomi bagi penyandang dana (Helfert 1994). Sedangkan bagi manajemen perusahaan, informasi

dalam laporan keuangan dapat dijadikan evaluasi atas strategi dan keputusan investasi juga atas strategi dan keputusan pembiayaan yang dilakukan.

Agar dapat memberikan makna bagi pengguna laporan, terutama investor dan kreditor maka dibutuhkan analisis rasio keuangan. Manajer keuangan menggunakan analisis rasio keuangan untuk menginterpretasikan angka-angka dalam laporan keuangan. Rasio merupakan ukuran yang digunakan untuk membandingkan 1) satu rasio dengan rasio lain yang berkaitan, 2) kinerja perusahaan dengan tujuan manajemen, 3) kinerja masa lalu dan sekarang, 4) kinerja perusahaan dengan perusahaan sejenis. Rasio keuangan dapat juga digunakan untuk mendeteksi kesehatan perusahaan, seperti seorang dokter mendeteksi kesehatan manusia (Galagher and Andrew 2003).

Laporan keuangan merupakan data mentah untuk diolah melalui alat analisis rasio keuangan yang dirancang untuk memenuhi kebutuhan informasi bagi investor maupun kreditor dalam mengukur resiko (*risk*) maupun tingkat pengembalian (*return*) dari keputusan investasi maupun pembiayaan (White et al. 1994).

Angka-angka yang tercantum dalam laporan keuangan meliputi laporan perhitungan laba rugi, neraca, dan laporan arus kas merupakan input yang dibutuhkan dalam analisis rasio keuangan, sehingga asumsi dan metode akuntansi yang digunakan akan mempengaruhi angka yang dihasilkan dalam laporan keuangan. Berkaitan dengan itu, pemahaman tentang asumsi dan metode yang dipakai dalam mencatat transaksi dan melaporkan angka dalam laporan keuangan sangat diperlukan.

Ada beberapa hal yang perlu diperhatikan selain asumsi dan metode akuntansi dalam melakukan analisa rasio keuangan yaitu:

- 1) Asumsi ekonomi. Asumsi ekonomi menyatakan bahwa analisis rasio dirancang untuk menghilangkan perbedaan antar perusahaan dan antar waktu sehingga memberikan makna perbandingan antar perusahaan maupun antar waktu
- 2) *Benchmarks*. Analisis rasio keuangan suatu perusahaan akan sangat berarti apabila dibandingkan dengan rata-rata industri yang sama, sehingga angka rasio keuangan rata-rata industri merupakan *benchmark* bagi perusahaan untuk menilai kinerja keuangan perusahaan. Salah satu cara terbaik untuk memastikan kelas kinerja terbaik adalah mengetahui bagaimana *top competitor* perusahaan berkembang, membandingkan dengan perusahaan lain dan menjadi *market leader*. Perbandingan dengan industri sejenis minimal membutuhkan dua dimensi, yaitu: investasi dan nilai yang dihasilkan. Ada tiga alasan mengapa kolaborasi *benchmarking* sangat penting, yaitu: membantu *stakeholders* mengetahui rencana investasi berdasarkan indikator kinerja yang jelas, membantu eksekutif membuat *budget proposal* dengan data yang dibutuhkan untuk mengambil keputusan yang beralasan, dan menciptakan kesadaran kompetisi dan keandalan yang diperlukan *stakeholders* untuk menjadi pemimpin dan memberi kerangka kerja untuk mengukur kesuksesan (Pisello 2003).
- 3) Ketepatan waktu dan *window dressing*. Data yang digunakan dalam menghitung rasio merupakan data pada waktu tertentu dimana laporan keuangan diterbitkan, sehingga rasio keuangan yang dihasilkan belum tentu dapat mengukur kinerja aktual perusahaan sepanjang tahun tertentu atau siklus operasi tertentu. Misalnya, manajemen membuat transaksi pada akhir tahun untuk memanipulasi angka laporan keuangan (*window dressing*) yang juga memanipulasi angka dalam rasio keuangan.

- 4) Angka negatif. Analisis rasio keuangan tidak dapat memberi makna pada angka laporan keuangan yang negatif (White et al. 1994). Walaupun laporan keuangan memiliki kelemahan baik dari sisi asumsi, metode, dan hal-hal yang lain tetapi sampai saat ini masih digunakan untuk menganalisis kinerja perusahaan.

1.5 Analisis utilisasi aktiva

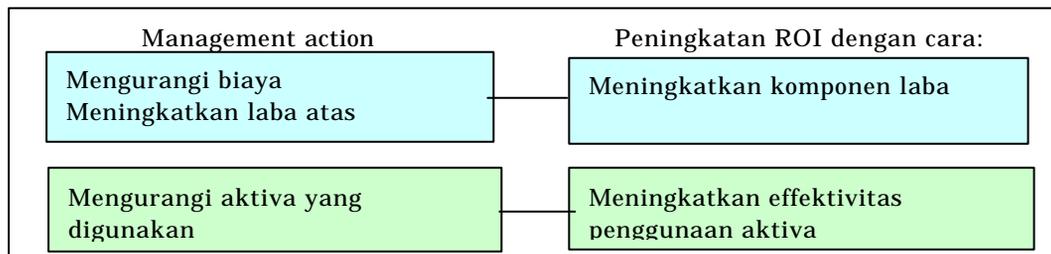
Analisis utilisasi aktiva menghubungkan antara laba dengan aktiva. Selain itu, analisis ini juga mengukur hubungan antara input perusahaan (aktiva) dengan output perusahaan (laba). *Return on Investment* (ROI) digunakan untuk mengukur utilisasi aktiva (Bergevin 2002).

Ada dua level dalam menghitung besaran ROI:

1. Mengukur sampai sejauh mana dana yang digunakan perusahaan yang diwujudkan dalam bentuk aktiva mampu menghasilkan laba bersih. Secara matematis menghitung ROI adalah laba bersih dibagi investasi bersih atas aktiva dikali 100%.
2. Mengukur *profit margin* dan mengukur perputaran aktiva. Profit margin digunakan untuk mengukur berapa komposisi laba dari setiap penjualan yang dilakukan (*profitability*). *Profit margin* dinyatakan secara matematis adalah laba bersih dibagi penjualan bersih (*assets utilization*). Perputaran aktiva adalah mengukur sampai sejauh mana efektivitas penggunaan aktiva dalam mendukung penjualan. Perputaran aktiva dinyatakan secara matematis adalah penjualan bersih dibagi investasi bersih atas aktiva.

Dengan menggunakan level dua dalam mengukur ROI, maka manajemen dapat melakukan improvisasi untuk dapat meningkatkan ROI. Gambar 1 berikut ini adalah aksi manajemen dalam meningkatkan ROI (Wright 1996).

Gambar 1
ROI Improvement



(Sumber: Wright 1996)

Walaupun ROI banyak digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan dan unit dalam perusahaan, tetapi untuk menghitung ROI digunakan angka-angka yang tercantum dalam laporan keuangan yang disusun sesuai dengan standar akuntansi keuangan. Oleh karena itu diperlukan pengolahan atas angka-angka dalam laporan. Pengolahan pertama yang dilakukan adalah menghitung laba bersih. Laba bersih yang dimaksud disini adalah laba operasi bersih setelah dikurangi pajak tetapi sebelum dikurangi beban bunga atau disebut NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*). Yang termasuk NOPAT adalah laba usaha, penghasilan bunga, beban pajak penghasilan,

perlindungan pajak atas beban bunga, bagian laba atau rugi perusahaan asosiasi, laba/rugi kurs, dan laba/rugi lain yang terkait dengan operasional perusahaan. Perhitungan NOPAT tidak mengikutsertakan faktor non operasional, seperti laba/rugi atas penjualan aktiva tetap, penghentian usaha dan penjualan investasi. Beberapa perkiraan dalam laba/rugi lain-lain sama sekali tidak berhubungan dengan kegiatan operasional rutin perusahaan dan tidak ada keterangan jelas dalam catatan laporan keuangan, tidak diikutsertakan dalam perhitungan NOPAT (Asep dan Tim Mark-plus: 2002). Angka aktiva yang didapat dari neraca standar juga direvisi. Aktiva dalam bahasa keuangan adalah wujud investasi dari dana yang diperoleh perusahaan. Angka aktiva seyogyanya direvisi dengan angka dimana aktiva tersebut benar-benar dibiayai oleh dana yang memiliki kandungan biaya penggunaan dana. Artinya, apabila piutang atau persediaan yang ada pada sisi aktiva didanai oleh hutang dagang atau hutang karena *accrual basis* dan hutang tersebut tidak membutuhkan biaya penggunaan dana maka angka piutang maupun persediaan harus dikurangi dengan hutang yang tidak mengandung biaya penggunaan dana. Dengan demikian semua angka yang tercantum dalam aktiva dibiayai oleh sumber dana yang mengandung konsekuensi biaya penggunaan dana. Selisih antara aktiva lancar selain kas dikurangi dengan hutang lancar yang tidak mengandung biaya penggunaan dana disebut kebutuhan modal kerja bersih. Besaran investasi yang tercantum dalam aktiva dan pembiayaan yang mengandung biaya penggunaan dana disajikan dalam neraca manajerial pada Gambar 2.

Gambar 2
Neraca Manajerial

neraca manajerial	
aktiva atau wujud investasi	dana yang dipakai
kas	pembiayaan jangka pendek
kebutuhan modal kerja bersih	pembiayaan jangka panjang
aktiva tetap bersih	modal

(Sumber: Hawawini and Viallete 2000)

Berdasarkan neraca manajerial kita dapat menghitung tingkat pengembalian atas invetasi dana yang dipakai yang disebut *Return on Invested Capital* (ROIC). *Return on Invested Capital* mengukur *real cash* pada *cash return*. Sebenarnya ROIC adalah *Return on Equity* (ROE) yang dikembangkan. ROE menggunakan *net assets* sebagai pembilang dalam perhitungannya. Masalahnya, sesuai dengan GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) kewajiban tertentu mengurangi sumberdaya yang dicantumkan dalam perhitungan ROE sehingga kewajiban tersebut tidak boleh dihitung sebagai pengurang pada *capital working* untuk keuntungan pemegang saham, tetapi sebagai tambahan modal yang digunakan oleh pemegang saham (Wettlaufer 2003).

1.6 Biaya Penggunaan Dana

Keputusan investasi yang ditentukan perusahaan untuk mendukung pertumbuhan membawa konsekuensi pada kebutuhan untuk mendapatkan dana atau disebut *capital*. Dana yang digunakan dapat diperoleh melalui mekanisme sistem keuangan. Dalam sistem keuangan dana dapat diperoleh melalui empat sarana yaitu: pasar modal, pasar uang, bank, dan *institutional investor*. Pasar modal merupakan sarana dalam mencari dana yang bersifat jangka panjang seperti penerbitan saham dan obligasi. Pasar uang merupakan sarana dalam mencari dana yang bersifat jangka pendek seperti penerbitan *commercial paper*. Sedangkan bank dan *institutional investor* merupakan perantara keuangan (*Financial Intermediaries*). Manajemen keuangan melalui keputusan pembiayaannya akan memilih sumber dana melalui empat sarana yang memberikan dampak biaya penggunaan dana paling rendah. Apapun sumber dana yang dipilih oleh manajemen keuangan harus menimbulkan biaya penggunaan dana yang dapat dipenuhi oleh tingkat pengembalian atas investasi. Biaya penggunaan dana (*Weighted Average Cost of Capital*) berasal dari dua komponen, yaitu: kreditor (*bondholder*) dan pemegang saham. Perusahaan yang dibiayai dengan hutang, menimbulkan konsekuensi timbulnya biaya hutang (*cost of debt*). Pembiayaan dengan hutang memberikan keuntungan, karena bunga dapat mengurangi penghasilan kena pajak, oleh karena itu dalam menghitung *cost of debt* selalu dikalikan dengan penghematan pajak. Secara matematis biaya hutang setelah pajak dihitung dengan: biaya hutang sebelum pajak $\times (1 - \text{tarif pajak})$.

Menghitung biaya atas penggunaan modal sendiri dapat menggunakan dua pendekatan, yaitu: pendekatan *Dividend Growth Model* (DGM) dan pendekatan *Capital Assets Pricing Model* (CAPM). DGM dapat dihitung dengan menilaitunaikan aliran dividen beserta pertumbuhannya di masa depan sepanjang perusahaan berlangsung. Dengan DGM, diasumsikan bahwa perusahaan selalu membagi dividen. Padahal dalam kenyataan perusahaan tidak selalu membagi dividen. Oleh karena itu pendekatan CAPM sering dipakai oleh para peneliti. Pendekatan CAPM menghitung biaya penggunaan dana yang berasal dari modal sendiri dengan persamaan $RM = R_f + b(RM - R_f)$. RM merupakan *return* pasar dari keseluruhan saham perusahaan publik yang terdaftar pada pasar tertentu, R_f adalah *return* bebas resiko seperti *return* dari SBI, deposito dan semua sekuritas yang tidak mengandung resiko, b adalah sampai sejauh mana *return* pasar mempengaruhi *return* saham tertentu, sedangkan *risk premium* ($RM - R_f$) adalah selisih antara *return* pasar dengan *return* bebas resiko yang artinya investor akan memiliki tambahan sebesar *risk premium* apabila ingin meningkatkan *return* diatas *return* bebas resiko. Biaya penggunaan modal rata-rata (WACC) dihitung dengan menjumlahkan biaya hutang dan biaya modal sendiri sesuai dengan proporsi dari nilai pasar hutang maupun nilai modal sendiri.

1.7 Economic Value Added (EVA)

EVA mengukur sampai sejauh mana laba operasi mampu menutup biaya penggunaan dana yang digunakan dalam berinvestasi. EVA juga disebut sebagai laba ekonomi (*economic profit*). Dengan EVA diharapkan perusahaan dapat mempertimbangkan apakah keputusan investasi selaras dengan keputusan pembiayaan atau dengan kata lain tingkat hasil yang diharapkan dari investasi mampu menutup biaya atas dana yang digunakan untuk berinvestasi. Secara matematis EVA dihitung dengan tiga cara:

1. Dalam satuan mata uang: $\text{NOPAT} - \text{Capital Cost}$ atau $\text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{modal yang dipakai})$
2. Dalam satuan persentase: $(\text{rate of return} - \text{cost of capital}) \times \text{capital}$, dimana:
 - *Rate of return* adalah NOPAT dibagi modal,
 - Modal adalah total yang dicantumkan dalam neraca dikurangi dengan hutang yang tidak memiliki bunga pada awal tahun dan *cost of capital* adalah rata-rata biaya penggunaan dana dari modal sendiri dan hutang yang mengandung bunga.
 - Biaya penggunaan dana atas modal sendiri adalah tingkat pengembalian dari investasi lain yang memiliki resiko yang sama. Biaya penggunaan dana biasanya dihitung menggunakan pendekatan *Capital Assets Pricing Model (CAPM)*. Biaya penggunaan dana dari hutang dihitung sejak muncul biaya bunga setelah dikurangi pajak.
3. Jika ROI dihitung setelah pajak maka EVA dapat disajikan secara matematis: $\text{EVA} = (\text{ROI} - \text{WACC}) \times \text{modal yang dipakai}$ (Makelainen 1998).

2. STRATEGI KEUANGAN MATRIKS

Strategi keuangan matriks adalah usulan strategi yang akan diberikan dengan menyelaraskan antara pertumbuhan perusahaan dengan efektivitas keputusan investasi dan keputusan pembiayaan. Ada beberapa langkah dalam melakukan strategi keuangan matriks. Langkah-langkah tersebut adalah:

1. Membandingkan pertumbuhan aktual dengan pertumbuhan yang seharusnya (SGR). Pertumbuhan perusahaan yang ditentukan secara keuangan berdasarkan SGR akan dibandingkan dengan pertumbuhan perusahaan secara aktual. Apabila pertumbuhan perusahaan aktual melebihi pertumbuhan SGR maka perusahaan akan mengalami masalah pembiayaan yaitu kekurangan dana (*cash defisit*) karena dana yang disediakan hanya mampu mendukung pertumbuhan SGR. Sebaliknya, apabila pertumbuhan perusahaan SGR melebihi pertumbuhan aktual maka perusahaan akan mengalami masalah pembiayaan yaitu kelebihan dana (*cash surplus*). Perhitungan ini tampak pada Tabel 1 dan Tabel 2 berikut ini.

Tabel 1
SGR vs Growth in Sales Perusahaan Publik yang Beraktivitas Diatas 1 Triliun Tahun 2001

No.	Kode	Nama Perusahaan	growth in sales	SGR without dividend	cash surp/def
1	UNVR	Unilever Indonesia	23.44%	105%	81.99%
2	HMSP	Hanjaya Mandala Sampoerna	40.25%	30%	-10.45%
3	MEDC	Mendco Energi International	26.91%	19%	-7.48%
4	ISAT	Indonesian Satellite Cooperation	84.39%	16%	-68.74%
5	INDF	Indofood Sukses Makmur	15.29%	27%	11.23%

6	UNTR	United Tractors	35.29%	41%	5.95%
7	TLKM	Telekomunikasi Indonesia	72.05%	84%	11.71%
8	TSPC	Tempo Scan Pasifik	22.98%	33%	10.25%
9	AUTO	Astra Otoparts	-0.18%	45%	44.75%
10	RALS	Ramayana Lestari Sentosa	21.78%	37%	15.64%
11	GGRM	Gudang Garam	20.09%	34%	14.07%
12	KLBF	Kalbe Farma	31.03%	17%	-13.66%
13	RMBA	Bentoel International Investama	76.13%	31%	-44.71%
14	SHSA	Surya Hidup Satwa	20.57%	73%	52.53%
15	AMFG	Asahimas Flat Glass	55.99%	31%	-25.42%

(Sumber: *Indonesian Capital Market Directory 2002*)

Tabel 2
SGR vs Growth in Sales Perusahaan Publik yang Beraktivitas Dibawah 1 Triliun Tahun 2001

No.	Kode	Nama Perusahaan	sales growth	SGR without dividend	cash surp/def
1	IDSR	Indosiar visual	42.39%	239.79%	197.40%
2	SHDA	Sari husada	59.37%	49.39%	-9.98%
3	MLBI	Multi bintang Indonesia	12.13%	63.91%	51.77%
4	DNKS	Dankos laboratories	43.58%	41.44%	-2.14%
5	MERK	Merck Indonesia	21.91%	79.34%	57.43%
6	BATA	Sepatu bata	10.83%	81.09%	70.27%
7	INAF	Indofarma	24.74%	31.56%	6.82%
8	RIGS	Rig tenders Indonesia	26.50%	28.97%	2.46%
9	BRNA	Berlina	34.96%	47.36%	12.40%
10	FAST	Fast food Indonesia	40.50%	33.16%	-7.35%
11	HEXA	Hexindo adiperkasa	25.94%	39.06%	13.12%
12	PBRX	Pan brothers	19.11%	42.09%	22.97%
13	LMSH	Lionmesh prima	17.14%	10.89%	-6.25%
14	PLAS	Plastpack prima industri	243.55%	7.84%	-235.71%
15	EKAD	Ekadharna tape industri	-2.07%	14.74%	16.81%

(Sumber: Asep Rohimat dan Tim Mark-Plus 2002)

- Menentukan apakah perusahaan menghasilkan nilai tambah (*value creation*) atau sebaliknya tidak menghasilkan nilai tambah (*value destruction*). Efektivitas keputusan investasi dapat dilihat berdasarkan besaran ROI atau ROIC yang dicapai, artinya apabila perusahaan mampu menghasilkan angka ROIC sesuai dengan yang diinginkan atau melebihi rata-rata industri maka hal tersebut menunjukkan bahwa keputusan atas investasi telah mencapai sasaran. Efektivitas keputusan pembiayaan dapat dilihat berdasarkan besaran biaya penggunaan dana (WACC). Apabila kombinasi hutang dan modal yang dipilih dalam rangka membiayai investasi menghasilkan biaya penggunaan dana yang rendah, artinya keputusan pembiayaan telah dilakukan secara efektif. Melihat besaran angka ROIC dan besaran angka WACC akan lebih bermakna apabila mengurangkan angka ROIC dengan WACC untuk menghasilkan EVA (*Economic Value Added*). Idealnya EVA adalah positif, karena apabila perusahaan memiliki ROIC yang lebih besar dari WACC maka perusahaan mengalami peningkatan nilai tambah secara ekonomi atau dengan kata lain tingkat pengembalian atas investasi melebihi biaya yang

dikeluarkan untuk membiayai investasi tersebut. Dengan EVA, perusahaan juga dapat melihat bagaimana efektivitas keputusan investasi diikuti dengan efektivitas keputusan pembiayaan. Hal ini tampak pada Tabel 3 dan Tabel 4.

Tabel 3
ROIC, WACC, dan EVA Perusahaan Publik yang Beraktifa Diatas 1 Triliun Tahun 2001

No.	Kode	Nama Perusahaan	ROIC	wacc	Spread EVA (01)
1	UNVR	Unilever Indonesia	40.74%	20.56%	20.18%
2	HMSP	Hanjaya Mandala Sampoerna	25.58%	22.41%	3.17%
3	MEDC	Mendco Energi International	22.57%	19.31%	3.26%
4	ISAT	Indonesian Satellite Cooperation	20.13%	18.90%	1.23%
5	INDF	Indofood Sukses Makmur	20.17%	19.01%	1.16%
6	UNTR	United Tractors	17.94%	15.21%	2.73%
7	TLKM	Telekomunikasi Indonesia	21.05%	20.66%	0.39%
8	TSPC	Tempo Scan Pasifik	26.32%	21.61%	4.71%
9	AUTO	Astra Otoparts	26.00%	20.78%	5.22%
10	RALS	Ramayana Lestari Sentosa	24.23%	20.87%	3.36%
11	GGRM	Gudang Garam	22.64%	22.24%	0.40%
12	KLBF	Kalbe Farma	19.01%	17.88%	1.13%
13	RMBA	Bentoel International Investama	16.02%	15.57%	0.45%
14	SHSA	Surya Hidup Satwa	15.76%	16.13%	-0.37%
15	AMFG	Asahimas Flat Glass	15.69%	16.76%	-1.07%

(Sumber: Asep Rohimat dan Tim Mark-Plus 2002)

Tabel 4
ROIC, WACC, dan EVA Perusahaan Publik yang Beraktifa Dibawah 1 Triliun Tahun 2001

No.	Kode	Nama Perusahaan	ROIC	wacc	Spread EVA (01)
1	IDSR	Indosiar visual	32.86%	20.63%	12.23%
2	SHDA	Sari husada	36.98%	21.86%	15.12%
3	MLBI	Multi bintang Indonesia	36.88%	18.96%	17.92%
4	DNKS	Dankos laboratories	27.84%	18.79%	9.05%
5	MERK	Merck Indonesia	44.75%	19.83%	24.92%
6	BATA	Sepatu bata	39.95%	18.63%	21.32%
7	INAF	Indofarma	23.96%	19.21%	4.75%
8	RIGS	Rig tenders Indonesia	24.89%	20.87%	4.02%
9	BRNA	Berlina	28.43%	20.68%	7.75%
10	FAST	Fast food Indonesia	24.75%	17.79%	6.96%
11	HEXA	Hexindo adiperkasa	15.06%	14.25%	0.81%
12	PBRX	Pan brothers	18.99%	17.83%	1.16%
13	LMSH	Lionmesh prima	11.55%	16.59%	-5.04%
14	PLAS	Plastpack prima industri	10.71%	19.43%	-8.72%
15	EKAD	Ekadharna tape industri	12.44%	19.70%	-7.26%

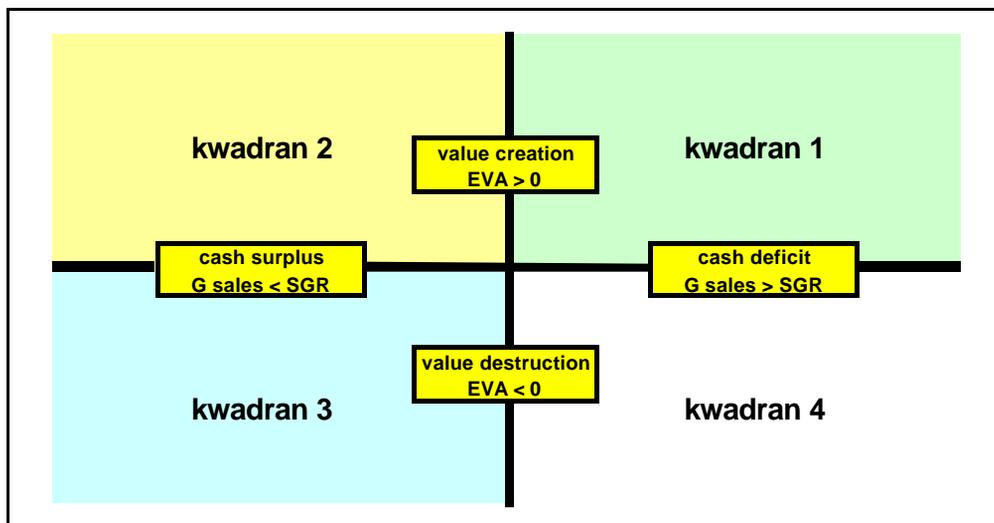
(Sumber: Asep Rohimat dan Tim Mark-Plus 2002)

3. Mengelompokan perusahaan berdasar analisis rasio keuangan ke dalam empat kwadran. Matrik keuangan membagi perusahaan berdasarkan kinerja yang dicapai

yang tercermin dalam laporan yang diukur dengan rasio keuangan yang dibagi menjadi empat bagian atau kwadran seperti yang tercantum dalam Gambar 3.

- Kwadran keempat adalah perusahaan yang mengalami *cash deficit* dan EVA negatif.
 - Kwadran ketiga adalah perusahaan yang mengalami *cash surplus* dan EVA negatif
 - Kwadran kedua adalah perusahaan yang mengalami *cash surplus* dan EVA positif
 - Kwadran kesatu adalah perusahaan yang mengalami *cash deficit* dan EVA positif
4. Menganjurkan strategi sesuai dengan kwadran yang dimana perusahaan dikelompok dalam konteks keputusan investasi dan keputusan pembiayaan (Hawawini and Viallet 2001).

Gambar 3
Financial Strategy Matrix



(Sumber: Hawawini and Viallete 2001)

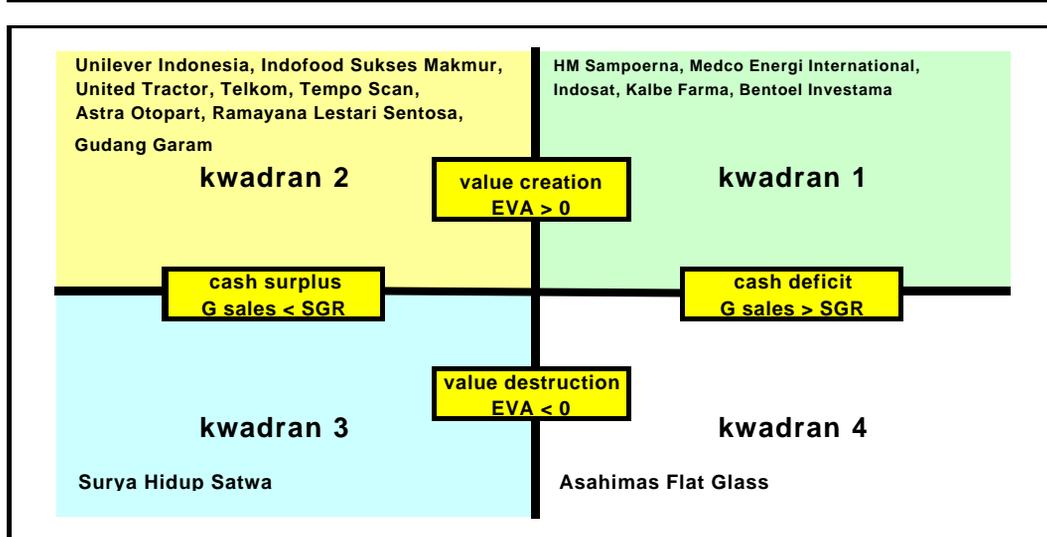
Dalam matriks keuangan, setelah perusahaan-perusahaan dikelompokkan ke dalam masing-masing kwadran, langkah berikutnya adalah mengembangkan strategi agar perusahaan dapat menghasilkan kinerja yang baik. Adapun strategi yang dianjurkan dari masing-masing kwadran adalah:

1. Kwadran pertama mengartikan perusahaan telah menghasilkan nilai tambah (*value creation*) tetapi mengalami kekurangan dana akibat pertumbuhan penjualan aktual melebihi pertumbuhan yang seharusnya. Dengan kondisi keuangan seperti itu, perusahaan dianjurkan untuk melakukan:
 - a. Tidak membagi dividen
 - b. Meningkatkan dana melalui penerbitan saham atau surat utang
 - c. Mengurangi tingkat pertumbuhan aktual sampai dengan pertumbuhan SGR dengan mengurangi margin laba dan perputaran aktiva bersih

2. kwadran kedua mengartikan perusahaan telah menghasilkan nilai tambah (*value creation*) tetapi memiliki kelebihan dana karena pertumbuhan perusahaan secara aktual lebih kecil dari pertumbuhan yang seharusnya (SGR). Dengan kondisi keuangan seperti ini perusahaan dianjurkan untuk melakukan:
 - a. Menggunakan kelebihan dana untuk lebih bertumbuh dengan cara melakukan investasi baru, meningkatkan kapasitas maupun mengakuisisi bisnis yang berkaitan
 - b. Menggunakan kelebihan dana tersebut untuk meningkatkan hubungan keagenan dengan pemegang saham dengan cara membagi dividen dan membeli kembali saham yang beredar
3. Dalam kwadran ketiga mengartikan bahwa perusahaan tidak menghasilkan nilai tambah (*value destruction*) tetapi memiliki kelebihan dana karena perusahaan bertumbuh secara aktual lebih kecil dari pertumbuhan yang seharusnya (SGR). Dengan kondisi keuangan tersebut perusahaan dianjurkan untuk melakukan:
 - a. Menggunakan kelebihan dana tersebut untuk melakukan peningkatan profitabilitas dengan cara meningkatkan efektivitas penggunaan aktiva bersih dan meningkatkan profit margin baik melalui peningkatan volume penjualan, peningkatan harga jual ataupun mengendalikan biaya secara ketat.
 - b. *Review* keputusan pembiayaan perusahaan dengan mengkombinasikan rasio hutang dan modal sampai pada tingkat yang menghasilkan biaya penggunaan dana terendah.
 - c. Apabila dua cara diatas tidak dapat dipenuhi maka lebih bijaksana untuk keluar dari bisnis tersebut
4. Kwadran keempat mengartikan perusahaan selain tidak menghasilkan nilai tambah (*value destruction*) juga memiliki kekurangan dana karena pertumbuhan perusahaan secara aktual lebih besar dari pertumbuhan yang seharusnya (SGR). Kwadran keempat ini merupakan kwadran yang buruk dan tidak ada strategi untuk memperbaikinya, sehingga dengan kondisi keuangan seperti ini perusahaan dianjurkan untuk menjual bisnis tersebut.

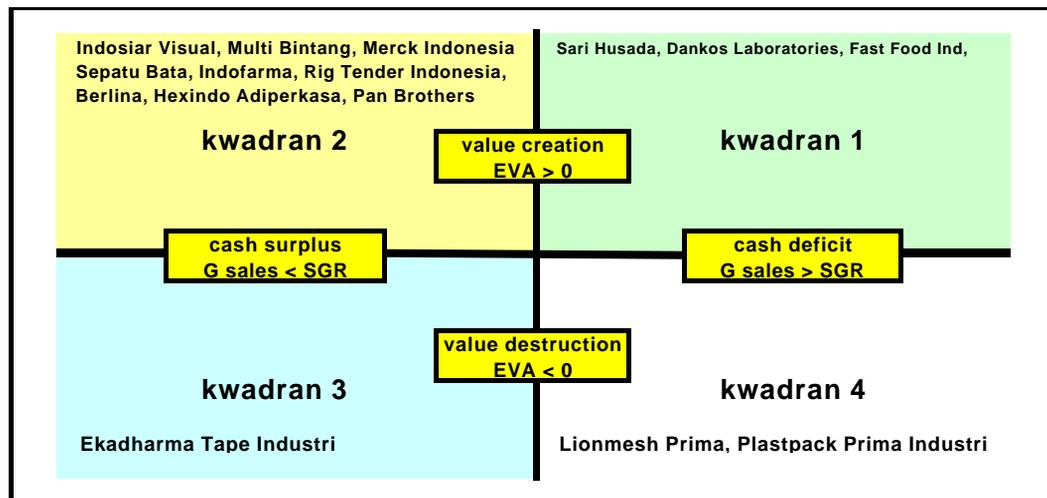
Setelah menghitung EVA dan *cash surplus* atau *defist*, lima belas perusahaan publik yang mempunyai nilai aktiva di atas 1 triliun dan dibawah 1 triliun, dikelompokan dalam empat kwadran sesuai dengan strategi keuangan matriks. Pada Gambar 4, dari lima belas perusahaan publik yang mempunyai nilai aktiva diatas 1 triliun, delapan perusahaan berada di kwadran dua, lima perusahaan di kwadran satu, satu perusahaan di kwadran tiga, dan satu perusahaan berada di kwadran empat. Delapan perusahaan yang berada di kwadran dua adalah Unilever Indonesia, Indofood Sukses Makmur, United Tractor, Telkom, Tempo Scan, Astra Otopart, Ramayana, Lestari Sentosa, dan Gudang Garam. Lima perusahaan yang berada di kwadran satu adalah HM Sampoerna, Medco Energi International, Indosat, Kalbe Farma, dan Bentoel International Investama. Satu perusahaan yang berada di kwadran tiga adalah Surya Hidup Satwa. Sedangkan satu perusahaan yang berada di kwadran empat adalah Asahimas Flat Glas.

Gambar 4
Financial Strategy Matrix Perusahaan Publik Dengan Aktiva Diatas 1
Triliun tahun 2001



(Sumber: diolah penulis)

Gambar 5
Financial Strategy Matrix Perusahaan Publik Dengan Aktiva Dibawah 1 Triliun tahun 2001



(Sumber: diolah penulis)

Pada Gambar 5, dari lima belas perusahaan beraktiva dibawah satu triliun, sepuluh perusahaan berada di kwadran dua, tiga perusahaan berada di kwadran satu, satu perusahaan berada di kwadran tiga dan dua perusahaan berada di kwadran empat. Sepuluh perusahaan yang berada di kwadran dua adalah Indosiar Visual, Multi Bintang, Merck Indonesia, Sepatu Bata, Indofarma, Rig Tender, Berlina, Hexindo Adiperkasa, dan Brothers. Tiga perusahaan yang berada di kwadran satu adalah Sari Husada, Dankos Laboratories, dan Fast Food Indonesia. Satu perusahaan yang berada

di kwadran tiga adalah Ekadharna Tape Industri. Sedangkan dua perusahaan di kwadran empat adalah Lionmesh Prima dan Plastpack Prima Industri.

Perusahaan di sektor industri rokok menghasilkan nilai tambah ekonomi (*value creation*), walaupun dari tiga perusahaan rokok ada yang memasuki kwadran satu dan kwadran dua. HM sampoerna dan Bentoel International dikelompokkan dalam kwadran satu, karena pertumbuhan kedua perusahaan melebihi dari apa yang seharusnya tetapi masih menghasilkan EVA positif. Artinya pertumbuhan yang melebihi dari seharusnya, selalu didukung oleh keputusan investasi dan keputusan pembiayaan yang selaras. Gudang Garam masuk dalam kwadran dua yang berarti perusahaan memiliki dana yang berlebih sehingga dituntut untuk menambah investasi atau memiliki kesempatan untuk membagi dividen kepada pemegang saham. Tetapi apabila kelebihan dana tersebut digunakan untuk berinvestasi dengan biaya penggunaan dana yang sudah optimal maka pertumbuhan akan berdampak pada peningkatan EVA di masa yang akan datang.

3. KESIMPULAN

Dengan menggunakan strategi keuangan matriks, perusahaan dapat mengembangkan strategi yang bermuara pada efektivitas keputusan investasi dan keputusan pembiayaan. Secara berkesinambungan apapun yang direncanakan perusahaan dalam investasi dan pembiayaan hendaknya selalu memasuki kwadran satu dan kwadran dua dalam strategi keuangan matriks.

DAFTAR PUSTAKA

- Asep Rohimat dan Tim MarkPlus & Co. (2002), "Peringkat EVA dengan Aset di Atas Rp 1 Triliun dan Aset Kurang Dari Rp1 Triliun", dalam: Kusnan M. Djawahir (2002), "Peringkat EVA 2002: Angka Merah Makin Banyak", Swa Sembada No.22/XIII/24 Oktober – 4 November 2002
- Bergevin, P. (2002), *Financial Statement Analysis*, Prentice Hall International Editions.
- Eakins, S. (2002), *Finance* (second edition), Addison Wesley.
- Galagher, T. and Andrew, J (2003), *Financial Management : Principle and Practice*, New Jersey: Pearson Education Inc.
- Hawawini and Viallete (2001), *Finance For Executive: Managing Value Creation*, South Westren Publishing.
- Helfert, E. (1994), *Techniques of Financial Analysis*, Richard D. Irwin. Inc.
- Idrus, Maski, Masidonda , "Analisa Variabel-Variabel Yang Mempengaruhi Struktur Pendanaan Dan Pengaruhnya Bersama Beban Bunga, Return On Asset Terhadap Rentabilitas Modal Sendiri", *TEMA*, Volume II, Nomor 1, Maret 2001

-
- Indonesian Capital Market* (2002), *Indonesian Capital Market Directory 2002*, BAPEPAM
- Makelainen, E. (1998), "Economic Value added as Management Tool", <http://www.evanomic.com/evastudy/evastudy.shtml>, 16 September 2003.
- Marcus, Myers, Markus (1999), *Fundamental of corporate Finance (second edition)*, Mc Graw Hill.
- Pisello, T. (2003), "Collaborative Benchmarking for Competitive Value", <http://www.bettermanagement.com/content/article/out-library-7014.asp>, 16 Agustus 2003
- Prasad, Green and Murinde, (2001), "Company Financing, Capital Structure, and Ownership: A Survey and Implications for Developing Economics", <http://idpm.man.ac.uk/publications/archive/fd/index.shtml>, 16 September 2003.
- Ross, Westerfield and Jordan (1998), *Fundamental of Corporate Finance (fourth edition)*, McGraw-Hill International Editions.
- Wettlaufer, D. (2003), "A Look at ROIC", <http://www.fool.com/school/roic/roic.htm>, 16 Agustus 2003.
- Wright, D. (1996), *Management Accounting*, Addison Wesley Longman Limited.
- White, Sondhi, Fried (1994), *The Analysis and Used of Financial Statements*, John Wiley and Sons Inc.