

**ANALISA HUBUNGAN *ECONOMIC VALUE
ADDED (EVA)* TERHADAP *MARKET VALUE
ADDED (MVA)* PADA PERUSAHAAN ROKOK
YANG TERGABUNG DALAM INDEKS LQ 45**

SKRIPSI



Oleh :

Nama	: Renaldi
Nomor Mahasiswa	: 00311138
Program Studi	: Manajemen
Bidang Konsentrasi	: Keuangan

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
YOGYAKARTA
2005**

**ANALISA HUBUNGAN *ECONOMIC VALUE
ADDED* (EVA) TERHADAP *MARKET VALUE
ADDED* (MVA) PADA PERUSAHAAN ROKOK
YANG TERGABUNG DALAM INDEKS LQ 45**

SKRIPSI

Disusun dan diajukan untuk memenuhi syarat ujian akhir guna memperoleh
gelar Sarjana Strata-1 di Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi,
Universitas Islam Indonesia



Oleh :

Nama	: Renaldi
Nomor Mahasiswa	: 00311138
Program Studi	: Manajemen
Bidang Konsentrasi	: Keuangan

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
YOGYAKARTA
2005**

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan orang lain untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku.”

Yogyakarta, 14 Mei 2005

Penyusun,

Renaldi

**ANALISA HUBUNGAN *ECONOMIC VALUE
ADDED (EVA)* TERHADAP *MARKET VALUE
ADDED (MVA)* PADA PERUSAHAAN ROKOK
YANG TERGABUNG DALAM INDEKS LQ 45**

Hasil Penelitian

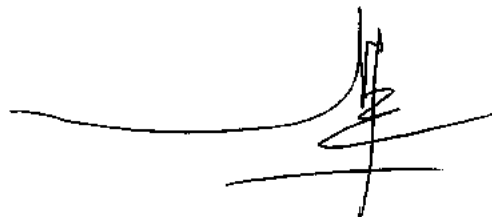
Diajukan oleh :

Nama : Renaldi
Nomor Mahasiswa : 00311138
Program Studi : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing

Pada tanggal 14 Mei 2005

Dosen Pembimbing,

A handwritten signature in black ink, consisting of a series of loops and strokes, positioned above the name of the supervisor.

Dra. Nur Fauziah, MM

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

**ANALISA HUBUNGAN ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) TERHADAP MARKET
VALUE ADDED (MVA) PADA PERUSAHAAN ROKOK YANG TERBAGUNG
DALAM INDEKS LQ 45**

**Disusun Oleh: RENALDI
Nomor mahasiswa: 00311138**

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**
Pada tanggal : 13 Juli 2005

Penguji/Pemb. Skripsi : Dra. Nurfauziah, MM

Penguji : Drs. Abdul Moin, MBA

.....
.....

Mengetahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia



Suwarsono, MA

.....

*"Demi masa,
Sesungguhnya manusia itu benar-benar dalam kerugian
Kecuali orang-orang yang beriman dan beramal shaleh,
Dan nasehat-menasehati supaya mentaati kebenaran dan
Nasehat-menasehati supaya menetapi kesabaran."*

(Q.S. Al-'Ashr 1-3)

Buat Bapak dan Ibunda yang kusayangi,
Terima kasih atas segala dukungan dan doa yang diberikan selama ini.
Maafkan Ananda....hanya secuil karya ini yang baru bisa Ananda persembahkan.
Ya Allah Ya Robbi, berikanlah selalu rahmat kasih sayang-Mu kepada mereka.
Amin ya robbal 'alamin.

Buat adik-adikku yang paling kucintai
Terima kasih atas motivasi dan dorongan yang diberikan kepadaku untuk selalu
berbuat lebih baik. Semoga Allah SWT menyayangimu selalu, memudahkan
segala urusanmu, melindungimu dan menjadikan seorang hamba Allah yang lebih
baik daripada aku.
Amin ya robbal 'alamin.

Buat sahabat-sahabatku,
terima kasih untuk segala-galanya.
Hidupku menjadi lebih berarti dan menyenangkan bersama kalian.

KATA PENGANTAR

Bismillahirrahmanirrahim,

Segala puji dan syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT yang telah memberikan segala karunia-Nya berupa kemudahan, kesempatan, kesehatan dan kekuatan sehingga penulis dapat menyelesaikan penyusunan Skripsi ini. Shalawat dan salam penulis panjatkan kepada junjungan kita Nabi Besar Muhammad SAW.

Skripsi ini disusun sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Strata-1 di Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia. Sejak awal melakukan penelitian sampai dengan melakukan penulisan skripsi ini, penulis telah menerima begitu banyak bantuan dari berbagai pihak. Dengan segala kerendahan hati, terima kasih yang tak terhingga penulis sampaikan kepada :

1. Bapak Rachmat R. dan Ibu Patricia Simandjuntak sebagai orang tua yang telah memberikan segala-galanya demi kesuksesan studi putranya. Semoga Allah memberikan tempat yang mulia di Surga nantinya. Amien.
2. Ibu Dra. Nurfauziah, MM sebagai pembimbing skripsi sekaligus sebagai Dosen Wali Akademik yang telah memberikan banyak bimbingan, tambahan wawasan dan bantuan baik moral materiil maupun bahan-bahan yang penulis perlukan dalam tugas akhir ini.

3. Bapak Drs. Abdul Moin, MBA sebagai penguji skripsi yang telah memberikan informasi tambahan untuk kesempurnaan penulisan skripsi penulis.
4. Teman-teman UII angkatan 2000 yang telah memberikan bantuan selama penyelesaian skripsi ini.
5. Yusnita Qorinawati sebagai seseorang yang sangat sabar, pengertian, pintar, solehah, dan begitu mencintai serta menyayangi penulis dengan tulus. Semoga Allah membalas ketulusanmu dengan menjadikan salah satu Bidadari di surga nanti. Amien.
6. Wawique, Boyo, Bom-bom, Codhox, Darjo, Todes, Pambers, Ryan, Napot, Imbang, Danang, Gendhuz, Dora, Butet, Alam, Kancil, Aning....terima kasih telah menjadi sahabat-sahabatku yang paling baik. Serta teman-teman lainnya yang tidak mungkin disebutkan satu-persatu.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih banyak kekurangan dan jauh dari kesempurnaan. Untuk itu dengan segala kerendahan hati, penulis sangat mengharapkan saran dan kritik demi kesempurnaan skripsi ini. Akhir kata, semoga skripsi ini dapat bermanfaat dan berguna bagi semua pihak yang berkepentingan.

Yogyakarta, 14 Mei 2005

Penulis

Renaldi

DAFTAR ISI

	Hal.
Halaman Judul.....	i
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme.....	ii
Halaman Pengesahan Skripsi.....	iii
Halaman Pengesahan Ujian Skripsi.....	iv
Halaman Persembahan.....	v
Kata Pengantar.....	vi
Daftar Isi.....	viii
Daftar Tabel.....	xi
Daftar Lampiran.....	xii
Abstrak.....	xiii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Rumusan Masalah Penelitian.....	5
1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	6
BAB II KAJIAN PUSTAKA.....	8
2.1. Landasan Teori.....	8
2.1.1. <i>Economic Value Added</i> (EVA).....	13
2.1.1.1. Definisi.....	13
2.1.1.2. Komponen Modal Sebagai Pembentuk EVA.....	17
2.1.1.3. Keunggulan dan Manfaat EVA.....	23

2.1.1.4. Kelemahan <i>Economic Value Added</i> (EVA).....	25
2.1.2. <i>Market Value Added</i> (MVA).....	27
2.1.3. Hubungan EVA dengan MVA.....	29
2.2. Tinjauan Penelitian Sebelumnya.....	30
2.3. Formulasi Hipotesis.....	32
BAB III METODE PENELITIAN	34
3.1. Lokasi Penelitian.....	34
3.2. Populasi.....	34
3.3. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data.....	36
3.4. Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian.....	37
3.5. Metode Analisa Data.....	38
3.5.1. Perhitungan <i>Economic Value Added</i> (EVA).....	38
3.5.2. Perhitungan <i>Market Value Added</i> (MVA).....	41
3.6. Pengujian Hipotesa.....	42
BAB IV ANALISA DATA DAN PEMBAHASAN	44
4.1. Perhitungan <i>Economic Value Added</i> (EVA).....	45
4.2. Perhitungan <i>Market Value Added</i> (MVA).....	47
4.3. Hasil Analisa.....	49
4.3.1. Hasil Analisa korelasi EVA dengan MVA.....	49
4.3.2. Hasil Analisa korelasi Δ EVA dengan Δ MVA.....	51
BAB V PENUTUP	55
5.1. Kesimpulan.....	55
5.2. Keterbatasan dan Saran.....	56

REFERENSI.....	58
----------------	----

DAFTAR TABEL

Tabel	Hal.
2.1. Tolok Ukur <i>Economic Value Added</i> (EVA).....	15
4.1. Perusahaan Rokok Yang Tergabung Dalam Indeks LQ 45.....	44
4.2. Langkah-langkah Dalam Menghitung EVA untuk PT. GUDANG GARAM. Tbk (GGRM).....	45
4.3. Nilai <i>Economic Value Added</i> (EVA).....	46
4.4. Langkah-langkah Dalam Menghitung MVA untuk PT. GUDANG GARAM. Tbk (GGRM).....	47
4.5. Nilai <i>Market Value Added</i> (MVA).....	48
4.6. Hasil Analisa Korelasi EVA dan MVA.....	49
4.7. Hasil Analisa Korelasi Δ EVA DAN Δ MVA.....	52

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Hal.
1. Tabel Perhitungan EVA.....	60
2. Tabel Perhitungan MVA.....	62
3. Tabel Perhitungan Δ EVA dengan Δ MVA.....	63

ABSTRAK

Pengukuran kinerja sangatlah penting bagi perusahaan yang telah *Go Public* karena perusahaan tersebut secara tidak langsung dimiliki masyarakat. Pengukuran kinerja suatu perusahaan diwujudkan melalui adanya penciptaan nilai. EVA merupakan indikator kinerja perusahaan yang mempertimbangkan biaya modal atas investasi. Skripsi ini menguraikan tentang bagaimana kondisi perusahaan jika dilihat dari pendekatan EVA. Nilai EVA yang positif mengindikasikan bahwa perusahaan mampu membayar semua kewajiban pada para kreditur sesuai dengan *return* yang diharapkan. Jika EVA negatif maka perusahaan tidak mampu membayarkan kewajiban kepada para penyandang dananya, dengan demikian perusahaan tidak mampu menciptakan nilai tambah. Hipotesis yang diajukan dalam skripsi ini ada dua macam yaitu membahas tentang hubungan EVA dan MVA, dimana MVA merupakan *Net Present Value* dari nilai EVA. Artinya MVA merupakan nilai kini dari EVA tahun pertama, kedua, ketiga, dan seterusnya. Hasil korelasi antara EVA dengan MVA adalah negatif, yang menunjukkan hubungan kedua variabel tersebut tidak searah. Peningkatan nilai EVA tidak diikuti dengan peningkatan nilai MVA. Hal tersebut mungkin disebabkan oleh perbedaan pandangan para penyandang dana. Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah mengenai hubungan ΔEVA dengan ΔMVA . Hasil pengujian hipotesis kedua menyatakan bahwa tidak ada hubungan yang searah antara ΔEVA dengan ΔMVA . Peningkatan/penurunan nilai EVA tidak diikuti dengan peningkatan/penurunan nilai MVA.

BAB I

PENDAHULUAN

1. 1. Latar Belakang Masalah

Pemegang saham secara tidak langsung adalah orang yang menciptakan atau membangun perusahaan. Pemilik perusahaan (pemegang saham) tentu saja menginginkan pengelola perusahaan (manajer) bekerja sekeras mungkin agar uang yang diinvestasikan pemilik secara konsisten dan berkesinambungan mendapatkan imbal hasil (*return*) tinggi relatif terhadap risiko yang diambil. Sementara itu pengelola berkeinginan mendapat imbalan (gaji dan kompensasi lain) setinggi mungkin dengan bekerja santai. Kedua keinginan itu jelas saling bertentangan.

Untuk menghindari pertentangan ini ada beberapa solusi yang diusulkan. Pada intinya usulan solusi ini berusaha membuat pengelola berpikir seperti pemilik, sehingga pemilik memberikan bonus kinerja kepada para manajer. Bonus kinerja merupakan salah satu upaya pemegang saham (pemilik perusahaan) agar manajer (pengelola perusahaan) bekerja sesuai keinginan pemilik.

Kemudian muncul pertanyaan bagaimana para manajer tersebut dapat bekerja seperti keinginan pemilik, apakah manajer tersebut berhasil menciptakan nilai tambah bagi pemegang saham atau malah merusaknya. Oleh karena itu diperlukan penilaian kinerja untuk mengetahui keberhasilan manajer.

Ukuran yang dipakai dalam penilaian kinerja suatu perusahaan dinyatakan dalam rasio finansial yang dibagi dalam empat kategori utama yaitu Rasio Keuntungan (Laba), yang termasuk dalam kelompok ini adalah *Net Profit Margin* (NPM), *Return on Assets* (ROA), *Return on Equity* (ROE), *Return on Investment* (ROI). Rasio yang kedua adalah Rasio Aktivitas yaitu *Total Assets Turnover* (TATO), *Collection Period*, *Inventory Turnover* (ITO), *Fixed Assets Turnover*. Rasio yang ketiga adalah Rasio Leverage, meliputi *Debt Rasio*, *Debt Equity Rasio* (DER), *Times Interest Earned* (TIE). Dan rasio yang terakhir adalah Rasio Likuiditas, termasuk didalam kategori ini adalah *Current Ratio* dan *Quick Ratio*.

Memakai ukuran kinerja tradisional yaitu dengan menggunakan alat analisis rasio seperti *Net Profit Margin* (NPM), *Return on Investment* (ROI), *Return on Equity* (ROE) tidaklah cocok untuk tujuan memaksimumkan nilai perusahaan. *Net Profit Margin* (NPM), *Return on Investment* (ROI), *Return on Equity* (ROE) bersifat jangka pendek. Pengukuran kinerja tradisional sebagian besar masih menggunakan data finansial yang tidak lagi memadai dan pengukurannya mengabaikan biaya modal sehingga sulit mengetahui apakah suatu perusahaan telah menciptakan nilai atau tidak. Pengukuran yang langsung mengukur penciptaan nilai adalah *Market Value Added* (MVA).

Tujuan utama perusahaan adalah memaksimumkan kesejahteraan pemegang saham yang dilakukan dengan memaksimalkan selisih antara *Market Value of Equity* (nilai pasar modal) perusahaan dengan jumlah yang ditanamkan investor ke dalam perusahaan. Selisih tersebut dikenal dengan istilah *Market Value Added* (MVA). *Market Value Added* (MVA) adalah total nilai pasar

(*market value*) semua saham dan hutang perusahaan (artinya berapa jumlah yang diperoleh investor kalau semua investasinya yang berupa saham dan hutang atau obligasi dijual ke pasar finansial) dikurangi total modal yang diinvestasikan oleh investor. Jika *Market Value Added* (MVA) positif atau negatif, berarti manajer berhasil atau gagal menciptakan nilai tambah bagi perusahaan. Bagi pemegang saham, *Market Value Added* (MVA) yang positif mengindikasikan bahwa manajer berhati-hati dalam melakukan transaksi dan memilih investasi yang akan memaksimumkan tingkat pengembalian pemegang saham.

Konsep *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) keduanya adalah konsep dalam menilai kinerja dalam perusahaan. Penilaian kinerja dengan *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) menjadi suatu hal yang sangat penting dalam proses perencanaan dan pengendalian perusahaan, seperti keperluan merger dan akuisisi, restrukturisasi perusahaan, IPO (*Initial Public Offering*) atau menjual saham perusahaan ke umum atau masyarakat sehingga perusahaan menjadi perusahaan *Go Public*. Penilaian kinerja dengan *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) membantu manajer atau pengelola perusahaan untuk bertindak sebagaimana pemilik perusahaan. Manajer akan lebih memfokuskan kegiatan usaha mereka yaitu memperoleh *Economic Value Added* (EVA) setinggi mungkin dengan kegiatan usaha ke arah investasi yang menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi (penciptaan EVA) agar pemegang saham mendapatkan return atau penghasilan yang tinggi sehingga akan mengurangi konflik antara pihak pengelola perusahaan (manajer) dan pihak pemilik

perusahaan (investor dan pemegang saham). Dengan fokus pada *Economic Value Added* (EVA), perhatian manajer terfokus pada tanggung jawab utama yaitu meningkatkan kesejahteraan investor dan pemegang saham. Investor dan pemegang saham perlu untuk mengetahui perkembangan kekayaan, mengetahui berapa dan bagaimana perkembangan nilai dari investasinya. Maka perlu pendekatan analisis yaitu dengan *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) yang mampu memberikan penilaian secara wajar dan adil atas kinerja perusahaan.

Hubungan *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) adalah keduanya merupakan pengukuran kinerja. *Economic Value Added* (EVA) merupakan pengukuran kinerja internal dan *Market Value Added* (MVA) adalah pengukuran kinerja eksternal dan hanya dapat diukur jika perusahaan telah *Go Public*. *Economic Value Added* (EVA) lebih memfokuskan pada efektifitas manajerial dalam satu tahun tertentu dan *Market Value Added* (MVA) mengukur pengaruh tindakan manajerial sejak pendirian perusahaan. Dengan kata lain *Market Value Added* (MVA) adalah *Economic Value Added* (EVA) yang dihasilkan oleh kinerja manajerial sepanjang umur perusahaan yang di *present value*-kan. *Market Value Added* (MVA) baik positif atau negatif merupakan perkiraan pasar modal mengenai adanya investasi yang baik yang telah terjadi ataupun diantisipasi oleh investor dimasa yang akan datang. *Market Value Added* (MVA) adalah hasil kumulatif dari kinerja perusahaan yang dihasilkan oleh berbagai investasi yang akan menghasilkan pendapatan atau merupakan nilai kini dari EVA tahun pertama, EVA tahun kedua, EVA tahun ketiga dan seterusnya.

Menurut beberapa analisis, jika *Economic Value Added* (EVA) naik, maka *Market Value Added* (MVA) juga akan naik tetapi menurut pendapat Z.Christopher Mercer, ASA, CFA, nilai *Market Value Added* (MVA) dapat turun meskipun *Economic Value Added* (EVA) nya naik atau tinggi. Berdasarkan uraian diatas maka penulis tertarik untuk mengambil judul : “ANALISA HUBUNGAN ECONOMIC VALUE ADDED TERHADAP MARKET VALUE ADDED PADA PERUSAHAAN ROKOK YANG TERGABUNG DALAM INDEKS LQ 45 “.

1.2. Rumusan Masalah Penelitian

Perusahaan yang telah *Go Public* adalah perusahaan yang dimiliki oleh masyarakat maka perusahaan tersebut dituntut untuk selalu meningkatkan kinerjanya. Pendekatan yang populer untuk menilai kondisi perusahaan adalah dengan mengevaluasi data akuntansi berupa laporan keuangan. Alat mengevaluasinya adalah dengan penggunaan rasio-rasio. Rasio-rasio tersebut akan berarti jika salah satu dari dua hal ini terpenuhi yaitu adanya perbandingan dengan perusahaan sejenis yang mempunyai tingkat resiko yang hampir sama dan adanya analisa kecenderungan (*trend*) dari setiap rasio terhadap rasio pada tahun-tahun sebelumnya.

Walaupun telah digunakan secara luas oleh investor sebagai salah satu dasar dalam pengambilan keputusan investasi, penggunaan analisis rasio keuangan memiliki kelemahan utama yaitu mengabaikan adanya biaya modal sehingga sulit untuk mengetahui apakah suatu perusahaan telah berhasil

menciptakan nilai atau tidak. Untuk mengatasi kelemahan tersebut dikembangkan suatu konsep baru yaitu *Economic Value Added* (EVA), yang merupakan indikator tentang adanya penciptaan suatu nilai dari investasi. Maka dapat dikatakan bahwa *Economic Value Added* (EVA) sebagai indikator kinerja perusahaan yang mempertimbangkan biaya modal atas investasi yang dilakukan berhubungan langsung dan searah dengan *Market Value Added* (MVA) yang merupakan pengukur peningkatan nilai perusahaan. Jika *Economic Value Added* (EVA) naik maka *Market Value Added* (MVA) juga naik.

Berdasarkan uraian diatas maka masalah yang akan dibahas adalah :

1. Bagaimana kinerja keuangan perusahaan jika dilihat dari pendekatan *Economic Value Added* (EVA) ?
2. Apakah ada hubungan antara *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) ?
3. Apakah peningkatan atau penurunan *Market Value Added* (MVA) di pasar berhubungan dengan peningkatan atau penurunan *Economic Value Added* (EVA) yang dihasilkan perusahaan ?

1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Menganalisis kinerja keuangan perusahaan dengan metode *Economic Value Added* (EVA).
2. Untuk menguji hubungan atau korelasi antara *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA).

3. Untuk menguji hubungan atau korelasi antara peningkatan atau penurunan *Economic Value Added* (EVA) dengan peningkatan atau penurunan *Market Value Added* (MVA).

Manfaat dari penelitian ini adalah :

1. Memberi masukan bagi kampus UII. Semoga penelitian ini dapat menjadi sumbangan terhadap ilmu pengetahuan untuk kemajuan kampus UII tercinta.
2. Bagi investor, memberi masukan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi.
3. Bagi pembaca atau pihak lain, penelitian ini dapat bermanfaat sebagai masukan atau bahan pertimbangan bagi penelitian selanjutnya.
4. Bagi penulis, penelitian ini bermanfaat untuk menerapkan teori yang telah didapatkan di FE UII.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

Kinerja perusahaan adalah produktivitas perusahaan dalam melakukan kegiatan atau kemampuan perusahaan dalam melakukan kegiatan untuk menghasilkan suatu produk yang dapat memberikan sebuah nilai terhadap perusahaan. Penilaian kinerja menjadi sangat penting bagi perusahaan yang telah *Go Public* karena perusahaan yang telah *Go Public* adalah perusahaan yang dimiliki oleh masyarakat sehingga dituntut untuk selalu meningkatkan kinerjanya. Penilaian kinerja menjadi sangatlah penting dalam proses merger dan akuisisi perusahaan, untuk mengetahui berapa nilai perusahaan dan nilai ekuitas perusahaan. Penilaian kinerja juga sangat dibutuhkan oleh perusahaan yang mengalami kesulitan. Penilaian kinerja berguna untuk restrukturisasi, pengimplementasian program pemulihan usaha dan untuk mengetahui apakah nilai perusahaan lebih besar dari nilai likuiditasnya. Bagi perusahaan yang belum *Go Public* penilaian kinerja sangatlah penting jika perusahaan akan melakukan IPO (*Initial Public Offering*). Perusahaan yang akan menjual perusahaannya kepada umum (dibursa) harus melakukan penilaian untuk menentukan nilai wajar saham yang akan ditawarkan kepada masyarakat..

Pendekatan yang populer untuk menilai kondisi keuangan perusahaan adalah dengan mengevaluasi data akuntansi berupa laporan keuangan. Hal itu disebabkan karena laporan keuangan disusun berdasarkan standar penyusunan

laporan keuangan dan diterapkan secara meluas oleh perusahaan-perusahaan. Untuk mengevaluasi data akuntansi kita dapat menggunakan rasio-rasio finansial yang dibagi dalam empat kategori utama yaitu Rasio Keuntungan (laba), Rasio Aktivitas, Rasio Leverage, dan Rasio Likuiditas. Akan tetapi pendekatan tersebut memuat beberapa masalah dan keterbatasan-keterbatasan seperti :

1. Laporan keuangan tidak dapat berdiri sendiri tetapi harus didukung oleh catatan atas laporan keuangan.
2. Dapat terjadi distorsi karena pengaruh inflasi dan penggunaan data historis dalam akuntansi. Salah satu indikator yang selama ini cukup populer digunakan dalam mengukur kinerja adalah *Return on Investment* (ROI). Indikator ini mengandung distorsi yang cukup besar terutama pada saat perekonomian dalam kondisi inflasi. Dalam kondisi inflasi, *Return on Investment* (ROI) akan cenderung tinggi akibat laba yang relatif tinggi. Laba perusahaan akan naik karena dipihak manajemen perusahaan melakukan penyesuaian terhadap harga-harga produk atau jasa yang dijual.
3. Adanya praktek *Window Dressing*, terutama membuat laporan keuangan terlihat lebih bagus.
4. Perbedaan dalam perlakuan akuntansi akan menimbulkan distorsi dalam membandingkan rasio. Misalnya dalam penilaian persediaan metode LIFO atau FIFO akan memberikan harga pokok yang jauh berbeda dalam kondisi inflasi yang tinggi.

5. Kesulitan dalam memilih rasio yang tepat yang akan digunakan untuk kepentingan pemakainya.
6. Kesulitan dalam menginterpretasikan hasil analisa. Misalkan *Quick Ratio* yang tinggi, apakah bagus karena kuatnya likuiditas perusahaan atau justru jelek karena perusahaan memegang kas yang berlebih yang justru tidak produktif.
7. Kesulitan atau keterbatasan teknik :
 - Bahan perhitungan atas laporan keuangan banyak mengandung taksiran dan penilaian (*judgement*) yang dapat dinilai subjektif atau bias.
 - Nilai yang terkandung dalam laporan keuangan dan rasio adalah nilai perolehan dan bukan harga pasar.
 - Klasifikasi dalam laporan keuangan akan berdampak pada angka rasio.
 - Metode pencatatan yang tergambar dalam standar akuntansi dapat diterapkan dengan cara yang berbeda oleh tiap perusahaan yang berbeda.
8. Perhitungan rasio akan sulit dilakukan jika data yang tersedia tidak lengkap dan tidak berhubungan.
9. Jika 2 perusahaan dibandingkan, bisa saja teknik dan standar akuntansi yang dipakai tidak sama. Oleh karena itu jika dilakukan perbandingan dapat menimbulkan kesalahan.

10. Analisa kinerja tradisional mengabaikan adanya biaya modal sehingga sulit untuk mengetahui apakah suatu perusahaan telah menciptakan nilai atau tidak.
11. ROI dapat diperbesar melalui rekayasa tidak wajar seperti penjualan aset perusahaan, misal tanah. Di satu sisi menghasilkan *profit* dari penjualan tersebut namun total asetnya menurun sehingga ROI naik tetapi disisi lainnya hal tersebut tidak mendatangkan nilai tambah bagi perusahaan.

Selain keterbatasan-keterbatasan diatas, penggunaan rasio-rasio dalam menilai kinerja perusahaan juga memiliki keunggulan seperti :

1. Rasio merupakan angka-angka atau ikhtisar statistik yang lebih mudah dibaca dan ditafsirkan.
2. Merupakan pengganti yang lebih sederhana dari informasi laporan keuangan yang rinci dan rumit.
3. Mengetahui posisi perusahaan ditengah industri lain.
4. Menstandarisasi ukuran (*size*) perusahaan.
5. Untuk mempermudah melihat perkembangan perusahaan per periode atau *time series*.
6. Mempermudahkan untuk melihat *trend* perusahaan dan melakukan prediksi dimasa yang akan datang.

Penggunaan rasio-rasio tersebut akan berarti jika salah satu dari dua hal terpenuhi yaitu adanya perbandingan dengan perusahaan sejenis yang

mempunyai tingkat risiko yang hampir sama dan adanya analisa kecenderungan (*trend*) dari setiap rasio terhadap rasio pada tahun-tahun sebelumnya.

Penilaian kinerja dengan mengevaluasi laporan keuangan yaitu dengan penggunaan rasio-rasio keuangan seperti *Return on Investment* (ROI), *Return on Equity* (ROE), *Return on Assets* (ROA), *Net Profit Margin* (NPM) sebagian besar masih menggunakan data finansial yang tidak lagi memadai dan model pengukurannya pun harus disesuaikan dengan lingkungan bisnis. Kelemahan penting dalam penggunaan rasio keuangan adalah adanya distorsi karena laba yang dilaporkan tidak memasukkan unsur biaya modal. Untuk mengatasi kelemahan tersebut dikembangkan konsep *Economic Value Added* (EVA). Dalam konsep ini, kelemahan tersebut diatasi dengan mengeluarkan biaya modal (*Cost of Capital*) dari laba operasi setelah pajak (*operating profit after tax*). Pendekatan berbasis rasio menghitung laba bila pemasukan (*return*) lebih tinggi dari pengeluaran (*cost*) tetapi pendekatan *Economic Value Added* (EVA) masih memperhitungkan biaya modal.

Berdasarkan konsep *Economic Value Added* (EVA), nilai pasar perusahaan merupakan nilai bukunya ditambah nilai sekarang (*present value*) dari nilai *Economic Value Added* (EVA) secara periodik dimasa depan. Nilai sekarang (*present value*) dari nilai *Economic Value Added* (EVA) secara periodik dimasa depan dikenal dengan *Market Value Added* (MVA). Berdasarkan teori dengan meningkatnya *Economic Value Added* (EVA) dari tahun ke tahun berarti suatu perusahaan telah meningkatkan *Market Value Added* (MVA).

2.1.1. *Economic Value Added* (EVA)

2.1.1.1. Definisi

Walaupun telah digunakan secara luas oleh investor sebagai salah satu dasar dalam pengambilan keputusan investasi karena nilainya tercantum dalam laporan keuangan, penggunaan analisis rasio keuangan sebagai alat pengukur akuntansi tradisional memiliki kelemahan utama yaitu mengabaikan adanya biaya modal sehingga sulit untuk mengetahui apakah suatu perusahaan telah berhasil menciptakan nilai atau tidak. Untuk mengatasi kelemahan tersebut, dikembangkanlah suatu konsep baru yaitu *Economic Value Added* (EVA) yang dipopulerkan oleh Stern & Steward, lembaga konsultan manajemen asal Amerika Serikat. *Economic Value Added* (EVA) mencoba mengukur nilai tambah (*value creation*) yang dihasilkan suatu perusahaan.

Pengukuran kinerja suatu perusahaan diwujudkan melalui adanya penciptaan suatu nilai atau tambahan nilai (*value creation*) yang dihasilkan oleh suatu perusahaan. Untuk dapat menciptakan *value*, perusahaan dapat menempuh tiga pendekatan. Pertama, dari segi operasional, perusahaan harus mampu meningkatkan *Return Assets* yang dimiliki dengan melakukan efisiensi dalam penggunaan (utilisasi) aset. Kedua, dari segi pendanaan, perusahaan harus berusaha menekan biaya modal (*Weighted Average Cost of Capital*) seoptimal mungkin, antara lain merestrukturisasi utang atau mengubah struktur modal dengan menambah hutang bank atau menerbitkan obligasi yang biaya modalnya relatif murah. Terakhir, dari segi investasi aset, hendaknya kebijakan yang

diambil benar-benar mempertimbangkan keunggulan kompetitif yang dimiliki perusahaan.

Konsep *Economic Value Added* (EVA) mengukur nilai tambah dengan cara mengurangi biaya modal (*Cost of Capital*) yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan oleh perusahaan. *Economic Value Added* (EVA) merupakan indikator tentang adanya penciptaan nilai dari suatu investasi. *Economic Value Added* (EVA) yang positif menandakan perusahaan berhasil menciptakan nilai bagi pemilik modal karena perusahaan mampu menghasilkan tingkat pengembalian yang melebihi tingkat biaya modalnya. Hal ini sejalan dengan tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Sebaliknya *Economic Value Added* (EVA) yang negatif menunjukkan bahwa nilai perusahaan menurun karena tingkat pengembalian lebih rendah dari biaya modal.

Terdapat banyak cara untuk meningkatkan *Economic Value Added* (EVA), yaitu (Young S David and O'bryne Stephen, 2001) :

1. Meningkatkan laba operasional tanpa memasukkan lebih banyak tambahan modal baru kedalam investasi perusahaan.
2. Mengurangi biaya modal yang terjadi dengan cara menghentikan investasi jika tambahan modal yang diinvestasikan lebih dari biaya untuk mendapatkan tambahan modal tersebut.
3. Restrukturisasi modal, dengan mengurangi biaya modal (*Cost of Capital*)
4. Likuidasi aset-aset yang tidak dapat menghasilkan keuntungan lebih besar dari modal yang ditanamkan.

5. Meningkatkan proyek investasi yang menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih dari biaya modal yang diinvestasikan atau membatasi bahkan mengurangi proyek investasi yang menghasilkan tingkat pengembalian yang kurang dari biaya modal.

Cara-cara untuk meningkatkan *Economic Value Added* (EVA) tersebut akan sangat bergantung pada peran SDM perusahaan. Untuk memaksimalkan SDM, perusahaan dapat merekrut, melatih dan menggunakan karyawan yang dapat memberi pertambahan nilai selain itu membangun budaya memiliki (*sense of belonging*) dan membangun sistem SDM yang baik.

Secara sederhana *Economic Value Added* (EVA) dapat dinyatakan dalam tabel sbb :

TABEL 2.1.

TOLOK UKUR *ECONOMIC VALUE ADDED* (EVA)

Nilai EVA	Pengertian	Laba Perusahaan
$EVA > 0$	Ada nilai ekonomis lebih, setelah perusahaan membayarkan semua kewajiban pada para penyandang dana/kreditur sesuai ekspektasinya.	Positif
$EVA = 0$	Tidak ada nilai ekonomis lebih, tetapi perusahaan mampu membayarkan semua kewajibannya pada para penyandang dana/kreditur sesuai dengan ekspektasinya.	Positif
	Perusahaan tidak mampu	Tidak dapat ditentukan,

EVA < 0	membayarkan kewajiban pada para penyanggah dana/kreditur sebagaimana nilai yang diharapkan ekspektasinya tidak dapat dicapai.	namun jika pun ada laba tidak sesuai dengan yang diharapkan.
---------	---	--

Dalam perhitungan *Economic Value Added* (EVA) yang menghasilkan *Economic Value Added* (EVA) positif menandakan tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal. Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai (*create value*) dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan, sebaliknya *Economic Value Added* (EVA) yang negatif menandakan bahwa nilai perusahaan berkurang karena tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah dari yang diinginkan investor. Formula dasar *Economic Value Added* (EVA) adalah sebagai berikut :

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Capital Charge}$$

$$= (\text{EAT} + \text{Beban bunga}) - (\text{Invested Capital} \times \text{WACC})$$

Dalam *Net Operating After Tax* (NOPAT), depresiasi tetap dianggap sebagai biaya sehingga penyesuaian-penyesuaian juga perlu dilakukan terhadap *Net Operating After Tax* (NOPAT) yaitu dengan menambahkan perubahan periodik atau pertambahan ekuitas pada laba (Saiful M Ruky, 1999). Oleh Stewart disarankan bahwa dalam perhitungan *Net Operating After Tax* (NOPAT) dilakukan beberapa penyesuaian menurut SAK untuk menghilangkan kemungkinan adanya distorsi yang muncul. Penyesuaian dirancang untuk menghilangkan beban bukan kas seperti biaya pajak yang ditangguhkan, amortisasi goodwill dan penambahan hutang tak tertagih. Penyesuaian dilakukan dengan menambahkan cadangan-cadangan ekuitas seperti cadangan piutang tak

tertagih, amortisasi goodwill, dan aktiva berwujud yang dikapitalisasi seperti biaya penelitian dan pengembangan perusahaan ke dalam *Net Operating After Tax* (NOPAT). Tetapi karena adanya keterbatasan dalam penelitian ini yaitu kesulitan dalam menentukan jenis-jenis penyesuaian yang akan digunakan maka tidak dilakukan penyesuaian pada NOPAT. Selain itu dengan tidak dilakukannya penyesuaian juga tidak mempengaruhi nilai *Economic Value Added* (EVA) karena penyesuaian yang dilakukan memiliki dampak yang kecil terhadap laba. Jadi bagi kebanyakan perusahaan, asumsi tanpa penyesuaian merupakan titik awal dalam perhitungan *Economic Value Added* (EVA) sehingga akan dapat mudah untuk diatur dan dipahami.

2.1.1.2. Komponen Modal Sebagai Pembentuk *Economic Value Added* (EVA)

Investasi perusahaan diasumsikan dibiayai oleh modal. Biaya modal untuk investasi manapun (proyek, bisnis, perusahaan) adalah tingkat dari pengembalian yang diharapkan oleh penyedia dana, jika modal itu diinvestasikan ketempat lainnya dalam suatu proyek atau perusahaan dengan risiko yang sebanding. Biaya modal berdasarkan pengembalian yang diharapkan bukan pada pengembalian historis. Biaya modal menunjukkan besarnya kompensasi atau pengembalian yang dituntut investor atas modal yang diinvestasikan di perusahaan. Jadi biaya modal adalah biaya kesempatan yang mencerminkan pengembalian yang diharapkan investor dari investasi lain dengan risiko yang serupa.

Modal berasal dari 2 sumber dana yaitu hutang dan ekuitas. Jenis ekuitas dapat dibedakan menjadi 2 macam ekuitas yaitu ekuitas internal (laba yang ditahan) dan ekuitas eksternal (emisi saham biasa). Setiap sumber dana, baik hutang maupun modal memiliki *Cost of Capital* (biaya modal). Total biaya modal menunjukkan besarnya kompensasi/pengembalian yang dituntut investor atas modal yang diinvestasikan di perusahaan. Kompensasi yang diterima oleh pemilik ekuitas yaitu pemegang saham dan para investor dalam bentuk deviden dan *capital gain*. Besarnya kompensasi tergantung pada tingkat risiko perusahaan yang bersangkutan. Biaya modal penting dipertimbangkan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan agar dapat mengambil keputusan yang tepat dalam berinvestasi

2.1.1.2.1. Biaya Modal Hutang ($Cost\ of\ Debt = K_d$)

K_d adalah *rate* yang harus dibayarkan perusahaan didalam pasar sekarang untuk mendapatkan hutang jangka panjang yang baru. Adanya pembayaran bunga oleh perusahaan akan mengurangi besarnya Pendapatan Kena Pajak (PKP) maka k_d atau ongkos modal hutang harus dikoreksi dengan faktor tersebut $(1-t)$, dengan t adalah tingkat pajak yang dikenakan.

Pajak atas ongkos modal hutang yang dikenakan pada penelitian ini dinotasikan dengan t . Berdasarkan undang-undang perpajakan, laba perusahaan sebelum pajak (*earning before tax*) akan dikenakan pajak progresif sebesar 10%, 15%, dan 30%, tetapi pada penelitian ini tanpa mengurangi keakurasian data

digunakan tarif pajak tunggal yaitu sebesar pajak maksimum 30% untuk tiap-tiap perusahaan.

Perhitungan ongkos modal hutang setelah pajak, dapat ditentukan dengan menggunakan rumusan berikut :

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

2.1.1.2.2. Biaya Modal Saham/Ekuitas (*Cost of Equity = Ke*)

Jika para investor menyerahkan dana berupa modal saham (*equity*) kepada perusahaan, mereka berhak untuk mendapatkan pembagian deviden dimasa yang akan datang. Besarnya deviden tidak ditentukan pada saat investor menyerahkan dananya akan tetapi bersifat tidak tentu, tergantung kinerja perusahaan dimasa yang akan datang. Hal ini sangat berbeda dengan modal hutang karena sudah ada kepastian tingkat bunga yang disetujui.

Ada 3 metode pendekatan untuk menentukan ongkos modal saham (*Ke*) antara lain :

1. Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Model ini melihat tingkat hasil yang diharapkan investor, dengan rumus :

$$Ke = \text{Risk free rate} + \text{Risk premium}$$

$$Ke = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

r_f = tingkat bunga investasi yang bisa diperoleh tanpa risiko (*risk free rate*)

r_m = tingkat bunga investasi rata-rata dari keseluruhan pasar

β = koefisien beta saham yang merupakan indeks risiko saham perusahaan ke-

2. Discounted Cashflow Model (DCF).

Pengertian ini diambil dalam pendekatan penilaian yang dinamakan arus kas yang didiskontokan (*the discounted cashflow/DCF*). Tingkat diskonto mencerminkan nilai waktu dari uang yakni investor lebih suka mendapatkan uangnya sekarang daripada besok dan premi risiko yang mencerminkan tambahan pengembalian yang dituntut oleh investor. Pendekatan ini secara ringkas dirumuskan:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Model ini melihat K_e sebagai nilai deviden/harga saham ditambah dengan pertumbuhan dari deviden tersebut (asumsi pertumbuhan saham konstan), dimana $g = ERR(r)$, dimana ERR atau *retention ratio* diperoleh = $(1 - \text{payout rate})$. *Payout Rate* diperoleh dari pembagian antara deviden per lembar saham dengan laba per lembar saham.

3. Company's Bond Yield.

Model ini memperkirakan tingkat return yang akan diperoleh dengan menambahkan premi risiko pada obligasi, dimana *company bond yield* diperoleh dari perusahaan yang memiliki obligasi (dinyatakan dalam kas) dan *risk premium* pada pendekatan ini adalah premi yang diharapkan melebihi *bond yield* perusahaan dengan

maksud menarik investor untuk investasi pada obligasi yang lebih berisiko.

$$K_e = \text{Company own bond yield} + \text{Risk premium}$$

Premi resiko yang digunakan sebesar 5%, rata-rata premi resiko yang digunakan di pasar modal.

Untuk menghitung K_e perlu pendekatan berdasarkan tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan oleh pemegang saham maka harus berdasarkan nilai pasar yang berlaku dan bukan nilai buku.

2.1.1.2.3. Invested Capital

Dalam hal ini yang dimaksud dengan Invested Capital adalah jumlah semua modal yang diinvestasikan di perusahaan tersebut. Cara menghitungnya ada 2 macam pendekatan yaitu (*Young S David and O'bryne Stephen F, 2001*) :

a. Pendekatan Operasional (*Operating Approach*);

$$\text{➤ Invested Capital} = \text{Excess Cash} + \text{WRC} + \text{Fixed Assets}$$

$$\begin{aligned} *WRC = & (\text{Inventories} + \text{Receivables} + \text{Other Current} \\ & \text{Assets} + \text{Operating Cash}) - (\text{Account Payable} + \\ & \text{Accrued Expenses} + \text{Advance from Customers}) \end{aligned}$$

b. Pendekatan Keuangan (*Financing Approach*);

$$\begin{aligned} \text{➤ Invested Capital} = & \text{Short term Debt} + \text{Long term Debt} + \\ & \text{Other Long term Liabilities} + \\ & \text{Shareholder's Equity} \end{aligned}$$

Satu hal yang terpenting disini adalah tidak ada masalah dengan pemilihan pendekatan dalam menghitung Invested Capital karena hasil perhitungannya pasti sama.

2.1.1.2.4. Struktur Modal Optimal

Merupakan prosentase yang seimbang dari masing-masing komponen hutang dan modal yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang menetapkan struktur modal yang optimal akan menghasilkan keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian sehingga akan memaksimalkan harga saham.

2.1.1.2.5. Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC)

Setiap perusahaan memiliki struktur modal optimal yang merupakan perpaduan antara utang, saham preferen, saham biasa yang memaksimalkan harga saham perusahaan tersebut. Biaya modal suatu perusahaan bergantung tidak hanya pada biaya utang dan pembiayaan ekuitas tetapi juga seberapa banyak dari masing-masing itu dimiliki dalam struktur modal. Hubungan ini digabungkan dalam biaya Modal Rata-Rata Tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*) atau WACC.

Weighted Average Cost of Capital (WACC) adalah jumlah biaya dari setiap komponen modal (hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, dan ekuitas pemegang saham) ditimbang berdasarkan proporsi relatifnya dalam struktur modal perusahaan pada nilai pasar. *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) dihitung sebagai berikut :

$$\text{WACC} = [(K_i \times \text{komposisi hutang jangka pendek}) + (K_d \times \text{komposisi hutang jangka panjang}) + (K_e \times \text{komposisi ekuitas})]$$

Dalam menghitung *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) suatu perusahaan kita perlu mengetahui yang berikut ini :

- Jumlah hutang dalam struktur modal (berdasarkan nilai pasar)
- Jumlah ekuitas dalam struktur modal (berdasarkan nilai pasar)
- Biaya hutang
- Tingkat pajak
- Biaya ekuitas

Biaya hutang adalah tingkat sebelum pajak yang dibayar perusahaan kepada pemberi pinjaman. Jika perusahaan memiliki beberapa sumber pembiayaan hutang, masing-masing dengan tingkat berbeda, biaya hutang yang digunakan dalam rumus WACC adalah suatu rata-rata tertimbang.

2.1.1.3. Keunggulan dan Manfaat *Economic Value Added* (EVA)

Selain penggunaan *Economic Value Added* (EVA) untuk kepentingan *valuation*, *Economic Value Added* (EVA) memiliki keunggulan sebagai berikut :

1. *Economic Value Added* (EVA) memfokuskan penilaiannya pada nilai tambah dengan memperhitungkan beban biaya modal sebagai konsekuensi investasi.
2. Penilaian *Economic Value Added* (EVA) relatif mudah dilakukan hanya saja perhitungan biaya modal memerlukan data yang lebih banyak dan analisa yang lebih mendalam.

3. *Economic Value Added* (EVA) dapat digunakan secara mandiri tanpa membutuhkan data pembanding seperti standar industri dari perusahaan sejenis.
4. Penilaian dengan *Economic Value Added* (EVA) dimasa yang akan datang dapat mengakibatkan perusahaan untuk lebih memperhatikan kebijakan struktur modalnya.
5. Penggunaan *Economic Value Added* (EVA) meminimalkan terjadinya *misleading* dalam membuat kesimpulan atas kondisi perusahaan yang sesungguhnya.
6. *Economic Value Added* (EVA) membantu manajemen puncak untuk memfokuskan kegiatan usaha mereka, yaitu memperoleh *Economic Value Added* (EVA) setinggi mungkin agar para pemegang saham mendapatkan penghasilan atau *return* yang maksimal. Sehingga akan mengurangi konflik umum yang terjadi antara pihak manajemen dan pemilik perusahaan.

Memfokuskan pada peningkatan *Economic Value Added* (EVA) akan menghasilkan 2 keuntungan yaitu perhatian manajemen akan terfokus pada tanggung jawab utamanya yaitu meningkatkan kesejahteraan investor dengan cara memilih investasi yang akan memaksimalkan *return* dan meminimumkan biaya dan mengurangi atau menghilangkan distorsi yang disebabkan oleh penggunaan data akuntansi secara *historical cost*.

Keuntungan perusahaan yang mengadopsi EVA adalah penggunaan *Economic Value Added* (EVA) akan menghasilkan persepsi yang sama dalam

membuat keputusan khususnya keputusan jangka panjang dalam mengevaluasi kinerja unit-unit organisasi dalam perusahaan dan mengevaluasi kinerja manajer dalam berbagai level. Kinerja para manajer dapat diukur dengan seberapa besar nilai yang berhasil diciptakan manajer pada setiap pilihan strategi. *Economic Value Added* (EVA) akan menghilangkan kesulitan yang timbul akibat penggunaan satu ukuran keuangan.

2.1.1.4. Kelemahan *Economic Value Added* (EVA)

Disamping keunggulan-keunggulan *Economic Value Added* (EVA) yang telah diuraikan diatas, penggunaan *Economic Value Added* (EVA) juga memiliki kelemahan yaitu :

1. *Economic Value Added* (EVA) hanya mengukur hasil akhir (*outcome*), konsep ini tidak mengukur aktifitas-aktifitas penentu lainnya (*driver*) seperti loyalitas konsumen.
2. Perhitungan *Economic Value Added* (EVA) cukup rumit, perhitungan yang akurat sangat sulit dilakukan karena konsep *Economic Value Added* (EVA) sangat bergantung pada kelengkapan data perusahaan.
3. *Economic Value Added* (EVA) hanya menggambarkan penciptaan nilai pada suatu tahun tertentu padahal nilai suatu perusahaan merupakan akumulasi *Economic Value Added* (EVA) selama umur perusahaan.

4. Naik turunnya *Economic Value Added* (EVA) dapat dipengaruhi gejolak di pasar modal, dalam arti *Economic Value Added* (EVA) masih mengandung unsur keberuntungan.
5. Konsep ini sangat bergantung pada transparansi internal dalam perhitungan *Economic Value Added* (EVA) secara tepat dan akurat. Dalam kenyataannya seringkali perusahaan kurang transparan dalam mengemukakan kondisi internalnya.
6. *Economic Value Added* (EVA) merupakan tolak ukur jangka pendek, mendorong perusahaan untuk investasi dengan biaya modal yang rendah, sehingga akan mengurangi resiko padahal investasi dengan pengembalian yang besar mempunyai resiko yang besar pula.
7. *Economic Value Added* (EVA) terlalu bertumpu pada keyakinan bahwa investor sangat mengandalkan pendekatan fundamental dalam mengkaji dan mengambil keputusan untuk menjual atau membeli saham tertentu, padahal faktor-faktor lainnya terkadang lebih dominan.
8. *Economic Value Added* (EVA) bukan merupakan tolak ukur kinerja yang baik karena hanya mengukur kinerja keuangan perusahaan. Berbeda dengan *Balance Scorecard* yang mengukur kinerja bisnis tidak hanya dari sisi keuangan tetapi juga dari sisi pelanggan, proses internal serta pembelajaran dan pertumbuhan.

Economic Value Added (EVA) hanya merupakan tolak ukur jangka pendek yang mendorong pengalokasian dana perusahaan untuk investasi dengan

biaya modal yang rendah. Investasi dengan biaya modal yang rendah memiliki resiko yang rendah juga sehingga secara tidak langsung *Economic Value Added* (EVA) mendorong perusahaan untuk menghindari risiko yang sangat tinggi. Stewart mengatakan bahwa terdapat beberapa kesalahan yang terjadi di perusahaan dalam mengimplementasikan *Economic Value Added* (EVA) sehingga penerapannya menjadi lemah. Contoh kesalahan yang mungkin terjadi saat pengimplementasian *Economic Value Added* (EVA) adalah *Economic Value Added* (EVA) tidak digunakan untuk mengendalikan dan mengarahkan operasi dan strategi perusahaan, kesalahan dalam menentukan biaya-biaya modal, pengimplementasian *Economic Value Added* (EVA) yang terlalu cepat, tidak adanya training untuk menyebarkan *Economic Value Added* (EVA) secara luas dan kurangnya komitmen para manajer perusahaan terhadap *Economic Value Added* (EVA).

2.1.2. *Market Value Added* (MVA)

Selisih antara nilai perusahaan (nilai pasar kapital) dan nilai buku kapital disebut *market value added* atau MVA. Karena dalam nilai perusahaan dan nilai buku kapital terdapat komponen hutang yang sama maka *Market Value Added* (MVA) juga merupakan selisih antara nilai pasar ekuitas (total kapitalisasi saham dipasar modal) dan nilai buku ekuitas (Saiful M Ruky, 1999). Dengan demikian *Market Value Added* (MVA) adalah :

$$\text{MVA} = \text{Market Value} - \text{Invested Capital}$$

$$= \text{Nilai Pasar} - \text{Modal yang telah diinvestasikan}$$

Nilai pasar perusahaan adalah jumlah nilai pasar dari semua modal terhadap perusahaan oleh pasar modal pada tanggal tertentu. Nilai pasar mencerminkan keputusan pasar mengenai bagaimana manajer yang sukses telah menginvestasikan modal yang sudah dipercayakan kepadanya, dalam mengubahnya menjadi lebih besar. Semakin besar *Market Value Added* (MVA), semakin baik. *Market Value Added* (MVA) negatif berarti nilai dari investasi yang dijalankan manajemen kurang dari modal yang diserahkan kepada perusahaan oleh pasar modal berarti kekayaan telah dimusnahkan.

Stewart meyakini dan mempopulerkan *Market Value Added* (MVA) sebagai suatu ukuran yang paling tepat untuk menilai sukses tidaknya perusahaan dalam menciptakan kekayaan bagi pemilik. Jadi kekayaan atau kesejahteraan pemilik perusahaan (pemegang saham) akan bertambah bila *Market Value Added* (MVA) bertambah.

Perusahaan dapat meningkatkan *Market Value Added* (MVA) dengan cara meningkatkan nilai *Economic Value Added* (EVA) yang merupakan pengukuran internal kinerja operasional perusahaan tahunan, dengan demikian *Economic Value Added* (EVA) memiliki hubungan yang kuat baik dengan *Market Value Added* (MVA) beberapa periode waktu ataupun perubahan per periode waktu. *Market Value Added* (MVA) meningkat jika modal yang diinvestasikan mendapatkan tingkat pengembalian lebih besar daripada biaya modal.

Masalah yang mungkin timbul adalah *Market Value Added* (MVA) mengabaikan kesempatan biaya modal yang diinvestasikan dalam perusahaan. Nilai positif *Market Value Added* (MVA) cenderung memberikan penilaian yang

lebih besar dari tambahan kekayaan investor yang sesungguhnya. Jalan keluar untuk masalah dengan *Market Value Added* (MVA) adalah dengan kelebihan pengembalian (*excess return*). Kelebihan pengembalian didefinisikan sebagai perbedaan antara kekayaan sebenarnya dan kekayaan yang diharapkan pada akhir dari periode pengukuran.

2.1.3. Hubungan *Economic Value Added* (EVA) dengan *Market Value Added* (MVA)

Economic Value Added (EVA) merupakan pengukur kinerja internal, dimana menilai kemampuan manajer dalam 1 tahun berjalan. *Market Value Added* (MVA) merupakan pengukur kinerja eksternal dan hanya dapat diukur jika perusahaan telah *Go Public*. *Market Value Added* (MVA) merupakan *Net Present Value* (NPV) perusahaan. Hal tersebut tercermin pada proyek investasi yang akan diterima. Sebuah proyek investasi akan diterima bila nilai kini arus kas bersih lebih besar daripada biaya investasi. Jika *Net Present Value* (NPV) positif berarti kesejahteraan investor bertambah. *Market Value Added* (MVA) baik positif atau negatif adalah perkiraan pasar modal tentang *Net Present Value* (NPV) proyek-proyek investasi perusahaan, baik yang telah maupun yang akan terjadi dimasa mendatang. Dengan demikian *Market Value Added* (MVA) adalah hasil kumulatif kinerja perusahaan yang dihasilkan oleh berbagai investasi yang telah dilakukan maupun yang akan dilakukan. *Market Value Added* (MVA) mencerminkan seberapa sukses investasi baru dimasa datang. Dengan demikian

Market Value Added (MVA) mencerminkan seberapa besar kemampuan manajemen dalam menciptakan kekayaan bagi para pemilik kapital.

Nilai kini dari total *Economic Value Added* (EVA) mendatangkan suatu perusahaan akan mengindikasikan nilai *Market Value Added* (MVA)-nya. Karena itu, *Economic Value Added* (EVA) dianggap sebagai kunci bagi setiap usaha untuk memaksimalkan *Market Value Added* (MVA) dan sebagai alat ukur terbaik dalam menilai sukses tidaknya sebuah perusahaan. *Market Value Added* (MVA) juga merupakan nilai kini (PV) seluruh proyeksi *Economic Value Added* (EVA) selama umur perusahaan yaitu nilai kini *Economic Value Added* (EVA) tahun pertama, kedua, ketiga dan seterusnya selama periode waktu tetap dan periode waktu kekal (Saiful M Ruky, 1999). Karena itu, Stern Stewart berkeyakinan bahwa *Economic Value Added* (EVA) adalah kunci untuk penciptaan nilai perusahaan dan maksimalisasi *Market Value Added* (MVA). *Economic Value Added* (EVA) memiliki kaitan yang erat dengan setiap perubahan *Market Value Added* (MVA).

2.2. Tinjauan Penelitian Sebelumnya

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan didalam dan luar negeri, menunjukkan hasil yang berbeda keterkaitan antara *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA). Stern & Steward sebagai pencetus *Economic Value Added* (EVA) meneliti hubungan *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) dengan menggunakan 1000 data dari *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) pada perusahaan-

perusahaan terbesar di AS. *Economic Value Added* (EVA) secara statistik mampu menjelaskan 50% dari perubahan *Market Value Added* (MVA) suatu perusahaan. Laba akuntansi hanya menjelaskan 18% dari perubahan *Market Value Added* (MVA). Selanjutnya penelitian yang dilakukan Dodd & Chen (1996) menemukan bahwa *Return on Assets* (ROA) lebih berpengaruh terhadap stock return 24,5% dibandingkan dengan *Economic Value Added* (EVA) 20,2%. Penelitian lainnya adalah penelitian yang dilakukan oleh Lehn & Makhija (1996) yang meneliti pengaruh *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) pada 241 perusahaan besar di USA. Lehn & Makhija menghitung 6 pengukur kinerja yaitu *Return on Assets* (ROA), *Return on Equity* (ROE), *Return on Sales* (ROS), tingkat kebalikan saham (*stock return*) serta *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) perusahaan tersebut pada setiap tahun yang diuji. Hasil pengujian menyimpulkan bahwa semuanya menunjukkan hubungan yang positif.

Stephen F O'Byrne (1996) mengatakan bahwa berdasarkan riset yang dilakukannya di pasar modal New York (NYSE), perubahan *Economic Value Added* (EVA) dalam 5 tahun menjelaskan perubahan nilai pasar saham sebesar 74%. Sementara perubahan earning pada periode yang sama menjelaskan perubahan sebesar 24%.

Berbeda dengan penelitian yang dilakukan di dalam negeri, seperti penelitian Mike Rousana (1997), melakukan penelitian terhadap 30 perusahaan terbuka di BEJ yang mewakili industri pemenuhan kebutuhan infrastruktur ekonomi selama periode 5 tahun menyimpulkan bahwa *Economic Value Added*

(EVA) justru independent terhadap *Market Value Added* (MVA) dan tidak terdapat hubungan antara *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA).

Hartono dan Chendrawati (1999) di BEJ, yaitu pada saham yang termasuk pada LQ 45, dimana *Return on Assets* (ROA) berdampak lebih signifikan pada *share return* dibanding *Economic Value Added* (EVA). Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Hendrayati (1999), pada industri farmasi, menunjukkan bahwa tidak ditemukan korelasi *Economic Value Added* (EVA) dengan harga saham yang tercermin melalui nilai *Market Value Added* (MVA). Dan penelitian yang dilakukan Sartono & Setiawan (1999) pada 68 perusahaan pada industri non jasa keuangan tidak diperoleh hubungan yang signifikan.

2.3. Formulasi Hipotesis

Market Value Added (MVA) adalah selisih antara nilai perusahaan (nilai pasar kapital) dan nilai buku kapital. Stern Stewart & Co. meyakini dan mempopulerkan *Market Value Added* (MVA) sebagai ukuran yang paling cocok untuk sukses tidaknya suatu perusahaan dalam menciptakan kekayaan bagi pemilik. Kekayaan atau kesejahteraan pemilik akan bertambah bila *Market Value Added* (MVA) bertambah. *Market Value Added* (MVA) mencerminkan besarnya nilai tambah yang berhasil dikapitalisasi. Dengan demikian *Market Value Added* (MVA) mencerminkan seberapa besar kemampuan manajemen dalam menciptakan kekayaan bagi para pemilik kapital.

Stern Stewart menyatakan bahwa *Economic Value Added* (EVA) memiliki korelasi yang kuat dengan setiap perubahan dan penciptaan nilai *Market Value Added* (MVA) pada pasar modal di AS dan di negara lain. Nilai kini dari total *Economic Value Added* (EVA) mendatang suatu perusahaan akan mengindikasikan nilai *Market Value Added* (MVA)-nya. Jadi *Market Value Added* (MVA) merupakan nilai kini (PV, *Present value*) seluruh proyeksi *Economic Value Added* (EVA) selama umur perusahaan, yaitu nilai kini *Economic Value Added* (EVA) tahun pertama, kedua, ketiga, dan seterusnya. Karena itu *Economic Value Added* (EVA) dianggap sebagai kunci bagi setiap usaha untuk memaksimalkan *Market Value Added* (MVA) dan sebagai alat ukur terbaik dalam menilai sukses tidaknya suatu perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis alternatif yang diajukan adalah sebagai berikut :

- HA 1 = Terdapat hubungan searah antara *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA).
- HA 2 = Terdapat hubungan searah antara ΔEVA dan ΔMVA .

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Lokasi Penelitian

Penulis mengambil data untuk penelitian dari pojok BEJ UGM dan UII. Pojok BEJ UGM dan UII adalah ruangan yang berguna bagi mahasiswa ataupun khalayak umum yang memerlukan semua data atau informasi yang berhubungan dengan bursa efek secara *up to date* (terkini) karena ruangan ini langsung berhubungan dengan BEJ pusat.

3.2. Populasi

Populasi adalah keseluruhan dari objek (satuan individu-individu) yang akan diteliti atau yang karakteristiknya hendak diduga. Pada penelitian ini populasi meliputi semua perusahaan rokok yang *Go Public* yang ada di BEJ. Populasi penelitian ini diambil dari perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi dari berbagai perusahaan lain yaitu perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45. Perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45 adalah 45 perusahaan terlikuid yaitu mampu melunasi kewajiban-kewajiban finansialnya pada saat jatuh tempo dengan menggunakan aktiva lancar yang tersedia.

Dipilihnya perusahaan dalam indeks LQ 45 karena perusahaan tersebut memiliki kriteria :

1. Berada ditop 95% dari total rata-rata tahunan nilai transaksi saham di pasar reguler.

2. Berada ditop 90% dari rata-rata tahunan kapitalisasi pasar.
3. Merupakan urutan tertinggi yang mewakili sektornya dalam klasifikasi industri BEJ sesuai dengan nilai kapitalisasi pasarnya.
4. Merupakan urutan tertinggi berdasarkan frekuensi transaksi.
5. Memiliki porsi yang sama dengan sektor-sektor lainnya.

Data ini diambil dari daftar perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ 45 yang tetap bertahan selama 3 tahun, dengan periode penelitian tahun 2001 sampai dengan 2003. Periode pengamatan selama 3 tahun dimaksudkan dengan keterbatasan yang dimiliki dalam penelitian ini tetap didapatkan lebih banyak perusahaan yang diteliti sehingga diharapkan akan mendapatkan hasil penelitian yang objektif.

Metode penelitian yang dipakai adalah Purposive Sampling, dimana penelitian berdasarkan kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45 selama 3 tahun berturut-turut yaitu dari tahun 2001, 2002 dan 2003. Tujuan pemilihan ini adalah untuk mengarahkan penelitian pada perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi, yang tentunya mempunyai kinerja yang lebih baik.
2. Terdapat perhitungan beban bunga/tahun dalam laporan keuangan tahunan perusahaan.

3.3. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data

Sumber data yang diperlukan berasal dari data sekunder yaitu dari pojok BEJ UII atau BEJ UGM. Karena data sekunder yang diambil maka validitas datanya terjamin.

Data yang digunakan untuk sampel diperoleh dari berbagai sumber berikut :

1. Pada penelitian ini dipilih perusahaan yang termasuk didalam indeks LQ 45. Data perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45 diperoleh dari pusat data pasar modal MM UGM.
2. Data biaya bunga, beban pajak, laba bersih, hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, jumlah ekuitas yang berasal dari laporan keuangan perusahaan tahun 2001 sampai dengan 2003 yang meliputi neraca, laporan laba rugi, dan catatan atas laporan keuangan diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2004 dan pusat data pasar modal (pojok BEJ) UII dan UGM.
3. Selain itu pengumpulan data diambil dari berbagai sumber seperti buku-buku referensi, majalah, jurnal, dan dari berbagai informasi yang dipublikasikan ataupun informasi non publikasi yang relevan dengan penelitian ini.

3.4. Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian

- a. *Economic Value Added* (EVA) merupakan indikator kinerja perusahaan yang dicerminkan melalui laba yang diperoleh perusahaan setelah mempertimbangkan biaya atas modal yang diinvestasikan. *Economic Value Added* (EVA) adalah laba operasional bersih setelah pajak dikurangi biaya modal. Biaya modal telah mencakup biaya bunga hutang dan biaya ekuitas atau modal sendiri. Bila laba ini lebih besar dari biaya modal maka terciptalah nilai tambah bagi perusahaan. Dalam jangka panjang, penciptaan nilai tahunan ini akan tercermin dalam *Market Value Added* (MVA).

Penilaian *Economic Value Added* (EVA) dapat dinyatakan sebagai berikut

:

- Apabila $EVA > 0$, berarti nilai EVA positif, yang menunjukkan telah terjadi proses nilai tambah pada perusahaan.
 - Apabila $EVA = 0$, menunjukkan posisi impas atau BEP (*Break Event Point*).
 - Apabila $EVA < 0$, yang berarti EVA negatif, menunjukkan tidak terjadi proses nilai tambah.
- b. *Market Value Added* (MVA) merupakan aktualisasi nilai yang diterima investor dari investasi yang telah ditanamkan yang dicerminkan dari peningkatan nilai pasar ekuitas dipasar modal.

3.5. Metode Analisa Data

3.5.1. Perhitungan *Economic Value Added* (EVA)

3.5.1.1. Menghitung Biaya Modal Hutang (Kd)

Kd dihitung dengan membagi antara biaya bunga yang terjadi pada tahun tersebut dengan total hutang awal tahun yang penjumlahan antara hutang jangka panjang dan jangka pendek pada awal tahun perusahaan. Dalam perhitungan EVA Kd (biaya modal hutang) yang dihitung hanyalah hutang yang mempunyai beban untuk membayar bunga. Pajak atas ongkos modal hutang (Kd) yang dikenakan pada penelitian ini disimbolkan dengan t . Laba perusahaan sebelum pajak akan dikenakan pajak sebesar 30%. Perhitungan ongkos modal hutang setelah pajak (Kd^*) dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$Kd = \frac{\text{Biaya Bunga}}{\text{Total Hutang yang berbunga}}$$

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

3.5.1.2. Menghitung Biaya Modal Saham (Ke)

Pada penelitian ini tanpa mengurangi keakurasian data, digunakan pendekatan *Company's Bond Yield*. Untuk menghitung Ke dengan menjumlahkan nilai Kd masing-masing perusahaan yang telah dihitung dengan premi resiko sebesar 5%. Premi resiko 5% merupakan asumsi premi resiko rata-rata di Indonesia dan dapat diterima dipasar modal.

3.5.1.3. Menghitung Invested Capital

Invested Capital adalah jumlah semua modal yang diinvestasikan di perusahaan tersebut. Dalam penelitian ini penulis menghitungnya menggunakan Pendekatan Keuangan (*Financing Approach*) yaitu :

$$\begin{aligned} \text{➤ Invested Capital} &= \text{Short term Debt} + \text{Long term Debt} + \\ &\quad \text{Other Long term Liabilities} + \\ &\quad \text{Shareholder's Equity} \end{aligned}$$

3.5.1.4. Menghitung Struktur Modal Perusahaan

Adanya perubahan struktur modal perusahaan akan mempengaruhi risiko yang terkandung dalam saham biasa perusahaan yang pada akhirnya mempengaruhi harga saham. Perusahaan yang menetapkan struktur modal yang optimal akan menghasilkan keseimbangan antara resiko dan tingkat pengembalian sehingga memaksimumkan harga saham.

Struktur modal (kapital awal perusahaan) adalah :

Hutang jangka panjang	xxx	
Ekuitas/Modal saham	xxx	
	<hr/>	+
Total Modal	xxx	

Menghitung proporsi atau komposisi masing-masing komponen :

$$\frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Modal}} = W_d$$

$$\frac{\text{Modal}}{\text{Total Modal}} = W_e$$

3.5.1.5. Menghitung WACC (*Weighted Average Cost of Capital*)

WACC atau C^* yaitu penjumlahan hasil kali antara bobot tertimbang atas komponen hutang dan komponen modal perusahaan dengan prosentase masing-masing biaya hutang (biaya modal hutang/ K_d) dan biaya modal ekuitas (biaya modal saham/ K_e) yang perumusannya sebagai berikut :

$$WACC = [(K_d \times W_d) + (K_e \times W_e)]$$

3.5.1.6. Menghitung *Net Operating After Tax* (NOPAT)

Net Operating After Tax (NOPAT) adalah laba bersih/*earning after Tax* (EAT) yang dijumlahkan dengan biaya bunga dan dikurangkan dengan penghematan pajak.

3.5.1.7. Menghitung *Economic Value Added* (EVA)

Economic Value Added (EVA) merupakan keuntungan operasional setelah pajak dikurangi dengan biaya modal. *Economic Value Added* (EVA) merupakan selisih antara tingkat pengembalian modal ($r = \text{Rate of Return on Capital}$) dengan biaya modal ($c = \text{Cost of Capital}$) dan dikalikan dengan nilai buku ekonomis dari modal (*Capital*). Formula dasar *Economic Value Added* (EVA) adalah sebagai berikut :

$$EVA = NOPAT - \text{Capital Charge}$$

$$= (\text{EAT} + \text{Beban bunga}) - (\text{Invested Capital} \times \text{WACC})$$

Formula dasar diatas menunjukkan bahwa *Economic Value Added* (EVA) adalah suatu estimasi dari laba riil (*true economic profit*) suatu perusahaan dalam satu tahun, dimana laba riil tersebut berbeda dengan laba akuntansi. Jadi *Economic Value Added* (EVA) adalah suatu pengukuran dengan memperhitungkan secara tepat semua faktor-faktor yang berhubungan dengan penciptaan nilai (*value*).

3.5.2. Perhitungan *Market Value Added* (MVA)

Market Value Added (MVA) diperoleh dengan mengurangi nilai pasar dengan modal yang telah diinvestasikan oleh investor (nilai buku ekuitas). Nilai pasar perusahaan dicerminkan dengan penjumlahan antara saham biasa, bunga minoritas, hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan hutang jangka panjang lainnya. Nilai pasar perusahaan dihitung selama 1 tahun berlangsung, hal ini dimaksudkan untuk meminimalkan pengaruh fluktuasi harga saham karena adanya faktor-faktor eksternal seperti spekulasi yang dilakukan para investor.

Sedangkan modal yang telah diinvestasikan oleh investor (nilai buku ekuitas) didapat dari penjumlahan ekuitas yang diinvestasikan di perusahaan tersebut. Data nilai pasar perusahaan dan nilai buku diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory.

3.6. Pengujian Hipotesa

Setelah didapatkan nilai *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) maka dilakukan pengujian hipotesis. Pengujian hipotesis ini dilakukan dengan :

1. Menentukan H_0 dan H_1 yang pada prinsipnya adalah menguji karakteristik populasi berdasarkan informasi yang diterima dari suatu sampel. Hipotesa alternatif yang diajukan adalah :
 - H_{A1} = Terdapat hubungan searah antara *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA).
 - H_{A2} = Terdapat hubungan searah antara ΔEVA dan ΔMVA .
2. Menentukan tingkat signifikansi ($\alpha = 5\%$), berarti resiko kesalahan mengambil keputusan adalah 5%. Semakin kecil α berarti semakin mengurangi resiko salah. SPSS biasanya memakai $\alpha = 5\%$ maka jika tingkat signifikan kurang dari 5% maka tolak H_0 dan jika signifikan lebih dari 5% maka terima H_0 karena resiko salahnya diatas standar 5%.
3. Menentukan apakah akan dilakukan uji satu sisi atau dua sisi dan melakukan analisa korelasi untuk mengetahui apakah ada korelasi antara *Economic Value Added* (EVA) dengan *Market Value Added* (MVA). Dan jika ada hubungan yang signifikan, seberapa erat hubungan tersebut. Korelasi yang dilakukan adalah analisa korelasi sederhana yaitu untuk mengetahui korelasi antara satu variabel X dengan satu variabel Y, dimana variabel X nya adalah nilai *Economic*

Value Added (EVA) dan variabel Y adalah nilai *Market Value Added* (MVA). Korelasi dapat diukur dengan 2 tahap yaitu jika korelasi positif berarti menunjukkan hubungan searah, sebaliknya jika negatif berarti hubungannya tidak searah. Yang kedua, besarnya korelasi berada diantara 0 sampai 1. Jika 0 berarti tidak ada hubungan sama sekali sedangkan jika 1 berarti ada hubungan yang sempurna antara kedua variabel tersebut. Pada umumnya jika korelasi diatas 0,5 maka ada hubungan yang erat antara 2 variabel sebaliknya jika dibawah 0,5 hubungan tersebut tidak erat.

BAB IV

ANALISA DATA DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan data berupa 2 perusahaan rokok. Dimana 2 perusahaan tersebut merupakan perusahaan yang tetap bergabung diindeks LQ 45 selama 3 tahun berturut-turut yaitu dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2003.

Berdasarkan JSX, indeks LQ 45 dihitung tiap 6 bulan (per semester). Pada tahun 2000, 2001 sampai dengan tahun 2003 terdapat hanya 2 perusahaan rokok. Perusahaan-perusahaan tersebut adalah perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ selama 2 semester (1 tahun). Jadi dengan kata lain perusahaan rokok yang tergabung dalam indeks LQ 45 selama 3 tahun berturut-turut hanya ada 2 macam yaitu :

TABEL. 4.1.
PERUSAHAAN ROKOK YANG TERGABUNG DALAM INDEKS LQ 45
SELAMA TAHUN 2001-2003

No	Perusahaan	Kode	Bidang Usaha
1.	PT. Gudang Garam. Tbk.	GGRM	Industri barang konsumsi : Rokok.
2.	PT. Hanjaya Mandala Sampoerna. Tbk	HMSP	Industri barang konsumsi : Rokok.

Sumber : Pojok BEJ MM UGM

4.1. Perhitungan *Economic Value Added* (EVA)

Rumus yang akan digunakan untuk mendapatkan nilai *Economic Value Added* (EVA) adalah $NOPAT - (WACC \times Invested\ Capital)$. Masing-masing komponen memiliki rumus perhitungan sendiri yang dijelaskan pada bab-bab sebelumnya. Contoh perhitungan *Economic Value Added* (EVA) PT. Gudang Garam Tbk (GGRM) tahun 2001 dijelaskan pada tabel berikut :

TABEL 4.2.
LANGKAH-LANGKAH DALAM MENGHITUNG EVA UNTUK
PT. GUDANG GARAM. Tbk (GGRM)
(dalam jutaan rupiah)

Langkah	1. GGRM			Keterangan
	2001	2002	2003	
1. Biaya modal hutang (Kd)				
a. Beban bunga	384,106	442,351	338,744	Laporan Laba/Rugi. Neraca. (1a) / (1b) Diketahui. [1- (1d)] (1c) x (1e)
b. Jumlah hutang	5,249,926	5,742,994	6,368,018	
c. Bunga (%)	7.3%	7.7%	5.3%	
d. Tingkat pajak perusahaan (t)	30%	30%	30%	
e. Faktor koreksi (1-t)	70%	70%	70%	
f. Biaya modal hutang (Kd*)	5.1%	5.4%	3.7%	
2. Biaya modal saham (Ke)				
a. Biaya modal saham (Ke)	10.1%	10.4%	8.7%	(1f) + 5%
3. Invested Capital				
a. Hutang jangka pendek	5,058,526	5,527,058	6,057,693	Neraca. Neraca. Neraca. Neraca. (3a) + (3b) + (3c) + (3d)
b. Hutang obligasi	-	-	-	
c. Hutang jangka panjang	191,400	215,936	310,325	
d. Ekuitas	8,198,192	9,709,701	10,970,871	
e. Total Invested Capital	13,448,118	15,452,695	17,338,869	
4. Struktur modal				
a. Hutang jangka panjang	191,400	215,936	310,325	Neraca. Neraca. (4a) + (4b)
b. Modal saham/ekuitas	8,198,192	9,709,701	10,970,871	
c. Total modal	8,389,592	9,925,637	11,281,196	
5. Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC)				
a. Wd	2.3%	2.2%	2.8%	(4a) / (4c)
b. We	97.7%	97.8%	97.3%	(4b) / (4c)
c. WACC	10%	10.3%	8.6%	[(1f x 5a) + (2a x 5b)]

6. EVA				
a. Laba bersih	2,087,361	2,086,891	1,838,673	Laporan Laba/Rugi.
b. Beban bunga	384,106	442,351	338,744	Laporan Laba/Rugi.
c. Beban pajak	897,730	919,819	790,742	Laporan Laba/Rugi.
d. NOPAT	1,573,737	1,609,423	1,386,675	(6a + 6b) - (6c)
e. Capital Charge	1,344,812	1,591,628	1,491,145	(3c) x (5c)
f. EVA	228,925	17,795	-104,470	(6d) - (6e)

Untuk perhitungan EVA perusahaan lainnya dapat dilihat pada lampiran

1.

Berdasarkan perhitungan diatas dapat diperoleh nilai *Economic Value Added* (EVA) pada tiap-tiap perusahaan sampel. Nilai *Economic Value Added* (EVA) pada tiap-tiap perusahaan adalah sebagai berikut :

TABEL 4.3.
NILAI *ECONOMIC VALUE ADDED* (EVA)
(dalam jutaan rupiah)

No.	Perusahaan	Nilai EVA tahun		
		2001	2002	2003
1.	PT. Gudang Garam Tbk.	288,925	17,795	(104,470)
2.	PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	(78,302)	444,140	221,275

Pada tabel diatas dapat dilihat kondisi perusahaan berdasarkan nilai *Economic Value Added* (EVA). Pada perusahaan yang menghasilkan *Economic Value Added* (EVA) positif mengindikasikan bahwa telah terjadi proses nilai tambah pada perusahaan. Konsep *Economic Value Added* (EVA) adalah mengukur nilai tambah dengan cara mengurangi biaya modal yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan perusahaan. *Economic Value Added* (EVA) merupakan indikator tentang adanya penciptaan nilai dari suatu investasi.

Jadi *Economic Value Added* (EVA) yang positif menandakan perusahaan berhasil menciptakan nilai bagi pemilik modal karena perusahaan mampu menghasilkan tingkat pengembalian yang melebihi tingkat biaya modalnya. Sebaliknya jika *Economic Value Added* (EVA) perusahaan negatif menandakan perusahaan tidak mampu membayarkan kewajiban pada para penyandang dana/kreditur dan tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah dari yang diinginkan investor.

4.2. Perhitungan *Market Value Added* (MVA)

Contoh perhitungan *Market Value Added* (MVA) untuk PT. Gudang Garam Tbk (GGRM) untuk tahun 2001 adalah :

$$MVA = \text{Market Value} - \text{Invested Capital}.$$

Contoh perhitungan *Market Value Added* (MVA) PT. Gudang Garam Tbk (GGRM) dijelaskan pada tabel berikut (*Stephen O Byrne dan David Young, 2001*) :

TABEL 4.4.
LANGKAH-LANGKAH DALAM MENGHITUNG MVA UNTUK
PT. GUDANG GARAM Tbk (GGRM)
(dalam jutaan rupiah)

Langkah	1. GGRM			2. HMSP		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
1. Nilai Pasar						
a. Saham biasa	8,650	8,300	13,600	3,200	3,700	4,475
b. Bunga minoritas	6	8	10	229,159	194,180	231,524
c. Hutang jangka pendek	5,058,526	5,527,058	6,057,693	2,673,034	2,083,641	1,710,050
d. Hutang jangka panjang	191,400	215,936	310,325	2,406,780	2,338,360	2,487,787
e. Total Nilai Pasar	5,258,582	5,751,302	6,381,628	5,312,173	4,619,881	4,433,836
2. Invested Capital						

a. Hutang jangka pendek	5,058,526	5,527,058	6,057,693	2,673,034	2,083,641	1,710,050
b. Hutang obligasi	-	-	-	1,600,000	1,600,000	1,600,000
c. Hutang jangka panjang	191,400	215,936	310,325	806,780	738,360	887,787
d. Ekuitas	8,198,192	9,709,701	10,970,871	4,161,567	5,200,893	5,768,407
e. Total Invested Capital	13,448,118	15,452,695	17,338,889	9,241,381	9,622,894	9,966,244
3. MVA = (1e) - (2e)	(8,189,536)	(9,701,393)	(10,957,261)	(3,929,208)	(5,003,013)	(5,532,408)

Jadi MVA (tahun 2001) = Nilai pasar – Modal yang diinvestasikan oleh investor.

$$= 5,258,582 - 13,448,118$$

$$= (8,189,536)$$

Untuk perhitungan MVA perusahaan lainnya dapat dilihat pada lampiran

2.

Nilai *Market Value Added* (MVA) pada tiap-tiap perusahaan dapat dilihat pada tabel dibawah ini :

TABEL 4.5.
NILAI *MARKET VALUE ADDED* (MVA)
(dalam jutaan rupiah)

No.	Perusahaan	Nilai MVA tahun		
		2001	2002	2003
1.	PT. Gudang Garam. Tbk.	(8.189.536)	(9.701.393)	(10.957.261)
2.	PT. Hanjaya Mandala Sampoerna. Tbk	(3.929.208)	(5.003.013)	(5.532.408)

Nilai *Market Value Added* (MVA) yang positif menandakan bahwa perusahaan mampu menciptakan kekayaan bagi pemegang saham. Tetapi nilai yang positif cenderung memberikan penilaian yang lebih besar terhadap

kekayaan investor yang sesungguhnya. Sebaliknya nilai *Market Value Added* (MVA) yang negatif menandakan bahwa kekayaan pemegang saham tidak dapat diciptakan. *Market Value Added* (MVA) dapat meningkat jika modal yang diinvestasikan mendapatkan tingkat pengembalian yang lebih besar daripada biaya modal.

Ada beberapa perusahaan yang *Economic Value Added* (EVA) nya positif tetapi *Market Value Added* (MVA) nya negatif, hal itu mungkin disebabkan oleh adanya faktor-faktor lain misalnya *Inside Information* yang membuat harga saham yang terbentuk di pasar modal tidak mencerminkan seluruh informasi yang ada. Selain itu mungkin adanya perbedaan pandangan para investor yang memandang bahwa perusahaan pada tahun-tahun mendatang tetap memiliki prospek yang negatif meskipun perusahaan berhasil menciptakan nilai pada tahun tersebut.

4.3. Hasil Analisa

4.3.1. Hasil Analisa korelasi *Economic Value Added* (EVA) dengan *Market Value Added* (MVA)

TABEL 4.6.
HASIL ANALISA KORELASI
Economic Value Added (EVA) DAN *Market Value Added* (MVA)

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
EVA	6	28619	734778	434865.67	246673.09
MVA	6	-1.1E+07	-3929208	-7218803	2816264.64
Valid N (listwise)	6				

Correlations

		EVA	MVA
EVA	Pearson Correlation	1.000	-.556
	Sig. (1-tailed)	.	.126
	N	6	6
MVA	Pearson Correlation	-.556	1.000
	Sig. (1-tailed)	.126	.
	N	6	6

Hasil uji statistik dengan menggunakan korelasi Pearson menghasilkan tingkat signifikan sebesar 0.126. Hasil yang diperoleh adalah tingkat signifikan lebih dari 5% ($0.126 > 0.05$) maka dapat disimpulkan H_0 diterima, H_a 1 ditolak. Jadi tidak terdapat hubungan antara variabel *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA). Koefisien korelasi sebesar - 0,556 menunjukkan nilai korelasi yang negatif. Nilai korelasi negatif menunjukkan bahwa hubungan antara kedua variabel tersebut tidak searah, kenaikan nilai *Economic Value Added* (EVA) tidak diikuti dengan kenaikan pada nilai *Market Value Added* (MVA). Tidak signifikannya korelasi antara *Economic Value Added* (EVA) dengan *Market Value Added* (MVA) membuktikan bahwa belum efisiennya pasar modal di Indonesia (BEJ), para investor belum mengemukakan sepenuhnya informasi yang tersedia. Selain itu mungkin disebabkan oleh adanya perbedaan pandangan investor yang memandang bahwa perusahaan pada tahun-tahun mendatang tetap memiliki prospek yang negatif meskipun perusahaan berhasil menciptakan nilai pada tahun-tahun tersebut. Adanya perbedaan tersebut merupakan *inside information* dimana manajer gagal memberikan atau memperoleh informasi yang benar didalam pasar.

4.3.2. Hasil Analisa korelasi Δ EVA dengan Δ MVA

Hasil penelitian diatas menunjukkan bahwa tidak ada korelasi yang signifikan antara *Economic Value Added* (EVA) dengan *Market Value Added* (MVA). Pada penelitian sebelumnya yaitu penelitian yang dilakukan oleh Rousana (1997), hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada korelasi yang signifikan antara *Economic Value Added* (EVA) dengan *Market Value Added* (MVA) pada perusahaan-perusahaan yang *listed* di BEJ. Rousana mengemukakan tidak signifikannya korelasi antara *Economic Value Added* (EVA) dengan *Market Value Added* (MVA) membuktikan bahwa belum efisiennya pasar modal di Indonesia (BEJ), para investor belum mengemukakan sepenuhnya informasi yang tersedia. Selain itu Dewanto (1998) kembali menguji pengaruh *Economic Value Added* (EVA) terhadap *Market Value Added* (MVA) di BEJ dan Dewanto mendapat kesimpulan yang sama bahwa *Economic Value Added* (EVA) tidak berkorelasi secara signifikan terhadap *Market Value Added* (MVA) namun berkorelasi secara signifikan terhadap proporsi hutang dan proporsi saham. Penelitian tersebut mengandung beberapa kelemahan yaitu mengkorelasi *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) secara langsung dan bukannya peningkatan/penurunan *Economic Value Added* (EVA) dengan peningkatan/penurunan *Market Value Added* (MVA). Karena seperti yang dikatakan Stern Stewart, yang penting bukannya nilai *Economic Value Added* (EVA) itu sendiri namun peningkatan atau penurunannya.

Berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya maka penulis ingin menguji korelasi antara Δ EVA dengan Δ MVA. Data mengenai perhitungan

Δ EVA dengan Δ MVA dapat dilihat pada lampiran 3. Dengan melakukan pengujian analisis korelasi Pearson diperoleh hasil sebagai berikut :

TABEL 4.7.
HASIL ANALISA
KORELASI Δ EVA DAN Δ MVA

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
EVA	4	-225249	505117	-9604.50	344686.51
MVA	4	-1511857	-529395	-1092731	416327.57
Valid N (listwise)	4				

Correlations

		EVA	MVA
EVA	Pearson Correlation	1.000	-.064
	Sig. (1-tailed)	.	.468
	N	4	4
MVA	Pearson Correlation	-.064	1.000
	Sig. (1-tailed)	.468	.
	N	4	4

Berdasarkan hasil pengujian diatas, diperoleh taraf signifikan sebesar 0.468 sehingga $0.468 > 0.05$. Maka dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima, H_a 2 ditolak. Jadi tidak terdapat hubungan searah antara Δ EVA dan Δ MVA. Hasil pada tabel tersebut menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara variabel Δ EVA dengan Δ MVA. Hubungan ini diindikasikan dengan menurunnya nilai *Economic Value Added* (EVA) maka *Market Value Added* (MVA)-nya pun juga akan menurun, hal tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan tidak mendapatkan respon pasar yang baik berupa menurunnya harga saham perusahaan tersebut di pasar modal. Hubungan yang tidak searah tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan tidak mampu menciptakan balikan/*Return on*

Capital (ROC) lebih besar dari biaya modal/*Cost of Capital* (COC) sehingga menunjukkan *Economic Value Added* (EVA) yang negatif dan akan memiliki nilai pasar saham yang rendah.

Sebaliknya jika *Economic Value Added* (EVA) yang dihasilkan positif maka akan menghasilkan *Market Value Added* (MVA) yang positif juga. Hal itu disebabkan keberhasilan perusahaan dalam menciptakan nilai karena *Return on Capital* (ROC) lebih besar dari *Cost of Capital* (COC)-nya, dapat menimbulkan informasi yang positif ke pasar sehingga direspon positif oleh pasar yang berakibat naiknya harga saham perusahaan.

Selain dapat digunakan untuk kepentingan *valuation* karena memiliki korelasi positif dengan *Market Value Added* (MVA), *Economic Value Added* (EVA) memberikan dasar yang jelas untuk mengevaluasi dan mengukur kinerja misalnya apakah suatu investasi atau strategi baru yang telah dilaksanakan menghasilkan *Economic Value Added* (EVA) yang wajar? Dengan mengukur penciptaan nilai tambah secara langsung dibandingkan pengukuran akuntansi secara konvensional dapat membantu perusahaan untuk memotivasi dengan baik manajernya untuk melakukan hal-hal yang benar. Karena itu *Economic Value Added* (EVA) dianggap sebagai kunci bagi setiap usaha untuk memaksimalkan *Market Value Added* (MVA) dan sebagai alat ukur yang baik dalam menilai sukses tidaknya sebuah perusahaan tetapi *Economic Value Added* (EVA) tidak akan pernah menjadi pengganti untuk strategi yang baik dan *Economic Value Added* (EVA) sendiri tidaklah dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Karena *Economic Value Added* (EVA) bukan sebuah sistem, *Economic Value Added*

(EVA) hanya sebuah indikator. *Economic Value Added* (EVA) hanya menunjukkan nilai tambah murni dari sejumlah dana yang ditanamkan dalam suatu perusahaan.

BAB V

PENUTUP

Pada bab terakhir ini dibahas mengenai kesimpulan hasil analisis data serta saran bagi pihak yang menggunakan *Economic Value Added* (EVA) sebagai penilai kinerja perusahaan.

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan pada pembahasan bab sebelumnya maka :

1. Sebagian besar perusahaan mampu menciptakan nilai *Economic Value Added* (EVA) yang positif. *Economic Value Added* (EVA) yang positif menandakan bahwa kondisi perusahaan dalam keadaan baik karena mampu menciptakan nilai tambah bagi pemilik modal yaitu dengan menghasilkan *return*/tingkat pengembalian yang melebihi tingkat biaya modalnya.
2. Pada pengujian hipotesis pertama yaitu mengkorelasikan variabel *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA), hasil pengujian menunjukkan bahwa hubungan antara kedua variabel tersebut tidak searah. Peningkatan nilai *Economic Value Added* (EVA) tidak diikuti dengan peningkatan nilai *Market Value Added* (MVA).
3. Pada pengujian hipotesis kedua yaitu mengkorelasikan antara peningkatan atau penurunan *Economic Value Added* (EVA)

dengan peningkatan atau penurunan *Market Value Added* (MVA). Hasil penelitian tersebut juga menyatakan bahwa tidak ada hubungan yang searah diantara *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA).

5.2. Keterbatasan dan Saran

Karena pada skripsi ini masih terdapat beberapa kekurangan-kekurangan, maka penulis dapat memberikan saran-saran yaitu :

1. Pada perhitungan *Economic Value Added* (EVA), penulis tidak memasukkan unsur penyesuaian maka diharapkan pada penelitian selanjutnya untuk memasukkan unsur penelitian. Tetapi penyesuaian terhadap *Economic Value Added* (EVA) seharusnya dievaluasi dengan hati-hati, disesuaikan dengan kondisi di pasar.
2. Perhitungan *Economic Value Added* (EVA) hanya berdasarkan informasi keuangan saja sehingga untuk penelitian mendatang diharapkan menggunakan informasi baik keuangan maupun non keuangan.
3. Karena keterbatasan data dalam penelitian ini maka pada penelitian yang selanjutnya dapat digunakan data yang lebih lengkap dan penggunaan rentang waktu penelitian yang lebih panjang sehingga dihasilkan kesimpulan yang lebih valid.
4. Dengan semakin ketatnya persaingan di dunia usaha maka informasi non keuangan menjadi faktor yang dapat

mempengaruhi sukses tidaknya perusahaan sehingga dimungkinkan untuk menggunakan alternatif lain selain *Economic Value Added* (EVA) yaitu dengan penggunaan *Balance Scorecard*. *Balance Scorecard* sendiri merupakan pengukuran kinerja yang didasarkan pada empat perspektif yaitu keuangan, pelanggan, proses bisnis internal dan pembelajaran serta pertumbuhan.

REFERENSI

- Ardianto Budi, *Pengaruh "EVA" Terhadap Harga-Harga Saham di BEJ Pada Awal Krismon*, Tesis S2, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta, 1999.
- Alexander Surya, *Mencermati Peringkat SWA 100*, SWA, No.21, 16-19 Oktober 2003, Hal 40.
- Bringham Eugene F, Houston, Joel F, *Manajemen Keuangan*, Edisi Kedelapan, Erlangga, Jakarta, 2001.
- G. Anto Listianto, *EVA : An Alternatif of Financial Performance Measurement*, Fokus Ekonomi, Vol 1, No 3, Desember 2003, Hal 244-254.
- Gatot Widayanto, *EVA/NITAMI : Suatu Terobosan Baru dalam Pengukuran Kinerja Perusahaan*, Usahawan, No 12, Desember 1993, Hal 50-54.
- Husniati Eka Mayasari, *Analisa Penilaian Kinerja Perusahaan dengan Metode EVA : Studi Kasus pada PT.Pupuk Kalimantan Timur, Tbk*, Skripsi Sarjana, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta, 2001.
- Kusnan M Djawahir, "Sulitnya Menciptakan Nilai Tambah Bagi Shareholders", SWA, No.21, 16-19 Oktober 2003, Hal 30-39.
- Martono dan Agus Harjito, *Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, Penerbit Ekonisia, Yogyakarta, Juli 2002.
- Prih Sarniato, "Dengan EVA Menaklukkan Wall Street", SWA, No.21, 16-19 Oktober 2003, Hal 60-62.
- R. Agus Sartono dan Kusdhianto Setiawan, *Adakah Pengaruh "EVA" Terhadap Nilai Perusahaan dan Kemakmuran Pemegang Saham pada Perusahaan Publik ?*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol 14, No.4, Oktober 1999, Hal 124-136.
- Saiful M Ruky, *Menilai Penyertaan dalam Perusahaan*, Pt. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta, 1999.
- Singgih Santosos, *Buku Latihan SPSS : Statistik Non Parametrik*, Elex Media Komputindo, Kelompok Gramedia, Jakarta, 2001.
- Sholikah Nur Rokmah dan Rina Trisnawati, *Perbandingan Economic Value Added dan Profitabilitas Perusahaan-Perusahaan di Bursa Efek Jakarta*, Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol 2, No.1, April 2003, Hal 1-4.

Teguh Poeradisastra, *Menelanjangi Fatamorgana Laba Perusahaan*, SWA, No.21. 16-19 Oktober 2003, Hal. 28-29.

Teungku Mirza dan Imbuh S, *Konsep Economic Value Added : pendekatan Untuk Menentukan Nilai Riil Perusahaan dan Kinerja Riil Manajemen*, Usahawan, No.01, Januari 1999, Hal 37-40.

Wahana Komputer, *Pengolahan Data Statistik dengan SPSS 11.5*, Edisi Pertama, Salemba Infotek, Jakarta, 2003.

Young S David and O'byrne Stephen F, *EVA dan Manajemen Berdasarkan Nilai*, Salemba Empat, Jakarta, 2001.

Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2004.

Eva.com.

[http : //jsx.co.id](http://jsx.co.id).

[http : //www. Mercercapital.com/Publication/elaw/archieve/elaw0104.htm](http://www.Mercercapital.com/Publication/elaw/archieve/elaw0104.htm).

[http : //www.uwasa.fi/-ts/eva.html](http://www.uwasa.fi/-ts/eva.html).

LAMPIRAN 1
Tabel Perhitungan EVA
(dalam jutaan rupiah)

Langkah	1. GGRM			2. HMSP			Keterangan
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	
1. Biaya modal hutang (Kd)							Laporan Laba/Rugi. Neraca. (1a) / (1b) Diketahui. [1- (1d)] (1c) x (1e)
a. Beban bunga	384,106	442,351	338,744	54,536	51,612	89,998	
b. Jumlah hutang	5,249,926	5,742,994	6,368,018	5,079,814	4,422,001	4,197,837	
c. Bunga (%)	7.3%	7.7%	5.3%	1.1%	1.2%	2.1%	
d. Tingkat pajak perusahaan (t)	30%	30%	30%	30%	30%	30%	
e. Faktor koreksi (1-t)	70%	70%	70%	70%	70%	70%	
f. Biaya modal hutang (Kd*)	5.1%	5.4%	3.7%	0.8%	0.8%	1.5%	
2. Biaya modal saham (Ke)							(1f) + 5%
a. Biaya modal saham (Ke)	10.1%	10.4%	8.7%	5.8%	5.8%	6.5%	
3. Invested Capital							Neraca. Neraca. Neraca. Neraca. (3a) + (3b) + (3c) + (3d)
a. Hutang jangka pendek	5,058,526	5,527,058	6,057,693	2,673,034	2,083,641	1,710,050	
b. Hutang obligasi	-	-	-	1,600,000	1,600,000	1,600,000	
c. Hutang jangka panjang	191,400	215,936	310,325	806,780	738,360	887,787	
d. Ekuitas	8,198,192	9,709,701	10,970,871	4,161,567	5,200,893	5,768,407	
e. Total Invested Capital	13,448,118	15,452,695	17,338,889	9,241,381	9,622,894	9,966,244	
4. Struktur modal							Neraca. Neraca. (4a) + (4b)
a. Hutang jangka panjang	191,400	215,936	310,325	2,406,780	2,338,360	2,487,787	
b. Modal saham/ekuitas	8,198,192	9,709,701	10,970,871	4,161,567	5,200,893	5,768,407	
c. Total modal	8,389,592	9,925,637	11,281,196	6,568,347	7,539,253	8,256,194	
5. Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC)							(4a) / (4c) (4b) / (4c) [(1f x 5a) + (2a x 5b)]
a. Wd	2.3%	2.2%	2.8%	36.6%	31%	30.1%	
b. We	97.7%	97.8%	97.3%	63.4%	69%	70%	
c. WACC	10%	10.3%	8.6%	4%	4.3%	5.1%	

6. EVA							Laporan Laba/Rugi.
a. Laba bersih	2,087,361	2,086,891	1,838,673	955,413	1,671,084	1,406,844	Laporan Laba/Rugi.
b. Beban bunga	384,106	442,351	338,744	54,536	51,612	89,998	Laporan Laba/Rugi.
c. Beban pajak	897,730	919,819	790,742	718,596	864,772	767,289	Laporan Laba/Rugi.
d. NOPAT	1,573,737	1,609,423	1,386,675	291,353	857,924	729,553	(6a + 6b) - (6c)
e. Capital Charge	1,344,812	1,591,628	1,491,145	369,655	413,784	508,278	(3c) x (5c)
f. EVA	228,925	17,795	-104,470	-78,302	444,140	221,275	(6d) - (6e)

LAMPIRAN 2
Tabel Perhitungan MVA
(dalam jutaan rupiah)

Langkah	1. GGRM			2. HMSP		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
1. Nilai Pasar						
a. Saham biasa	8,650	8,300	13,600	3,200	3,700	4,475
b. Bunga minoritas	6	8	10	229,159	194,180	231,524
c. Hutang jangka pendek	5,058,526	5,527,058	6,057,693	2,673,034	2,083,641	1,710,050
d. Hutang jangka panjang	191,400	215,936	310,325	2,406,780	2,338,360	2,487,787
e. Total Nilai Pasar	5,258,582	5,751,302	6,381,628	5,312,173	4,619,881	4,433,836
2. Invested Capital						
a. Hutang jangka pendek	5,058,526	5,527,058	6,057,693	2,673,034	2,083,641	1,710,050
b. Hutang obligasi	-	-	-	1,600,000	1,600,000	1,600,000
c. Hutang jangka panjang	191,400	215,936	310,325	806,780	738,360	887,787
d. Ekuitas	8,198,192	9,709,701	10,970,871	4,161,567	5,200,893	5,768,407
e. Total Invested Capital	13,448,118	15,452,695	17,338,889	9,241,381	9,622,894	9,966,244
3. MVA = (1e) - (2e)	-8,189,536	-9,701,393	10,957,261	3,929,208	5,003,013	5,532,408

LAMPIRAN 3
Tabel Perhitungan Δ EVA dengan Δ MVA
(dalam jutaan rupiah)

No.	Δ EVA	Δ MVA
1	(211,130)	(1,511,857)
2	(122,265)	(1,255,868)
3	522,442	(1,073,805)
4	(222,865)	(529,395)