

**PENGARUH ECONOMIC VALUE ADDED  
TERHADAP HARGA SAHAM DI PASAR MODAL**

(Studi Kasus Pada Bursa Efek Jakarta)

**SKRIPSI**

Diajukan untuk memenuhi dan melengkapi salah satu syarat  
dalam menempuh ujian Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi  
pada Fakultas Ekonomi Universitas Widyatama



Disusun oleh :

**NAMA : GITA EVADINI BUKIT**

**NPM : 01.01.A08**

**FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS WIDYATAMA**

Terakreditasi (*accredited*)

SK Ketua Badan Akreditasi Nasional Perguruan tinggi (BAN-PT)

Nomor: 001 /BAN-PT / AK-I / VII/ 1998.

Tanggal Agustus 1998

**BANDUNG**

**2003**

*SKRIPSI*

**JUDUL :   PENGARUH ECONOMIC VALUE ADDED TERHADAP  
          HARGA SAHAM DI PASAR MODAL**

**Disusun Oleh:**

**NAMA    : GITAEVANDINIBUKIT**

**NPM     : 01.01.A08**

Menyetujui,

Dosen Pembimbing 1

Dosen Pembimbing 2



Endang Darmawan, S.E., M.Si  
Dini Arwaty, S.E., A4o, M.Si

Mengetahui,

Dekan Fakultas Ekonomi

Ketua Jurusan Akuntansi



Prof. Dr. H. Surachman Sumawihardja, S.E

Bachtiar Asikin, S.E., M.M

## SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Gita Evadini Bukit

Tempat dan Tanggal Lahir : Dumai, 15 Juni 1980

Menerangkan bahwa skripsi judul :

**" PENGARUH ECONOMIC VALUE ADDED TERHADAP HARGA SAHAM DI PASAR MODAL "**

**(Studi Kasus Pada Bursa Efek Jakarta)**

merupakan hasil pekerjaan saya sendiri. Apabila terbukti skripsi tersebut bukan hasil pekerjaan sendiri maka saya bersedia menerima segala sanksi yang telah ditetapkan.

Demikian skripsi ini dibuat sebagaimana mestinya dan benar adanya.

Bandung, November 2003

Penulis



Gita Evadini Bukit

## ABSTRAK

Sudan memasuki tahun ke tujuh krisis melanda perekonomian Indonesia, namun tanda-tanda meredanya belum juga terlihat. Gejolak moneter dan krisis ekonomi yang terjadi di Indonesia sejak bulan Juli 1997 diawali dengan terdepresiasinya kurs Bath, mata uang Thailand, terhadap Dollar Amerika. Imbasan dari krisis moneter di Thailand ini terus berpengaruh kepada perekonomian negara-negara Asia lainnya, termasuk Indonesia. Hal ini semakin parah karena fundamental perekonomian Indonesia sendiri juga rapuh, baik karena hutang yang harus dibayarkan segera berjumlah sangat besar maupun karena persoalan ekonomi domestik seperti kredit macet, high cost economy, ketergantungan terhadap impor, monopoli, korupsi, dan lain-lain. Jatuhnya nilai Rupiah terhadap Dollar Amerika hingga melewati ambang batas psikologis mengakibatkan terjadinya kelesuan di pasar modal Indonesia. Harga suatu saham di lantai bursa dipengaruhi oleh banyak faktor, salah satunya adalah kinerja perusahaan beserta kinerja keuangannya. Konsep pengukuran kinerja yang banyak digunakan saat ini adalah alat ukur akuntansi tradisional. Informasi tersebut dapat memberikan informasi yang penting tetapi terkadang memberikan gambaran yang bias tentang kinerja perusahaan. Karena terdapat kelemahan-kelemahan dari alat ukur tradisional di atas maka penulis mencoba menampilkan pendekatan baru dalam pengukuran dan penilaian kinerja perusahaan yang dikenal dengan Economic Value Added (EVA). Konsep ini dapat berdiri sendiri tanpa perlu dibandingkan dengan perusahaan sejenis ataupun terhadap analisis kecenderungan dengan tahun-tahun sebelumnya. Perbedaan utama antara EVA dengan alat ukur tradisional tersebut adalah EVA memperhitungkan biaya modal sedangkan alat ukur tradisional tidak. EVA yang tinggi menggambarkan kinerja perusahaan yang baik, dimana berimplikasi kepada semakin meningkatnya permintaan di pasar modal, karena investor lebih percaya menanamkan modalnya kepada perusahaan yang kinerjanya baik, permintaan yang tinggi mengakibatkan kenaikan harga saham di pasar modal.

Penelitian ini mengambil judul Pengaruh Economic Value Added terhadap Harga Saham di Pasar Modal, pada perusahaan Go Public di Indonesia, yang bertujuan untuk mendapatkan bukti empiris tentang pengaruh yang signifikan antara EVA dengan harga saham di pasar modal. Penelitian ini merupakan penelitian diskriptif analitis dengan pendekatan studi kasus. Sampel data yang diambil adalah laporan keuangan dan neraca konsolidasi 2000/2001 dari 6 perusahaan yaitu Astra Indonesia, Branta Mulia, BAT Indonesia, HAM Sampoerna, Mayora Indah, UkraJaya. Untuk mengolah data tersebut peneliti menggunakan analisis regresi sederhana dengan bantuan komputer yaitu program statistik SPSS dan untuk pengujian hipotesisnya, penulis menggunakan statistik uji-t dengan tingkat keyakinan 0,95% ( $\alpha = 0,05$ ).

Hasil penelitian menyatakan bahwa  $H_0$  diterima, dan nilai koefisien determinasi ( $r^2$ ) yang diperoleh adalah 0.584, ini berarti bahwa sekitar 58,4% perubahan yang terjadi pada harga saham disebabkan oleh perubahan yang terjadi pada variabel bebas. Keeratn hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen dapat dilihat dari koefisien korelasi sebesar 76,4%.

## KATA PENGANTAR

Segala pujian, keagungan dan hormat bagi Tuhan Yesus Kristus, atas segala pemeliharaan, perlindungan serta berkat-berkat yang telah Dia berikan kepada penulis sehingga dapat menyelesaikan skripsi ini.

Skripsi yang berjudul " PENGARUH ECONOMIC VALUE ADDED TERHADAP HARGA SAHAM DI PASAR MODAL " ini diajukan untuk memenuhi salah satu syarat dalam menempuh Ujian Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Widyatama.

Dalam penulisan skripsi ini, penulis tidak terlepas dari bantuan dan dukungan berbagai pihak baik secara moril maupun materi. Untuk itu dalam kesempatan ini penulis mengucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Ibu Prof. Dr. Hj. Koesbandijah A.K., M.S., Ak. selaku Ketua Badan Pengurus Yayasan Widyatama, Universitas Widyatama
2. Bapak Endang Darmawan, S.E., M.Si sebagai dosen pembimbing pertama skripsi ini, atas segala waktu yang tersita selama memberikan pengarahan dan bimbingan kepada penulis selama proses penyusunan skripsi ini.
3. Ibu Dini Arwaty, S.E., Ak., M.Si sebagai dosen co-pembimbing yang telah ikut membantu dengan meluangkan waktu, tenaga dan pikirannya untuk memberikan bimbingan dalam penyusunan skripsi ini.
4. Bapak Drs. I Nengah Seroma, BCAT., AKT., yang telah menyediakan waktu, tenaga dan pikirannya untuk memberikan pengarahan dalam penyusunan skripsi ini.
5. Bapak Prof. Dr. Surachman Sumawiharja, S.E., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Widyatama.
6. Bapak Bachtiar Asikin, S.E., M.M selaku Ketua Jurusan Akuntansi Universitas Widyatama.
7. Kedua orangtua penulis yang sayangi dan hormati atas segala bantuan, dorongan, semangat, kesabaran serta pengorbanan yang tiada tara yang telah

diberikan yang tidak dapat dituliskan dengan kata-kata, semoga penulis diberikan kesempatan untuk membahagiakan mereka kelak.

8. Adikku tersayang Dian yang telah memberikan dorongan dan semangat dalam penyusunan skripsi ini.
9. Sem Paulus S, S.E., Stella Neralita, S.E., Esty Meilanasari, S.E., Novita Putri, S.E., Rudi Aswad, S.E. yang telah banyak membantu, memberikan masukan dan menemani penulis baik dalam suka maupun duka selama proses penyusunan skripsi ini.
10. Ane, Yanti, Dewi, Rini, Elis serta seluruh teman-teman Alih Program 2001 atas segala bantuan, dorongan dan kebersamaannya.
11. Ling Ho Choung, Rin Ying-ying, Kou Cheng dan Rong Erl yang telah setia menemani penulis atas hiburannya.
12. Seluruh pihak yang telah membantu penulis dalam penyusunan skripsi ini yang namanya tidak dapat disebutkan satu per satu.

Penulis menyadari bahwa dalam skripsi ini tidak luput dari kekurangan karena ini Penulis mohon maaf yang sebesar-besarnya. Oleh karena itu, penulis mengharapkan saran dan kritik yang membangun dari rekan pembaca.

Akhir kata penulis berharap semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak yang memerlukannya. Dan semoga Tuhan membalas amal dan kebaikan kepada pihak-pihak yang telah membantu penyusunan skripsi ini.

Bandung, November 2003

Penulis

Gita Evadini Bukit

## D AFTAR ISI

	Halaman
<b>ABSTRAK</b> .....	i
<b>KATA PENGANTAR</b> .....	ii
<b>DAFTAR ISI</b> .....	iv
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	vii
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	viii
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b> .....	ix
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	
1.1 Latar Belakang Penelitian.....	1
1.2 Identifikasi Masalah.....	4
1.3 Maksud dan Tujuan Penelitian.....	4
1.4 Manfaat Penelitian.....	5
1.5 Kerangka Penelitian.....	5
1.6 Metodologi Penelitian.....	10
1.7 Lokasi dan Waktu Penelitian.....	11
<b>BAB II TINJAUAN PUSTAKA</b>	
2.1 Konsep Economic Value Added.....	12
2.1.1 Definisi Economic Value Added.....	13
2.1.2 Penilaian Kinerja Menurut Konsep EVA.....	14
2.1.3 Langkah-langkah Perhitungan EVA.....	15
2.1.3.1 Capital.....	16
2.1.3.2 Net Operating Profit After Tax.....	17
2.1.3.3 Perhitungan Rate of Return.....	18
2.1.3.3.1 Penghapusan Distorsi Finansial.....	18
2.1.3.3.2 Penghapusan Distorsi Finansial Lain.....	19
2.1.3.3.3 Penghapusan Distorsi Akuntansi.....	20
2.1.3.4 Biaya Modal.....	24
2.1.3.4.1 Biaya Hutang.....	26

2.1.3.4.2	Biaya Modal Saham.....	27
2.1.3.4.3	Biaya Modal Saham Preferen.....	30
2.1.3.4.4	Biaya Modal Rata-rata Tertimbang.....	31
2.2	Saham.....	32
2.2.1	Jenis-jenis Saham.....	32
2.2.2	Penilaian Harga Saham.....	34
2.2.3	Faktor-faktor yang Mempengaruhi Harga Saham.....	36
2.3	Hubungan Economic Added Value dengan Harga Saham.....	38

## **BAB III OBJEK DAN METODOLOGI PENELITIAN**

3.1	Obyek Penelitian.....	40
3.1.1	Sejarah Singkat Perusahaan.....	41
3.2	Metode Penelitian.....	46
3.2.1	Teknik Pengumpulan Data.....	46
3.2.2	Metode Pengolahan dan Analisis.....	47
3.2.2.1	Analisis Regresi Linear Sederhana.....	48
3.2.2.2	Analisis Korelasi.....	48
3.2.2.3	Analisis Koefisien Determinasi.....	49
3.2.2.4	Ujit.....	50
3.2.3	Operasionalisasi Variabel.....	51
3.2.4	Pengukuran Sampel.....	52
3.2.5	Analisis Data dan Pengujian Hipotesis.....	52

## **BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN PENELITIAN**

4.1	Hasil Penelitian.....	54
4.1.1	Perhitungan Economic Value Added.....	54
4.1.2	Harga Saham.....	55
4.1.3	Pengujian Hipotesis.....	56
4.1.3.1	Analisis Regresi Linier Sederhana.....	56
4.1.3.2	Analisis Regresi Korelasi.....	57

4.2 Pembahasan.....	60
4.2.1 Hubungan Economic Value Added terhadap Harga Saham..	60
4.2.2 Pengaruh Economic Value Added terhadap Harga Saham...	60
<b>BAB V    SEMPULAN DAN SARAN</b>	<b>62</b>
5.1 Simpulan.....	62
5.2 Saran.....	63

**DAFTAR PUSTAKA**

**LAMPERAN**

## DAFTAR TABEL

<b>Tabel</b>	<b>Hal</b>
2.1 Equity Equivalent .....	21
3.1Daftar Perusahaan .....	40
3.2Interpretasi Nilai r .....	49
3.3Operasionalisasi Variabel, Indikator & Skala pengukuran .....	52
4.1Economic Value Added .....	55
4.2HargaSaham .....	55
4.3Perhitungan Variabel X dan Y.....	56

## DAFTAR GAMBAR

<b>Gambar</b>	<b>Hal</b>
3.1 Grafik Daerah Penerimaan H	50
4.1 Grafik Daerah Penerimaan H	59

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Penelitian

Sudah memasuki tahun ke tujuh krisis melanda perekonomian Indonesia, namun tanda-tanda meredanya belum juga terlihat. Gejolak moneter dan krisis ekonomi yang terjadi di Indonesia sejak bulan Juli 1997 diawali dengan terdepresiasinya kurs Bant, mata uang Thailand, terhadap Dollar Amerika. Imbasan dari krisis moneter di Thailand ini terus berpengaruh kepada perekonomian negara-negara Asia lainnya, termasuk Indonesia.

Hal ini semakin bertambah parah karena fundamental perekonomian Indonesia sendiri juga rapuh, baik karena hutang yang harus dibayarkan segera berjumlah sangat besar maupun karena persoalan ekonomi domestik seperti kredit macet, *high cost economy*, ketergantungan terhadap impor, monopoli, korupsi, dan lain-lain.

Jatuhnya nilai rupiah terhadap dollar Amerika hingga melewati ambang batas psikologis mengakibatkan terjadinya kelesuan di pasar modal Indonesia. Untuk mencegah semakin buruknya dampak dari krisis moneter ini, maka pemerintah mengeluarkan kebijakan uang ketat, yaitu dengan membatasi jumlah uang yang beredar melalui peningkatan tingkat suku bunga perbankan. Hal ini justru mengakibatkan tingkat suku bunga tersebut lebih menarik bagi investor dibandingkan tingkat pengembalian saham di pasar modal, sehingga sesuai dengan hukum *supply-demand* maka harga saham perusahaan di bursa akan jatuh dan menimbulkan kerugian di pihak investor.

Untuk menggairahkan kembali aktivitas di bursa saham dan melihat banyaknya investor asing yang berperan di pasar modal Indonesia, maka pemerintah mengeluarkan Keputusan Menteri Keuangan No. 455/KM01/1997 tentang pencabutan peraturan yang membatasi investor asing yang hanya boleh menguasai 49% saham suatu perusahaan yang diperdagangkan di lantai bursa saham tersebut (Kompas, 9 September 1997). Dengan adanya pencabutan

peraturan ini, maka diharapkan jumlah investor asing yang akan menanam investasinya di Indonesia akan semakin bertambah dan jumlah dana eksternal yang terhimpun juga akan menjadi lebih besar. Selain itu, pemerintah juga mulai menurunkan tingkat suku bunga deposito secara bertahap, yang sempat mencapai 60% per tahun pada tahun 1998 menjadi sekitar 14% per tahun saat ini.

Salah satu bidang investasi yang banyak diminati oleh para investor asing maupun dalam negeri di pasar modal adalah berbentuk saham perusahaan-perusahaan yang *Go Public*. Bagi calon investor yang rasional, keputusan investasi dalam suatu saham harus didahului oleh suatu proses analisis terhadap *variable* yang diperkirakan akan mempengaruhi harga suatu saham hal ini disebabkan oleh sifat saham yang sangat peka terhadap perubahan-perubahan yang terjadi, baik perubahan kondisi pasar uang, kinerja ekonomi maupun situasi politik dalam negeri.

Harga suatu saham di lantai bursa dipengaruhi oleh beberapa faktor, baik faktor internal maupun faktor eksternal. Faktor internal yang dimaksud adalah faktor yang berasal dari dalam perusahaan, yaitu kinerja perusahaan baik kinerja keuangannya maupun kinerja manajemen, kondisi perusahaan dan prospek perusahaan. Sedangkan faktor eksternal meliputi berbagai informasi di luar perusahaan, yaitu informasi ekonomi, politik, dan kondisi pasar. Bahkan isu-isu yang beredar saat ini pun dapat menjatuhkan harga suatu saham. Tetapi meskipun demikian, kondisi keuangan dan kinerja pada umumnya masih mempunyai pengaruh yang dominan terhadap pembentukan harga saham.

Dalam menilai kinerja suatu perusahaan, seorang investor biasanya berpandu pada prospektus dan laporan keuangan perusahaan. Ukuran yang digunakan untuk menilai kinerja sangatlah beragam dan kadang-kadang berbeda antara satu industri dengan industri lainnya. Tetapi yang biasa digunakan oleh para manajer maupun investor selama ini adalah menggunakan rasio keuangan perusahaan seperti rasio likuiditas (*current ratio, quick ratio*), rasio profitabilitas (*return on equity, return on assets, return on investments*) serta rasio solvabilitas.

Dalam menganalisis setiap ratio-rasio tersebut, angka-angka yang diperoleh dari perhitungan tersebut tidak dapat berdiri sendiri. Rasio-rasio tersebut baru dapat berarti jika:

- 1.terdapat perbandingan dengan perusahaan sejenis yang mempunyai tingkat resiko yang hampir sama.
- 2.terdapat analisis kecenderungan (*trend*) dari setiap rasio-rasio pada tahun sebelumnya.

Selain itu para manajer juga menyadari adanya kelemahan pada alat ukur akuntansi tradisional tersebut. Kelemahan alat ukur tradisional sebagai pengukur penciptaan nilai bahwa alat ukur tersebut mengabaikan adanya biaya modal, sehingga sulit untuk mengetahui apakah suatu perusahaan telah menciptakan nilai atau tidak. Alat ukur tradisional juga dapat memberikan kesimpulan yang *misleading*.

Didorong oleh adanya ketidakpuasan atas lemahnya metode penilaian yang ada sekarang ini dan juga kelemahan-kelemahan lain yang disebabkan oleh mitos pasar serta ukuran-ukuran akuntansi yang seringkali menyesatkan, maka Stewart dan Stern, analis keuangan dari Stern Steward & Co. of New York City mencetuskan konsep yang disebut *Economic Value Added (EVA)*.

EVA secara sederhana didefinisikan sebagai laba operasi setelah pajak dikurangi dengan biaya modal (*cost of capital*) dari seluruh modal yang dipergunakan untuk menghasilkan laba. Jadi EVA secara eksplisit memperhitungkan biaya modal atas ekuitas dan mengakui bahwa, karena lebih tingginya risiko yang dihadapi pemilik ekuitas, besarnya tingkat biaya modal atas ekuitas adalah lebih tinggi daripada tingkat biaya modal atas hutang. Kenyataan ini sering diabaikan oleh banyak perusahaan dewasa ini karena banyak yang menganggap bahwa dana ekuitas yang diperoleh dari pasar modal adalah dana murah yang tidak perlu dikompensasikan dengan tingkat pengembalian yang tinggi. Anggapan bahwa dana ekuitas adalah dana murah antara lain karena tidak diperhitungkannya biaya modal atas ekuitas dalam Laporan Laba Rugi sehingga seolah-olah dana ekuitas tersebut adalah gratis. Penggunaan EVA yang secara eksplisit memasukkan biaya modal atas ekuitas akan mengubah pandangan ini dan

memaksa perusahaan-perusahaan untuk selalu berhati-hati dalam menentukan kebijaksanaan struktur modalnya. Selain itu, dengan menggunakan konsep EVA maka manajemen dipaksa untuk mengetahui beberapa *the true cost of capital* dari bisnisnya sehingga tingkat pengembalian bersih dari modal dapat diperlihatkan dengan jelas dan berapa jumlah sebenarnya dari modal yang diinvestasikan ke dalam bisnis dengan tidak terpaku pada aturan-aturan akuntansi yang memperlakukan investasi seperti penelitian dan pengembangan, dan pelatihan karyawan, sebagai expense.

Dengan kelebihan dari EVA, maka penulis ingin melihat apakah Economic Value Added memberikan pengaruh yang signifikan terhadap harga saham suatu perusahaan di pasar modal. Berdasarkan latar belakang tersebut penulis tertarik untuk melakukan penelitian mengenai Economic Value Added dan pengaruhnya terhadap harga saham dan hasilnya akan dituangkan dalam skripsi yang berjudul "**Pengaruh Economic Value Added Terhadap Harga Saham di Pasar Modal**".

## **1.2 Identifikasi Masalah**

Berdasarkan latar belakang di atas, penulis mengidentifikasi masalah-masalah sebagai berikut:

1. Bagaimana hubungan *Economic Value Added* dengan harga saham di pasar modal ?
2. Berapa besar pengaruh *Economic Value Added* terhadap harga saham di Pasar modal?

## **1.3 Maksud dan Tujuan Penelitian**

Penelitian ini dilakukan dengan maksud untuk mempelajari Economic Value Added sebagai pengukur kinerja keuangan dan pengaruhnya terhadap harga saham di pasar modal. Sesuai dengan perumusan masalah tersebut diatas, maka tujuan penelitian ini adalah untuk:

1. Untuk mengetahui hubungan *Economic Value Added* dengan harga saham dipasar modal.

2. Untuk mengetahui pengaruh *Economic Value Added* terhadap harga saham di pasar modal.

#### **1.4 Manfaat Penelitian**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang terkait dengan permasalahan ini. Beberapa pihak yang dapat mengambil manfaat dari penelitian ini adalah:

1. Bagi penulis, penelitian ini dapat menambah pengetahuan *Economic Value Added* sebagai pengukur kinerja keuangan perusahaan serta pengaruhnya terhadap harga saham di pasar modal.
2. Bagi perusahaan yang telah tercatat di pasar modal, hasil penelitian ini dapat menunjukkan apakah *Economic Value Added* sebagai pengukur kinerja perusahaan benar-benar mencerminkan nilai yang berhasil diciptakan oleh perusahaan tersebut dari total modal yang diinvestasikan sehingga berpengaruh terhadap harga saham di pasar modal.
3. Bagi pihak-pihak lain, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan pengetahuan dan dapat menjadi referensi untuk mengkaji topik-topik yang berkaitan dengan masalah yang dibahas dalam penelitian ini.

#### **1.5 Kerangka Pemikiran**

Menurut Fess and Warren dalam bukunya *Accounting Principles* yang diterjemahkan oleh Hyginus Ruswinarto (1997:8): "Akuntansi merupakan bahasa dunia usaha atau *The Language of Business* karena fungsi dari akuntansi adalah mengkomunikasikan informasi suatu badan usaha kepada pihak yang berkepentingan". Dalam kegiatan di pasar modal, informasi merupakan unsur yang fundamental dan dominan, karena pada hakekatnya informasi menyajikan keterangan, gambaran suatu perusahaan baik yang menyangkut kinerja perusahaan maupun prospek di masa yang mendatang. Para pelaku pasar modal akan menggunakan informasi yang tersedia untuk membuat keputusan investasi dengan tujuan untuk meningkatkan kesejahteraannya. Karenanya informasi yang lengkap, relevan serta akurat dan tepat waktu sangat diperlukan.

adalah laporan keuangan perusahaan yang terdiri dari Neraca dan Laporan Laba Rugi. Sesuai kerangka dasar penyusunan dan penyajian laporan keuangan Standar Akuntansi Keuangan, tujuan laporan keuangan adalah menyediakan informasi yang menyangkut posisi keuangan, kinerja serta perubahan posisi keuangan suatu perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi. Laporan keuangan ini akan digunakan dan dianalisa oleh semua pihak yang terkait baik pihak internal perusahaan maupun eksternal perusahaan sehingga pihak-pihak yang terkait tersebut mendapatkan gambaran mengenai kondisi suatu perusahaan.

Analisis yang digunakan oleh pihak internal perusahaan bertujuan untuk membandingkan kinerja keuangan saat ini dengan rencana, tujuan, budget perusahaan atau bahkan dengan kinerja perusahaan pesaing. Investor, selaku pihak eksternal perusahaan, selalu berusaha untuk menilai kemampuan keuangan dan kinerja perusahaan di mana mereka berkepentingan, karena hal ini berkaitan dengan keamanan dana yang ditanamkan oleh investor di perusahaan tersebut serta berkaitan dengan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh pemegang saham. Jadi jelas bahwa kinerja keuangan perusahaan menjadi tolak ukur bagi pihak ekstern untuk melihat baik atau tidaknya kondisi keuangan perusahaan, karena kondisi keuangan suatu perusahaan merupakan bagian penting dan akan mempengaruhi kondisi perusahaan secara umum.

Konsep-konsep pengukuran kinerja yang banyak digunakan saat ini adalah dengan alat ukur akuntansi tradisional, yaitu rasio-rasio keuangan yang meliputi rasio likuiditas (*current ratio, quick ratio, cash ratio*), rasio solvabilitas (rasio modal dengan aktiva, rasio hutang dengan modal sendiri) dan rasio profitabilitas (*Return on Asset, Return on Equity*). Rasio-rasio tersebut dapat memberikan informasi yang penting tetapi terkadang memberikan gambaran yang bias tentang kinerja perusahaan (Walbert, *The Economic*, December 2002). Sebagai contoh, misalkan PT. ABC mempunyai dua divisi, X dan Y. ROA dari divisi X dan Y masing-masing adalah 14% dan 10%. Dengan menggunakan kriteria ROA, kelihatannya kinerja dari divisi X lebih baik dari divisi Y. Namun, hal tersebut

divisi tersebut. Jika tingkat resiko divisi X jauh lebih tinggi dari tingkat resiko divisi Y, sehingga mengakibatkan tingkat biaya modal dari divisi X juga jauh lebih tinggi daripada divisi Y (18% vs 6%). Dengan membandingkan antara tingkat pengembalian dan tingkat biaya modal dari masing-masing divisi terlihat bahwa kinerja divisi Y lebih baik dari divisi X.

Angka-angka yang diperoleh dari hasil perhitungan atas rasio-rasio di atas tidak dapat berdiri sendiri dan baru berarti jika:

1. Terdapat perbandingan dengan perusahaan yang sejenis yang mempunyai tingkat resiko yang hampir sama.
2. Terdapat analisis kecenderungan (*trend*) dari setiap rasio terhadap rasio-rasio pada tahun sebelumnya.

Karena terdapat kelemahan-kelemahan dari alat ukur tradisional di atas maka penulis mencoba menampilkan pendekatan baru dalam pengukuran dan penilaian kinerja perusahaan yang dikenal dengan *Economic Value Added* (EVA) dan dicetuskan pertama kali oleh G. Bennet Stewart 111 pada tahun 1990. Konsep ini dapat berdiri sendiri tanpa perlu dibandingkan dengan perusahaan sejenis ataupun dengan membuat suatu analisis kecenderungan dengan tahun-tahun sebelumnya. Perbedaan utama antara EVA dengan alat ukur tradisional tersebut adalah EVA memperhitungkan biaya modal sedangkan alat ukur tradisional tidak. Besarnya biaya modal menunjukkan besarnya kompensasi atau hasil imbal yang dituntut investor atas modal yang diinvestasikan di perusahaan. Besarnya kompensasi tergantung pada tingkat resiko perusahaan; makin tinggi tingkat resiko, makin tinggi tingkat pengembalian yang dituntut investor. Jadi selain melihat kompensasi, EVA secara eksplisit juga mempertimbangkan tingkat resiko perusahaan. Definisi EVA menurut Stewart (1991:2) adalah sebagai berikut: *"EVA is an operating profit less the cost off all of the capital employed to produce those earning. EVA will increase if operating profit can be made to grow without tying up any more capital, if new capital can be invested in projects that will earn more than the full cost of capital, and if capital is diverted or liquidated from business activities that do not cover their cost of capital."*

$$EVA = ( r - c^* ) \times \text{capital}$$

$$EVA = \text{NOPAT} - c^* \times \text{capital}$$

(The Quest for Value, Harper Collins Publisher, 1990:136)

NOPAT = *Net Operating Profit After Tax*

Capital = total modal yang diinvestasikan

r = tingkat pengembalian yang dihasilkan

c\* = total biaya modal

Jadi EVA secara sederhana didefinisikan sebagai laba operasi setelah pajak dikurangi biaya modal (*cost of capital*) dari seluruh modal yang dipergunakan untuk menghasilkan laba. Untuk memperoleh nilai EVA perlu dilakukan beberapa penyesuaian terhadap NOPAT dan capital untuk menghilangkan kemungkinan-kemungkinan distorsi finansial maupun distorsi oleh Standar Akuntansi Keuangan yang disebut dengan *Equity Equivalents* (EE). (Stewart III, The Quest for Value, 1990:87)

Penyesuaian-penyesuaian itu dilakukan untuk menjadikan nilai buku akuntansi mendekati nilai buku ekonomis pada item-item dalam laporan keuangan. Menurut konsep EVA, penyesuaian dilakukan dengan menambahkan beban periodik dari cadangan-cadangan tersebut ke laba operasi setelah pajak (NOPAT). Contoh dari cadangan EE antara lain adalah cadangan piutang tak tertagih, amortisasi kumulatif dari *goodwill*, dan aktiva tak berwujud yang dikapitalisasikan (misalnya pengeluaran untuk *research and development*).

EVA merupakan indikator tentang adanya penciptaan nilai dari suatu investasi. Bila  $EVA > 0$  menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal atau pengembalian yang diminta oleh investor atas investasi yang dilakukannya. Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai (*create value*) bagi pemilik modal,

menunjukkan posisi impas perusahaan karena semua laba digunakan untuk membayar kewajiban kepada investor. Sebaliknya kondisi  $EVA < 0$  menunjukkan tidak terjadinya proses nilai tambah pada perusahaan, karena laba yang tersedia tidak bisa memenuhi harapan para penyandang dana.

Saham atau *stock* adalah surat bukti atau tanda kepemilikan bagian modal pada suatu perusahaan. Pada transaksi jual beli di pasar modal, saham atau *shares* merupakan instrumen yang paling dominan diperdagangkan.

Di dalam dunia usaha terdapat berbagai alternatif strategi yang diharapkan akan menghasilkan keuntungan kompetitif secara kontinyu yang dapat menciptakan nilai ekonomis yang tinggi bagi para pemegang saham, melalui pembayaran deviden dan apresiasi harga saham.

Sebagaimana layaknya suatu pasar maka harga saham tercipta oleh adanya penawaran dan permintaan. Seorang investor biasanya memilih perusahaan yang dapat memaksimalkan nilai pasar kekayaannya. Memang untuk jangka pendek, harga suatu saham tidak dapat diterka, karena pergerakan harga saham terjadi akibat hukum permintaan-penawaran di pasar modal. Semakin banyak orang yang ingin membeli harga saham tertentu, maka harga saham tersebut akan cenderung naik dan demikian pula sebaliknya.

Namun dalam jangka panjang, kinerja perusahaan dan pergerakan harga saham umumnya akan bergerak searah. Karena harga saham suatu perusahaan dipengaruhi oleh persepsi pasar terhadap kondisi perusahaan saat ini dan kinerja yang mereka harapkan di masa mendatang. Semakin besar EVA suatu perusahaan, semakin tinggi nilai perusahaan, semakin besar keuntungan yang dapat dinikmati oleh pemegang saham, maka semakin besar pula kemungkinan harga saham naik.

Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, maka penulis mengemukakan hipotesis sebagai berikut: *Economic Value Added* mempunyai pengaruh terhadap harga saham di pasar modal.

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini, adalah metode deskriptif analitik dengan pendekatan studi kasus, metode deskriptif analitik yaitu suatu metode yang meneliti status sekelompok manusia, suatu obyek, suatu kondisi, suatu sistem pemikiran ataupun suatu kelas peristiwa pada masa sekarang dengan tujuan membuat deskripsi, gambaran atau lukisan secara sistematis, faktual dan akurat mengenai fakta-fakta, sifat-sifat serta hubungan-hubungan antar fenomena yang diselidiki.

Adapun ditinjau dari jenis masalah yang diselidiki, teknik dan alat yang digunakan, serta tempat dan waktu penelitian, maka penelitian ini merupakan studi kasus (*case study*), yaitu metode penelitian yang bertujuan mengumpulkan data primer dan data sekunder serta membahasnya sesuai dengan masalah yang diteliti. Untuk melakukan penelitian terhadap permasalahan yang penulis teliti, teknik pengumpulan data yang dipergunakan adalah sebagai berikut:

1. Penelitian Lapangan (*Field Research*)

Pengumpulan data primer dilakukan dengan cara terjun langsung pada perusahaan yang menjadi obyek penelitian, yaitu dengan cara:

- a) Wawancara langsung dengan pejabat yang berwenang, meminta dan mempelajari dokumen perusahaan yang berhubungan dengan masalah yang dibahas
- b) Mengumpulkan bahan tertulis dari perusahaan yang relevan dengan obyek penelitian dan catatan lain yang diperlukan.

2. Penelitian Kepustakaan (*Library Research*)

Pengumpulan data sekunder dilakukan dengan cara studi kepustakaan yaitu dengan meneliti serta mengkaji dan menelaah literatur-literatur yang ada kaitannya dengan masalah yang diteliti, kemudian dijadikan pedoman dalam melakukan studi dan penelitian di lapangan.

Penelitian ini akan dilakukan di Bursa Efek Jakarta, tepatnya pada Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM), Jl. Jenderal Sudirman kav. 52-53 Jakarta. Waktu penelitian dilakukan dari bulan Juni sampai dengan Oktober 2003.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Konsep Economic Value Added

Pengukuran kinerja dengan menggunakan data-data akuntansi dari laporan keuangan merupakan cara yang banyak digunakan oleh pihak-pihak yang berkepentingan karena data yang digunakan untuk pengukuran mudah diperoleh dan sifatnya yang kuantitatif.

Ukuran-ukuran yang lazim digunakan dalam penilaian kinerja suatu perusahaan dinyatakan dalam rasio-rasio keuangan dari laporan keuangan, yaitu:

- a. Rasio Profitabilitas, antara lain: *Return on Assets*, *Return on Equity*, *Return On Investment*, *Net Profit Margin*.
- b. Rasio Likuiditas, antara lain: *Current Ratio*, *Quick Ratio*, dan *Cash Ratio*.
- c. Rasio Solvabilitas, antara lain: Rasio Modal dengan Aktiva, Rasio Hutang dengan Modal sendiri, Rasio Hutang dengan Aktiva.
- d. Rasio Rentabilitas, antara lain: *Gross Margin Ratio* dan *Net Margin Ratio*.

G. Bennet Stewart dalam *The Quest for Value: 1992*, menyatakan bahwa *Return on Equity* (ROE) sebagai salah satu pengukur kinerja yang paling banyak digunakan oleh para manajer dan investor ternyata mengandung beberapa distorsi, yaitu:

##### 1. Distorsi Finansial,

karena ROE akan bereaksi terhadap setiap perubahan kombinasi antara kewajiban dan ekuitas yang digunakan oleh perusahaan. Bila peningkatan ROE ditetapkan sebagai sasaran perusahaan maka manajer cenderung untuk menggunakan hutang untuk membiayai aktifitas perusahaan daripada dengan ekuitas.

##### 2. Distorsi Akuntansi.

Karena ROE dihitung dengan membagi *Income Variable to Common* dengan *Common Equity*, dimana income tersebut mengandung distorsi

akibat standar akuntansi seperti alternatif pemilihan pencatatan akuisisi dengan *purchase method* atau *pooling method*.

Hal tersebut diperkuat oleh Bowlin, Martin, & Scott, *Management Financial*, 1990, yang mengungkapkan bahwa rasio-rasio keuangan dapat memberikan sumber-sumber informasi yang sangat berharga bagi para analisis keuangan, bagaimanapun rasio-rasio tersebut harus digunakan secara hati-hati karena rasio-rasio yang dihitung dari laporan akuntansi kadang-kadang memberikan informasi yang menyesatkan.

Berikut ini keterbatasan-keterbatasan rasio keuangan:

1. Perhitungan analisis rasio didasarkan atas catatan akuntansi dan laporan akuntansi, sehingga apabila dibandingkan rasio satu perusahaan dengan perusahaan yang lain dapat dapat mengakibatkan interpretasi yang berbeda.
2. Seorang analisis tidak bisa menyatakan bahwa rasio suatu perusahaan lebih bagus dibanding yang lain tanpa analisis yang mendalam. Sebagai contoh, perputaran persediaan yang tinggi tidak selalu berarti efektifitas perusahaan baik. Rasio perputaran persediaan dengan membandingkan antara penjualan dan persediaan akhir memiliki kelemahan karena ada kemungkinan perusahaan kekurangan persediaan pada akhir tahun yang mengakibatkan gangguan produktifitas tahun yang sesudahnya. Tetapi ini menunjukkan perputaran persediaan tampak tinggi sebab persediaan akhir rendah.
3. Manajemen dalam menyajikan rasio, karena rasio adalah analisis jangka pendek, bisa memanipulasi dengan sah; yaitu dengan menggeser angka-angka yang secara akuntansi diperkenankan. Misalnya, melalui perkiraan penghapusan, penyusutan cadangan, dll.

Karena itu penulis mencoba menampilkan pendekatan baru dalam menilai kinerja perusahaan, yaitu dengan konsep EVA. Konsep ini dapat berdiri sendiri

tanpa perlu dibandingkan dengan perusahaan sejenis ataupun membuat suatu analisis kecenderungan dengan tahun-tahun sebelumnya.

### 2.1.1 Definisi EVA

George Bennet Stewart II, pencetus EVA pertama kali, dalam bukunya *The Quest for Value (1990:118)* mendefinisikan EVA sebagai berikut:

*Eva is a residual income measure that subtracts the cost of capital from the operating profits generated in the business. It's measure to account properly for all of the ways in which corporate value may be added or lost. EVA will increase if operating profits can be made to grow without tying up any more capital, if new capital is diverted or liquidated from business activities that do not cover their cost of capital.*

Definisi Eva menurut Gregory E. Dess dan Alex L. Miller dalam *Managemant Strategic*(1996:12) adalah:

*EVA or the wealth a firm's creates fork's owners is simply the traditional finanacial measure of after tax operating profits minus the total cost of capital.*

Sementara Saiful M. Ruky mendefinisikan EVA sebagai sisa laba (*residual income, excess earning*) setelah semua penyedia modal diberikan kompensasi sesuai dengan tingkat balikan (return) yang dibutuhkan atau setelah semua biaya *capital* yang digunakan untuk menghasilkan laba tersebut dibebankan.

Berdasarkan ketiga definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa EVA merupakan keuntungan operasional setelah pajak dikurangi dengan biaya modal atau dengan kata lain EVA merupakan pengukuran pendapatan sisa (*residual income*) yang mengurangkan biaya modal terhadap laba operasi. Jadi EVA ditentukan oleh dua hal yaitu keuntungan bersih operasional setelah pajak dan tingkat biaya modal. Laba operasi setelah pajak menggambarkan hasil penciptaan *value* di dalam perusahaan, sedangkan biaya modal dapat diartikan sebagai pengorbanan yang dikeluarkan dalam penciptaan *value* tersebut.

Sebenarnya EVA bukanlah suatu konsep baru. Sebuah pengukuran akuntansi tentang kinerja yang disebut *residual income* juga ditentukan sebagai laba operasi dikurangi dengan biaya modal. Sedangkan nilai EVA merupakan

suatu variasi dari residual income dengan beberapa penyesuaian yang diperlukan dalam penghitungan *income* dan *capital*.

### 2.1.2 Penilaian Kinerja Menurut Konsep EVA

G. Bennet Stewart dalam *The Quest for Value* mengungkapkan:

*A corporate valuation can show whether a company currently is trading for fair value and thus whether it is in need of improved communication with its investors, whether it is advisable to raise or the retire equity at current prices and whether an overall restructuring needs to be consider, (1990:250)*

EVA akan mengukur kinerja perusahaan secara tepat dengan memperhatikan secara adil ekspektasi para investor dan kreditor. Menurut Siddartha Utama, Usahawan, Kompas 17 April 1997, penggunaan EVA akan membuat perusahaan untuk lebih memfokuskan perhatiannya pada penciptaan nilai perusahaan (*creating firm's value*).

Rumus EVA dapat didefinisikan sebagai berikut:

$$EVA = (r - c^*) \times \text{capital}$$

$$EVA = \text{NOPAT} - c^* \times \text{capital}$$

(*The Quest for Value*, Harper Collins Publisher, 1990: 136)

Di mana:

NOPAT = Net Operating After Tax

Capital = total modal yang diinvestasikan

r = tingkat pengembalian yang dihasilkn

c\* = total biaya modal

Dalam mengukur NOPAT dan Capital dilakukan beberapa penyesuaian oleh G. Bennet Stewart untuk menghilangkan distorsi finansial maupun distorsi yang disebabkan oleh prinsip-prinsip akuntansi. Penyesuaian terhadap kemungkinan distorsi oleh prinsip akuntansi ini oleh Stewart disebut sebagai Equity Equivalentents (EE).

Salah satu distorsi yang mungkin terjadi adalah diperbolehkannya perusahaan untuk menggunakan teknik LIFO ketika harga naik atau FIFO sebagai alternative pencatatan persediaan. Dengan demikian besarnya laba akuntansi perusahaan tersebut dapat direkayasa sedemikian rupa tergantung dari kepentingan perusahaan sendiri.

Karena itu, penyesuaian perlu dilakukan, yaitu dengan menambahkan EE *reserves*, seperti LIFO *reserves* ke capital serta menambahkan EE *reserves* tersebut ke *income*. Contoh EE yang lain dapat dilihat dalam table 2-1.

Penyesuaian-penyesuaian di atas dilakukan sesuai dengan tujuan konsep EVA yaitu memfokuskan pengukuran nilai kinerja perusahaan pada nilai tambah yang berhasil diciptakan dengan memperhitungkan biaya modal sebagai konsekuensi dari investasi yang ditanamkan.

EVA merupakan indikator tentang adanya penciptaan nilai dari suatu investasi. EVA yang positif menandakan perusahaan berhasil menciptakan nilai (*create value*) bagi pemilik perusahaan dan hal ini sesuai dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan, sementara bila  $EVA=0$  akan menunjukkan posisi impas perusahaan karena semua laba digunakan untuk membayar kewajiban kepada investor. Sebaiknya kondisi  $EVA < 0$  menunjukkan tidak terjadinya proses nilai tambah pada perusahaan karena laba yang tersedia tidak bisa memenuhi harapan para penyandang dana.

Total biaya modal menunjukkan besarnya kompensasi atau pengembalian yang dituntut investor atas modal yang diinvestasikan di perusahaan. Besarnya kompensasi tergantung pada tingkat resiko perusahaan yang bersangkutan, dengan asumsi bahwa investor tidak menyukai adanya resiko (*risk averse*), semakin tinggi tingkat resiko maka semakin tinggi tingkat pengembalian yang dituntut investor. Diperhitungkannya biaya modal atas ekuitas merupakan keunggulan pendekatan EVA dibandingkan pendekatan akuntansi lain dalam mengukur kinerja perusahaan.

### **2.1.3 Langkah-langkah Perhitungan EVA**

Sesuai dengan rumus EVA yang telah diungkapkan, yaitu:

$$EVA = (r-c^*) \times \text{capital}$$

$$EVA = \text{NOPAT} - c^* \times \text{capital}$$

{*The Quest for Value*, Harper Collins Publisher, 1990:136)

Berikut akan dijelaskan masing-masing komponen yang diperlukan dalam perhitungan EVA tersebut.

### 2.1.3.1 Capital

*Capital is a measure of all the cash that has been deposited into a company over its life without a regard to the financing source, accounting name, or business purpose, much as if the company were just a savings account. It doesn't matter whether it is employed in working capital or infixed assets. Cash is cash, and the question is how well does management manage it. (The Quest for Value, G. Bennet Stewart, 1990:70;*

Menurut Kieso and Weygandt dalam *Intermediate Accounting* bila para akuntan menyebut modal maka yang dimaksud dengan ekuitas pemegang saham atau ekuitas pemilik. Selanjutnya ekuitas pemilik ini diklasifikasikan lebih jauh lagi menjadi: modal kontribusi dan modal yang dihasilkan. Modal kontribusi adalah jumlah total pembayaran saham modal pada suatu saat atau jumlah uang yang dikeluarkan di muka oleh para pemegang saham untuk dipakai dalam usaha penisahaan. Sedangkan modal yang dihasilkan adalah modal yang terjadi jika perusahaan menguntungkan, terdiri dari modal yang belum dibagikan dan tetap diinvestasikan dalam perusahaan.

Dalam menentukan kebutuhan dana, terdapat dua sumber modal berdasarkan risiko yang mungkin ditanggung perusahaan sebagai pemilikan sumber modal yang dilakukan yaitu modal sendiri dan modal pinjaman (**Bambang Riyanto, 1993:15**). Modal sendiri adalah modal yang berasal dari perusahaan itu sendiri (cadangan laba) atau yang berasal dari pengambil bagian, peserta atau pemilik (modal saham, preferen). Sedang modal pinjaman adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara bekerja di dalam perusahaan dan bagi perusahaan yang bersangkutan modal pinjaman tersebut merupakan

kewajiban yang pada saatnya harus dibayar kembali. Selanjutnya, **Bambang Riyanto** membagi modal pinjaman menjadi modal pinjaman jangka pendek dan modal pinjaman jangka panjang.

Capital yang digunakan untuk menghitung nilai EVA dapat diestimasi dengan mengambil nilai buku aktiva bersih suatu perusahaan yang dihitung dengan prinsip akuntansi standar dan dibuat penyesuaian sebagai berikut:

1. Mengubah pencatatan *accrual* menjadi *cash accounting*, yaitu dengan menambahkan simpanan akuntansi (*accounting reserves*) yang terjadi karena penyediaan pembukuan bukan tunai (*non cash book keeping provisions*) seperti cadangan pajak tertunda.
2. Mengubah cara pandang peminjam yang mementingkan likuiditas ke cara pandang pemegang saham yang mementingkan pertumbuhan dan perkembangan perusahaan, yaitu dengan mengkapitalisasikan biaya R&D dan biaya pengembangan pasar.
3. Mengubah dari *successful-efforts* ke *full-cost accounting*, yaitu dengan menambahkan kembali kumulatif kerugian dikurangi pendapatan setelah pajak.

Penyesuaian-penyesuaian di atas menghasilkan ukuran capital yang lebih tepat untuk digunakan dalam perhitungan EVA. Penyesuaian-penyesuaian ini akan dibahas lebih lanjut pada bagian selanjutnya.

#### **2.1.3.2 NOPAT (*Net Operating Profit after Taxes*)**

Laba bersih dari operasi setelah pajak atau NOPAT adalah laba yang didapatkan dari operasi-operasi perusahaan setelah pajak tetapi sebelum membiayai biaya-biaya dan *non cash bookkeeping entries*. Dengan demikian, NOPAT dapat juga diartikan sebagai jumlah laba yang tersedia untuk memberikan pengembalian (return) tunai kepada semua penyedia dana untuk modal perusahaan.

Satu-satunya biaya non kas yang tidak dikeluarkan dari NOPAT adalah depresiasi. Kata "*net*" dalam NOPAT berarti "*net of depreciation*". Depresiasi dikurangi dari NOPAT karena merupakan biaya ekonomis murni. Aset yang

terpakai dalam bisnis harus "diisi" kembali (*replenished*) sebelum para investor mendapatkan pengembalian pada investasi mereka. Cara lain untuk menjelaskan hal ini adalah dengan memandang dari sisi bahwa sebuah perusahaan, jika menyewa aset, harus membayar sewa yang menutupi biaya depresiasi aset tersebut yang ditanggung oleh pemberi sewa (ditambah bunga). Oleh karena itu biaya ekonomis depresiasi adalah biaya yang ekuivalen dengan kas. Agar konsisten dengan NOPAT, modal (*capital*) dibebani biaya akumulasi depresiasi yang dialami aset.

### 2.1.3.3 Perhitungan Rate of Return

*Rate of return on total capital is the return that should be used to assess corporate performance. It is savings account equivalent; after-tax, cash-on-cash yield earned the business. (G. Bennet Stewart 1990: 85)*

Sebagai pengganti *Return on Equity*, *rate of return* atau tingkat pengembalian ini dihitung dengan membagi laba bersih dari operasi setelah pajak (NOPAT) dengan total modal yang digunakan dalam operasi perusahaan. Menurut konsep EVA, *rate of return* mengukur produktivitas dari modal yang digunakan tanpa memperhatikan metode pembiayaan dan tingkat pengembalian ini bebas dari distorsi standar akuntansi keuangan yang timbul dari pencatatan akuntansi *accrual*, dari biasanya laporan laba rugi dan dari kecenderungan untuk menilai modal terlalu rendah dengan dihapuskannya *unsuccessful efforts*.

*Rate of return* dapat dibandingkan secara langsung dengan keseluruhan biaya modal perusahaan untuk menunjukkan apakah perusahaan telah berhasil menciptakan nilai tambah atau tidak.

Rumusny adalah sebagai berikut:

$$r = \frac{NOPAT}{Capital}$$

#### 2.1.3.3.1 Penghapusan Distorsi Finansial

Penyesuaian pertama pada rumus untuk menghitung *r* adalah menambahkan struktur modal dengan kewajiban. Karena itu, semua kewajiban

yang dibebani bunga harus ditambahkan ke modal saham (*common equity*) dan beban bunga atas kewajiban ke laba bersih dalam laporan akuntansi.

Dimana:

$$r = \frac{NOPAT}{Capital}$$

$NOPAT = \text{income available to common} + \text{interest expense after taxes}$

$Capital = \text{Common equity} + \text{interest bearing debt}$

Sebelum dilakukan penyesuaian, pada saat beban bunga (yang bersih dari pengurangan pajak) dikurangi dari biaya laba maka dihasilkan pendapatan yang seolah-olah semua capital perusahaan dibiayai oleh modal saham saja. Maka pengembalian modal NOPAT akan sama dengan pengembalian modal saham jika diasumsikan hanya digunakan modal saham.

#### **2.1.3.3.2 Penghapusan Distorsi Finansial Lain**

Langkah selanjutnya untuk memperbaiki tingkat pengembalian adalah dengan menghilangkan distorsi finansial yang lain. Ini dapat dilakukan dengan menambahkan modal saham yang disediakan oleh pemegang saham preferen (*preferred stock*) dan investor minoritas ke modal dan mengembalikan pendapatan yang didistribusikan pada sumber tersebut ke NOPAT.

$$r = \frac{NOPAT}{Capital}$$

Dimana:

$NOPAT = \text{income available to common} + \text{interest expense after taxes} +$   
 $\text{preferred deviden} + \text{minority interest provision}$

$Capital = \text{common equity} + \text{interest bearing debt} + \text{preferred stock} +$   
 $\text{minority interest}$

Dengan penyesuaian tersebut dapat diperhatikan bahwa setiap komponen capital terdapat pencatatan pula pada NOPAT. NOPAT adalah adalah jumlah pengembalian yang dapat dibagikan kepada semua penyedia dana perusahaan.

Dengan demikian, pengembalian NOPAT tidak dipengaruhi oleh komposisi finansial dari capital.

### 2.1.3.3 Penghapusan Distorsi Akuntansi (Equity Equivalents)

Langkah terakhir adalah dengan menghilangkan distorsi akuntansi dari tingkat pengembalian dengan menambahkan *Equity Equivalents* ke modal dan perubahan periodik ke NOPAT.

$$r = \frac{NOPAT}{Capital}$$

Dimana:

<b>NOPAT</b>	<b>Capital</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>= <i>income available to common</i></li> <li>+ <i>increase in EE</i></li> <li><i>adjusted net income</i></li> <li>+ <i>interest expense after taxes</i></li> <li>+ <i>preferred deviden</i></li> <li>+ <i>minority interest provision</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>= <i>common equity +</i></li> <li><i>equity equivalent</i></li> <li><i>adjusted common equity</i></li> <li>+ <i>interest bearing debt</i></li> <li>+ <i>preferred stock +</i></li> <li><i>minority interest</i></li> </ul>

### **Equity Equivalent (EE)**

EE menjadikan nilai buku akuntansi mendekati nilai buku ekonomis. Nilai buku ekonomis merupakan ukuran yang lebih baik untuk mengukur uang tunai yang ditanamkan oleh investor. Dengan demikian, investor menanggung risiko yang mengharapkan pengembalian atas investasi tersebut.

Selain sebagai koreksi terhadap neraca, EE menghilangkan cara-cara pandang akuntan yang menyebabkan distorsi terhadap pengukuran laba ekonomis perusahaan yang sebenarnya. Penambahan perubahan dalam EE ke laba yang dilaporkan mengembalikan aliran lunai yang berulang terjadi dan timbunan nilai yang ditinggalkan oleh akuntan untuk akumulasi di tempat lain. Tabel berikut memperlihatkan daftar EE dan pengaruhnya pada modal dan NOPAT.

**Tabel 2.1 Equity  
Equivalents**

<b>Equity Equivalents</b>	
<i>Add to Capital:</i>	<i>Add to NOPAT:</i>
<i>Deffered tax reserve</i>	<i>Increased in EE</i>
<i>LIFO reserve</i>	<i>Increased in deffered tax reserve</i>
<i>Cumulative goodwill amortization</i>	<i>Increased in LIFO reserve</i>
<i>Unrecorded goodwill</i>	<i>Goodwill amortization</i>
<i>(Net) capitalized intangibles</i>	
<i>Full-cost reserve</i>	<i>Increased in capitalized intangibles (net)</i>
<i>Cumulative unusual loss (gain)</i>	<i>Increased in full-cost reserve</i>
<i>Other reserve, such as :</i>	<i>Increased in other reserve</i>
<i>Bad debt reserve</i>	
<i>Inventory obsolescence reserve</i>	
<i>Warranty reserve</i>	
<i>Deferred income reserve</i>	

*a. Deffered Income Tax Reserve*

Salah satu EE yang lazim dan penting adalah penangguhan pajak dalain catatan akuntansi dan pajak yang sebenarnya dibayar. Dengan menambahkan kembali peningkatan pajak tertunda kependapatan, NOPAT hanya dikurangi pajak yang sebenarnya dibayar tanpa memperhitungkan penangguhan pajak akuntansi. Cara ini memberikan gambaran yang lebih jelas tentang pendapatan yang diperoleh perusahaan.

**b. LIFO Reserve**

Perusahaan sebaiknya menggunakan LIFO ketika harga naik untuk menghemat pajak. Namun, LIFO mengakumulasikan biaya dari periode sebelumnya. Persediaan menjadi kadaluarsa dan di bawah nilai yang sebenarnya. Oleh karena itu, persediaan LIFO perlu dinilai kembali dengan nilai terbaru.

Metode FIFO memberi nilai barang sesuai dengan harga terbaru sehingga tidak perlu dilakukan penyesuaian. LIFO *reserve* adalah perbedaan nilai persediaan antara FIFO dan LIFO. Penambahan FIFO reserve pada modal mengkonversikan penilaian LIFO ke FIFO yaitu pendekatan ke nilai sekarang. Penambahan peningkatan LIFO ke NOPAT menjadikan laba perusahaan lebih mendekati nilai sebenarnya.

Perubahan periodik dalam simpanan LIFO juga dapat diperhitungkan sebagai perbedaan harga pokok penjualan LIFO dan FIFO. Penambahan perubahan tersebut ke laba mengkonversikan biaya harga pokok penjualan dari LIFO ke FIFO tetapi tetap mempertahankan keuntungan pajak dari LIFO.

Perubahan FIFO ke LIFO ketika harga naik akan meningkatkan tingkat pengembalian karena keuntungan perpajakan. Keuntungan kedua adalah tingkat pengembalian perusahaan dapat dibandingkan secara langsung walaupun metode yang digunakan berbeda. c. *Cumulative Goodwill Amortization*

EE lainnya muncul dari akuntansi untuk akuisisi *Goodwill* yang diamortisasi untuk periode tertentu yang menyebabkan laba yang dilaporkan lebih rendah sehingga pihak manajemen enggan melakukan akuisisi yang dapat menguntungkan. Oleh karena *Goodwill* adalah bukan tunai dan tidak dapat mengurangi pajak maka ia harus ditambahkan kembali ke laba yang dilaporkan. Kumulatif amortisasi *Goodwill* harus ditambah ke modal agar konsisten. e. *Unrecorded Goodwill*

Masalah pengukuran yang serius dan mungkin terjadi adalah jika *Goodwill* tidak diperhitungkan sama sekali. Hal ini terjadi jika metode akuisisi yang diterapkan adalah *pooling of interest*. Biaya yang tercatat oleh pembeli adalah nilai buku akuntansi penjual. Dari sudut pandang pemegang saham atau pembeli perusahaan, biaya sesungguhnya dari akuisisi adalah nilai pasar efek yang ditawarkan untuk mewujudkan perjanjian jual beli tersebut. Perbedaan antara nilai buku dan nilai pasar adalah *Unrecorded Goodwill*.

*e.Intangibles*

Pengeluaran untuk Penelitian dan Pengembangan (R&D) harus dikapitalisasi ke neraca sebagai EE dan diamortisasi ke pendapatan dengan periode antisipasi berhasilnya suatu proyek. Pengembangan produk baru dan biaya pemasaran untuk merebut *market share* juga harus dikapitalisasi dan diamortisasi. f: *Successfull Effort to Full Cost*

Perusahaan-perusahaan penghasil sumber alam yang menganut akuntansi *successful-efforts* menyatakan tingkat pengembalian yang lebih tinggi daripada yang sebenarnya. Seharusnya tingkat pengembalian dinyatakan kembali dengan akuntansi *full-cost*. Namun, bukan hanya perusahaan penghasil sumber alam saja yang harus berbuat demikian, semua perusahaan yang melakukan investasi yang berisiko dan kemudian melakukan *write-off* harus menerapkan akuntansi *full-cost*.

Para investor menggunakan laba yang diharapkan dari aktivitas perusahaan. Oleh karena itu, NOPAT harus dinormalisasi agar tidak dimasukkan keuntungan dan kerugian yang tidak rutin. Agar konsisten, kumulatif kerugian luar biasa dikurangi keuntungan dan dikurangi pajak harus ditambahkan ke modal. Model ekonomis menyatakan bahwa sebagian dari modal untuk untuk menghasilkan produk dan jasa yang berhasil adalah investasi untuk produk dan jasa yang gagal. Jika hanya modal yang menghasilkan proyek yang sukses saja yang diperhitungkan maka tingkat pengembalian yang dihasilkan oleh bisnis yang berisiko akan dicatat lebih tinggi dari pada sebenarnya. g. *Other Equity Equivalent*

Cadangan berjaga-jaga mangaburkan *timing* sebenarnya dari penerimaan tunai dan pengeluaran tunai. Cadangan untuk kredit macet, persediaan yang kadaluarsa, jaminan dan pendapatan tertunda harus dihitung sebagai EE. Jika merupakan kejadian rutinitas dalam bisnis. Dengan memperhatikan hal-hal tersebut distorsi akuntansi dapat dikurangi sehingga NOPAT dihitung berdasarkan aliran tunai yang sebenarnya.

#### 2.1.3.4 Biaya Modal (*Cost of Capital*)

Biaya modal suatu perusahaan adalah suatu tingkat keuntungan yang harus dicapai agar dapat memuaskan keinginan investor. Biaya modal suatu perusahaan bukanlah biaya tunai karena merupakan ongkos kesempatan (*opportunity cost*); yaitu total pengembalian yang diharapkan oleh penanam modal perusahaan jika uang yang mereka investasikan dalam saham dan obligasi yang mempunyai risiko sebanding.

Biaya modal ini harus dilebihi untuk menciptakan nilai. Semakin besar risiko perusahaan yang ditanggung investor, semakin besar pula tingkat pengembalian yang harus diperoleh sebelum nilai tercipta dan semakin tinggi pula biaya modal.

Weston-Brigham (1993:648) mengemukakan:

*"The cost of capital is critically important topics for three main reasons; (1) to maximize a firm's value, its managers must minimize the cost of all inputs, including capital, and to minimize the cost of capital the managers must be able to measure it, (2) financial managers require an estimate of the cost of capital if they are to make correct capital budgeting decisions, (3) many other types of decisions made by financial managers including those related to leasing, to bond refunding and to working capital policy, require estimates of the cost capital"*

Weston-Brigham (1993:185):

**"Konsep *cost of capital* dimaksudkan untuk menentukan besarnya biaya riil dari penggunaan modal dari masing-masing sumber dana, untuk kemudian menentukan biaya modal rata-rata (*average cost of capital*) dari keseluruhan dana yang digunakan di dalam perusahaan, yang merupakan tingkat biaya penggunaan modal perusahaan (*the firm's cost of capital*)".**

Perhitungan *cost of capital* merupakan suatu proses yang sangat penting bagi perusahaan setidaknya bagi dua alasan berikut. Pertama, manajer finansial akan menguji *cost of capital* dari berbagai kombinasi *debt-equity* yang tujuannya untuk menentukan *financial mix* yang memiliki *cost of capital* terendah. Pembiayaan dengan *cost of capital* terendah akan memaksimalkan nilai

perusahaan. Kedua, bila dikaitkan dengan kegunaannya dalam membuat keputusan investasi. Kriteria untuk menerima atau menolak suatu usulan investasi sangat tergantung kepada perhitungannya. Suatu investasi akan diterima jika *present value* dari *future cashflow* yang telah di *discount* dengan *cost of capital* perusahaan melebihi biaya dari investasi. Atau dengan kata lain, *internal rate of return* lebih besar daripada *cost of capital* nya.

Secara umum terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi tinggi rendahnya *cost of capital*, yaitu perekonomian secara umum, kondisi pasar sekuritas, kondisi operasi dan pembiayaan perusahaan serta jumlah pembiayaan yang dibutuhkan untuk investasi baru dari perusahaan.

Kondisi perekonomian secara umum menentukan *demand* dan *supply* terhadap *capital* dalam ekonomi. Seperti permintaan akan uang yang meningkat tanpa diikuti dengan peningkatan dalam penawaran mengakibatkan *lenders* akan menaikkan tingkat bunga yang diminta. Demikian juga jika terjadi inflasi yang mengakibatkan daya beli melemah, investor juga akan meminta tingkat pengembalian yang tinggi sebagai antisipasi menghadapi kerugian yang akan terjadi.

Kondisi pasar dari sekuritas menjelaskan bahwa jika investor membeli sekuritas dimana risiko dari investasinya cukup tinggi (signifikan), maka dibutuhkan suatu tingkat pengembalian yang lebih tinggi dan dengan demikian *cost of capitalnya* juga tinggi.

*Cost of capital* juga dipengaruhi oleh kondisi operasi dan pembiayaan perusahaan, artinya jika manajemen menerima investasi dengan tingkat risiko yang tinggi atau perusahaan menggunakan *debt* atau *preffered stock* lebih banyak maka risiko perusahaan akan meningkat. Dengan demikian investor akan meminta tingkat pengembalian yang tinggi dan *cost of capital* perusahaan juga akan tinggi.

Faktor lain yang dapat mempengaruhi *cost of capital* adalah jumlah pembiayaan yang dibutuhkan untuk investasi baru, artinya semakin banyak dana yang dibutuhkan akan semakin besar *cost of capital* perusahaan. Misalnya pengeluaran saham dalam jumlah besar mengakibatkan *flotation cost* (biaya penjualan saham) akan mempengaruhi persentase *cost of funds* perusahaan.

**G. Bennet Stewart** membedakan biaya modal ke dalam empat kategori, yaitu:

1. Biaya modal atas risiko bisnis (*the cost of capital for business risk*), ialah tingkat pengembalian yang diharapkan investor sebagai kompensasi atas berubah-ubahnya nilai NOPAT.
2. Biaya meminjam (*cost of borrowing*) ialah tingkat pengembalian yang diharapkan atas adanya resiko kredit.
3. Biaya modal saham (*cost of equity*), adalah tingkat pengembalian yang diharapkan investor sebagai kompensasi atas nilai *income available to common* yang berubah-ubah.
4. Rata-rata tertimbang biaya modal ( $c^*$ ) merupakan penjumlahan dari biaya modal kewajiban dan biaya modal saham. Atau dengan kata lain merupakan tingkat untuk mendiskontokan arus kas ke dalam nilai sekarang, meranking proyek-proyek investasi dan memutuskan besarnya tingkat pengembalian dari modal yang digunakan.

*Cost of capital* terdiri dari *cost of debt*, *cost of preferred stock*, *cost of retained earning* dan *cost of equity*. Penjelasan dari masing-masing biaya tersebut dan perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang (*Weight Average Cost of Capital*) akan diuraikan dibawah ini.

#### **2.1.3.4.1 Biaya Hutang (*Cost of Debt*)**

*Cost of debt* adalah tingkat suku bunga yang harus dikeluarkan oleh perusahaan bila mendapatkan dana dengan melakukan pinjaman dari pihak lain. Dengan meminjam dari pihak lain, maka akan timbul bunga yang merupakan biaya bagi perusahaan.

*"Cost of debt is the required return on investment of the lenders of the company". (Van Home & Wachowics, 1992:433)*

#### 2.1.3.4.2 Biaya Modal Saham (*Cost of Equity*)

Menurut James C. Van Home dan John M. Warchowics dalam bukunya *Fundamental of Financial Management* disebutkan:

*"cost of common stock is **the required rate of return on investment of common shareholders of company**" (1992:433).*

Biaya ini merupakan biaya kesempatan yang sama dengan pengembalian yang diharapkan investor perusahaan jika mereka menginvestasi dalam alternatif investasi yang mempunyai risiko sebanding.

Bila para investor menyerahkan dananya berupa modal saham kepada perusahaan, mereka berhak untuk mendapatkan pembagian deviden dimasa mendatang sekaligus berkedudukan sebagai pemilik partial perusahaan tersebut (Schlosser, *Corporate Finance- A Model Building Approach*, 1992:296). Besarnya deviden tidak ditentukan pada saat investor menyerahkan dana, tetapi bersifat tidak tentu tergantung kinerja perusahaan dimasa mendatang.

Terdapat beberapa cara untuk menghitung *Cost of common stock*, antara lain: 1. *Constant Growth Valuation (Gordon) Model*

*Expected rate of return* dari suatu saham tergantung pada deviden dari saham yang dibayarkan. Pada tingkat keseimbangan, *rate of return* yang diinginkan adalah sama dengan *rate of return* dari investasi baru. Jika diperkirakan deviden tumbuh dengan *rate* yang konstan, kita dapat menggunakan Gordon Model, yaitu:

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

Dimana:  $P_o$  = harga jual saham  
 $D_1$  = deviden yang diperkirakan dibayar di akhir periode 1  
 $K_e$  = tingkat pengembalian yang diharapkan  
 $g$  = tingkat pertumbuhan deviden

Persamaan tersebut dapat diubah menjadi:

$$ke = \frac{D1}{p0} + g$$

persamaan tersebut menyatakan bahwa investor mengharapkan menerima deviden sebesar  $D1/P0$  (percent) dan capital gain sebesar  $g$  dengan expected return sebesar  $ke$ .

## 2. Pendekatan Price Earning Ratio (PER)

Pendekatan ini dapat digunakan untuk mengestimasi cost of equity perusahaan bila perusahaan belum melakukan Go public, dimana saham-saham perusahaan belum diperdagangkan di lantai bursa.

PER dihitung dengan membagi harga pasar dari saham biasa dengan pendapatan perlembar saham (EPS). Sehingga untuk menghitung cost of common stock digunakan rumus:

$$ke = \frac{1}{PER} \times 100\%$$

Dimana:  $ke$  = biaya modal saham

PER = price earning ratio

Pada dasarnya cost of equity adalah saham dengan cost of retained earning. Konsep ini didasarkan pada argumen bahwa perusahaan menginvestasikan kembali earning yang diperolehnya pada hasil yang sama dengan tingkat pengembalian yang diinginkan oleh pemegang saham. Karenanya kesejahteraan pemegang saham akan semakin meningkat dengan diinvestasikannya kembali dana yang berasal dari sisa laba ditahan tersebut.

## 3. Capital Assets Pricing Ratio (CAPR)

Model ini menggambarkan hubungan antara required rate of return atau cost of common stock ( $ks$ ) dengan risiko nondiversiable dari perusahaan yang dinyatakan dengan koefisien  $\beta$ .

Menurut Weston dan Brigham, di Amerika, investor yang bijaksana akan memilih portofolio yang memberikan return yang lebih tinggi daripada return

Treasury Bills. Treasury Bills ini memberikan return yang tetap, yaitu sebesar bunga bebas risiko dan return ini tidak akan berubah walau terjadi perubahan di pasar modal. Beta (sensivitas dari return terhadap perubahan pasar) dari Treasury Bills adalah sama dengan nol dan risk premiumnya ( $R_m - R_f$ ) juga sama dengan nol.

Karena itu di Indonesia kejadian yang sama juga akan berlaku, yaitu investor akan memilih portofolio yang memberikan return yang lebih tinggi daripada return dari deposito bank pemerintah.

Teori CAPM ini akan menjawab besarnya expected risk premium ( $R_m - R_f$ ) jika beta tidak sama dengan nol atau satu. Teori yang dikemukakan oleh Jack Traynor, William Sharpe dan John Lintner ini akan menjelaskan bahwa dalam dasar pasar persaingan sempurna, expected risk premium berubah-ubah secara proposional terhadap  $\beta$  masing-masing saham. Expected risk premium saham atau investasi yang mempunyai  $\beta$  0,5 adalah setengah daripada expected market risk premium dan expected risk premium investasi yang mempunyai  $\beta$  sama dengan dua kali expected market risk premium. Cost of equity dari saham menurut teori CAPM didefinisikan sebagai:

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Dimana:  $k_e$  = biaya modal saham  
 $R_f$  = tingkat bunga investasi bebas risiko  
 $R_m$  = tingkat bungan investasi rata-rata dari keseluruhan pasar  
 $\beta$  = faktor risiko yang berlaku spesifik untuk perusahaan

Beta menggambarkan sensitivitas dari return suatu saham terhadap perubahan pasar dan dinyatakan dengan:

(James C. Van Home, Financial Management & Policy, 1985)

Dimana:  $R_f$  = tingkat bunga investasi bebas risiko

$R_m$  = *return* pasar

$R_i$  = *return* individu masing-masing saham perusahaan

#### 2.1.3.4.3 Biaya Modal Saham Preferen (Cost of Preferred Cost)

*"Cost of preferred stock is the required rate of return on investment of preferred shareholders of the company". (Van Home & Warchowics, 1992:433)*

Saham preferen memiliki sifat campuran antara modal pinjaman dan saham biasa. Memiliki sifat modal pinjaman karena saham preferen mengandung kewajiban yang tetap untuk mengadakan pembayaran secara periodik, dan dalam likuidasi memiliki hak didahulukan sebelum pemegang saham biasa. Memiliki sifat tidak seperti modal pinjaman karena kegagalan untuk membayar deviden saham preferen tidak mengakibatkan pembubaran perusahaan. Saham preferen mengandung risiko yang lebih besar dibanding saham biasa, tetapi lebih kecil dari saham dibanding pinjaman.

Biaya pinjaman dana yang berasal dari penjualan saham preferen dapat dihitung dengan membagi deviden per lembar saham preferen dengan harga netto yang diperoleh dari penjualan saham preferen baru. Rumus:

$$k_p = \frac{D_p}{P_n}$$

Dimana :

$D_p$  = deviden per lembar saham

$P_n$  = harga saham preferen per lembar saham

$K_p$  = biaya modal saham preferen

Karena deviden saham preferen bukan merupakan *tax deductible expense* dan dibebankan dari keuntungan setelah pajak, maka tidak dibutuhkan penyesuaian pajak (*tax adjustment*).

#### 2.1.3.4.4 Biaya Modal Rata-rata (*Weighted Average Cost of Capital*)

Tingkat biaya penggunaan modal yang harus diperhitungkan oleh perusahaan adalah tingkat penggunaan modal perusahaan secara keseluruhan. Karena biaya dari masing-masing sumber dana berbeda-beda, maka untuk menetapkan biaya modal dari perusahaan secara keseluruhan perlu menghitung *weighted average* dari berbagai macam sumber dana tersebut.

WACC perusahaan adalah merupakan gabungan dari biaya-biaya individual yang ditimbang dengan persentase pembiayaan dari setiap sumber dana. Karenanya, WACC perusahaan merupakan fungsi dari:

1. *individual cost of capital*
2. susunan dari *capital structure*, yaitu persentase dari dana dalam bentuk *debt, preferred stock, dan common stock*. Borton A. Kob

dan Richard F. De Mong (1988:393) menyatakan:

***"The WACC is estimated by weighting the cost of each type of capital by its proportion in the firm's capital structure".***

WACC dihitung dengan mengalikan masing-masing komponen modal dengan biaya masing-masing komponennya.

Rumus:

$$\text{WACC} = \frac{\text{utang}}{\text{pembiayaan total}} (\text{biaya utang}) (1-T) + \frac{\text{ekuitas}}{\text{pembiayaan total}} (\text{biaya ekuitas})$$

Di mana pembiayaan total adalah jumlah dari nilai pasar dari utang dan pembiayaan ekuitas, dan T adalah tingkat pajak perusahaan.

Hal-hal yang diperlukan dalam menghitung WACC adalah sebagai berikut:

- Jumlah utang dalam struktur modal, pada nilai pasar
- Jumlah ekuitas dalam struktur modal, pada nilai pasar
- Biaya utang
- Tingkat pajak
- Biaya ekuitas

Pembobotan untuk utang dan ekuitas didasarkan pada nilai pasar, bukan pada nilai buku akuntansi. Beberapa perusahaan mengabaikan baik pembobotan

berdasarkan pasar dan berdasarkan akuntansi, menggunakan target pembobotan sebagai gantinya. Logika dari pendekatan ini bahkan jika struktur modal sekarang menyimpang dari target, yang hampir selalu demikian (sedikit sampai beberapa tingkat), keputusan pembiayaan mendatang akan membawa struktur modal lebih mendekati target.

Oleh karena itu, biaya modal adalah berpandangan ke depan untuk mendasarkan pembobotan pada apa kemungkinannya dimasa mendatang (tidak terlalujauh).

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

Dari penjelasan berbagai macam biaya di atas, penulis hanya membatasi penghitungan EVA dengan menggunakan metode biaya rata-rata tertimbang (Weighted Average Cost of Capital)

## **2.2 Saham**

Salah satu investasi yang cukup menarik masyarakat adalah investasi dalam bentuk saham. Saham adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh sebuah perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT) atau yang biasa disebut emiten. Saham menyatakan bahwa pemilik saham tersebut adalah sebagai pemilik perusahaan tersebut. Dengan demikian kalau seorang investor membeli saham, maka ia pun menjadi pemilik atau pemegang saham perusahaan.

### **2.2.1 Jenis-jenis Saham**

Saham terdiri dari beberapa jenis dan dapat dibedakan melalui cara pengalihan dan manfaat yang diperoleh para pemegang saham, yaitu :

#### **a) Cara peralihan hak**

1.Saham atas tunjuk (*bearer stock*). Di atas sertifikat saham ini tidak ditulis nama pemiliknya sehingga kepemilikan atas tunjuk ini dapat

dengan mudah dialihkan atau dipindahtangankan kepada orang lain karena sifatnya mirip dengan uanga.

2.Saham atas nama (*registered stocks*). Di atas sertifikat ditulis nama pemiliknya. Cara pengalihannya harus memenuhi suatu prosedur tertentu yaitu dengan dokumen pengalihan dan kemudian nama pemiliknya dicatat dalam buku perusahaan yang khusus memuat daftar nama pemegang saham. Kalau sertifikat saham ini hilang, pemilik dapat memintakan penggantian karena namanya sudah ada dalam buku perusahaan.

b) Hak atas tagihan (klaim)

Dilihat dari segi manfaatnya, pada dasarnya saham dapat digolongkan menjadi saham biasa dan saham preferen.

1.Saham biasa (*common stock*). Saham biasa menempatkan pemiliknya paling akhir terhadap pembagian deviden dan hak atas keuangan perusahaan setelah dilikuidasi dibandingkan dengan saham preferen.

2.Saham preferen (*preferred stock*). Di dalam prekteknya, terdapat berbagai jenis saham preferen, yaitu :

- a. *Cummulative Preferred Stocks*. Saham preferen jenis ini memberikan hak kepada pemiliknya atas pembagian deviden yang sifatnya kumulatif dalam suatu prosentase atau jumlah tertentu dalam arti bahwa kalau dalam tahun tertentu deviden yang dibayar tidak mencukupi atau tidak dibayar sama sekali, maka hal ini dipertimbangkan pada tahun-tahun berikutnya. Pembayaran deviden kepada pemegang saham preferen selalu didahulukan dari pemegang saham biasa.
- b. *Non Cummulative Preferred Stoke*. Pemilik saham jenis ini mendapat prioritas dalam pembagian deviden sampai pada

suatu prosentase atau jumlah tertentu, tetapi tidak bersifat kumulatif. Dengan demikian apabila pada suatu tahun tertentu deviden yang dibayarkan lebih besar daripada jumlah yang ditentukan atau tidak dibayar sama sekali, maka hal itu tidak

diperhitungkan pada tahun berikutnya.

- c. *Participating Preferred Stocks*. Pemilik saham jenis ini selain memperoleh dividen ekstra, setelah dividen dibayarkan penuh kepada seluruh pemegang saham preferen, mereka juga memperoleh dividen ekstra bersama-sama dengan pemegang saham biasa.
- d. *Convertible Preferred Stocks*. Keistimewaan saham jenis ini adalah karena memberikan kesempatan kepada pemiliknya untuk menukarnya menjadi saham biasa setiap waktu menurut jumlah yang telah ditentukan sebelumnya.

### 2.2.2 Penilaian Harga Saham

Dalam prakteknya, penentuan harga saham mengacu pada beberapa pendekatan teori penilaian, dimana dalam perkembangannya paralel dengan persepsi pemodal (investor) yang berniat untuk menanamkan modalnya di suatu perusahaan. Pemodal akan memperhatikan apakah perusahaan penerbit saham (emiten) dalam keadaan kontinyu usaha, dalam keadaan bangkrut didirikan atau dalam keadaan bangkrut menghadapi risiko likuidasi. Pemodal yang bijaksana akan selalu mempertimbangkan risiko usaha.

Ada dua potensi keuangan dari investasi di pasar modal yaitu deviden atau bunga dan *capital gain*. Dividen tergantung dari performa perusahaan atau emiten, sementara yang terakhir tidak. Pendapatan dan bunga tidak bisa negative, sementara *capital gain* setiap saat dapat berubah menjadi *capital loss*. Dalam keadaan *bullish market*, potensi dividen yield akan turun, sementara potensi *capital gain* akan naik. Sebaliknya jika pasar dalam keadaan *bearish* potensi dividen yield akan naik sehingga potensi *capital gain* akan turun. Hanya ada dua cara untuk mendapatkan potensi keuntungan di atas, yaitu:

34

1. Membeli efek yang dalam jangka panjang menunjukkan kinerja lebih baik dari rata-rata pasar.
2. Membeli efek pada saat harga murah dan menjual setelah harga naik.

Terdapat dua model dan teknik analisis dalam penilaian harga saham, yaitu : analisis fundamental dan analisis teknikal.

## **Analisis Fundamental**

Analisis fundamental bertolak dari anggapan dasar bahwa setiap investor adalah makhluk rasional. Kepurusan investasi saham dari seorang pemodal yang rasional didahulukan oleh suatu proses analisis terhadap variabel yang secara fundamental diperkirakan akan mempengaruhi harga suatu efek. Argumentasi dasarnya jelas yaitu nilai saham mewakili nilai perusahaan, tidak hanya nilai intristik pada suatu saat, tetapi juga dan bahkan lebih penting lagi harapan akan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan nilai dikemudian hari.

Informasi-informasi fundamental dari perusahaan diantaranya adalah:

- a. Kemampuan manajemen perusahaan
- b. Prospek perusahaan
- c. Prospek pemasaran
- d. Perkembangan teknologi
- e. Kemampuan menghasilkan keuntungan
- f. Manfaat terhadap perekonomian nasional
- g. Kebijaksanaan pemerintah
- h. Hak-hak yang diterima investor

## **Analisis Teknikal**

Analisis teknikal menyatakan bahwa investor adalah makhluk yang irrasional. Bursa pada dasarnya adalah cerminan *mass behaviour*. Seorang individu yang bergabung ke dalam suatu masa, bukan hanya sekedar kehilangan rasionalitasnya, tetapi juga seringkali melebur identitas pribadi ke dalam identitas kolektif. Harga saham sebagai komoditas perdagangan dipengaruhi oleh

permintaan dan penawaran yang merupakan manifestasi dari kondisi psikologis pemodal.

Salah satu model yang populer pada analisis teknikal adalah *support level* dan *resistance level*. Model ini pada intinya menggambarkan bahwa harga saham selalu berfluktuasi naik dan turun, namun naik dan turunnya harga saham tersebut ada batasnya yaitu batas atas dan batas bawah.

Jika pada periode tertentu harga saham tiba-tiba menurun, maka situasi

akan mendorong para pemegang saham untuk ramai-ramai menjual sahamnya. Penambahan penawaran ini akan mengakibatkan terjadinya *over supply*, sehingga akan terjadi *downward pressure* dan harga akan terus turun hingga mencapai suatu titik yang disebut *support level* (batas bawah).

Pada titik ini para investor mulai merasa harga sudah cukup rendah untuk dibeli dan mereka mulai membeli saham. Situasi *mass behaviour* akan mendorong investor yang lain ikut membeli. Permintaan yang tinggi tersebut akan mendorong harga saham ke atas sampai pada tingkat *resistance level* (bagian atas). Pada titik ini investor yang merasa dapat merealisasikan keuntungan mulai menjual sahamnya. Dan berlakulah adagium teknikal:

*"price move in trends and history repeats itself"*

### **2.2.3 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Harga Saham**

Harga saham di bursa dipengaruhi oleh banyak faktor baik yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif. a. Penawaran dan Permintaan

Harga pasar saham akan terbentuk melalui jumlah penawaran dan permintaan terhadap suatu efek. Jumlah penawaran dan permintaan akan mencerminkan kekuatan pasar. Jika jumlah penawaran lebih besar dari jumlah permintaan, pada umumnya kurs harga saham akan turun. Sebaliknya jika jumlah permintaan lebih besar dari jumlah penawaran terhadap suatu efek, maka harga cenderung akan naik.

Kekuatan pasar juga dapat dilihat dari data mengenai sisa beli atau sisa jual. Bagi investor yang memerlukan investasi jangka pendek maupun jangka

panjang perlu memperhatikan tingkat likuiditas suatu efek dan posisinya di pasar, apakah efek tersebut banyak diminati masyarakat atau kurang diminati masyarakat.

#### **b. Perilaku Investor**

Para pemodal yang masuk berasal dari bermacam-macam kalangan masyarakat dan banyak pula tujuan dari pemodal tersebut. Jika ditinjau dari segi tujuannya, maka pemodal dapat dikelompokkan ke dalam empat kelompok:

1. Pemodal yang bertujuan memperoleh deviden. Kelompok ini mengincar perusahaan yang sudah sangat stabil. Keadaan perusahaan

yang demikian menjamin kepastian adanya keuntungan yang relative stabil. Harapan utama kelompok ini adalah untuk memperoleh deviden yang cukup dan terjamin setiap tahun. Pembagian deviden lebih penting daripada keinginan untuk memperoleh *capital gain*.

2. Pemodal yang terjun berdagang. Harga saham di bursa tidak tetap, dapat bergerak naik atau turun tergantung pada kekuatan permintaan dan penawaran. Perubahan harga itu menarik bagi kalangan pemodal yang tujuannya berdagang. Kelompok ini membeli saham terutama bertujuan untuk memperoleh keuntungan dari selisih harga beli dan harga jual.

3. Kelompok yang berkepentingan dalam pemilikan saham perusahaan. Bagi kelompok ini yang penting adalah ikut sertanya mereka sebagai pemilik perusahaan. Pemodal ini cenderung memilih saham perusahaan yang sudah mempunyai nama baik. Perubahan-perubahan harga saham yang kurang berarti tidak membuat mereka gelisah untuk menjualnya. Kelompok ini tidak aktif dalam perdagangan di bursa.

4. Kelompok spekulator. Kelompok ini lebih menyukai saham-saham perusahaan yang belum berkembang, tetapi diyakini akan berkembang dengan baik. Pada umumnya pada setiap kegiatan pasar modal, spekulator mempunyai peranan untuk meningkatkan aktivitas pasar sekaligus meningkatkan likuiditas saham.

### **2.3. Hubungan *Economic Value Added* dengan Harga Saham**

EVA secara sederhana didefinisikan sebagai laba operasi setelah pajak dikurangi biaya modal (*cost of capital*) dari seluruh modal yang digunakan untuk menghasilkan laba. EVA, yang secara eksplisit memperhitungkan biaya modal atas ekuitas dan mengakui bahwa karena lenih tingginya resiko yang dihadapi pemilik ekuitas, besarnya tingkat biaya modal atas ekuitas adalah lebih tinggi daripada tingkat biaya modal atas hutang, merupakan indikator penciptaan nilai perusahaan.

Menurut **G. Bennet Stewart III** dalam bukunya *The Quest for Value*, EVA merupakan kunci untuk penciptaan nilai perusahaan. Nilai perusahaan ini

mencerminkan seberapa besar manajemen mampu menciptakan atau menambah kekayaan bagi para pemilik modal. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Stern Stewart & Co, EVA secara teoritis dan empiris terbukti memiliki korelasi yang erat dengan setiap perubahan dan penciptaan nilai perusahaan di pasar modal.

Harga saham di bursa dipengaruhi oleh banyak faktor baik yang bersifat kuantitatif maupun kualitatif, salah satunya adalah perilaku investor. Investor yang bertujuan untuk memperoleh keuntungan cenderung untuk mengincar perusahaan yang sudah sangat stabil. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang demikian menjamin kepastian adanya keuntungan yang relatif stabil. Harapan utama kelompok ini adalah memperoleh deviden yang cukup terjamin setiap tahun. Hal ini menunjukkan perusahaan yang memiliki nilai EVA yang tinggi akan lebih menarik bagi investor, karena semakin besar EVA, semakin tinggi nilai perusahaan, yang berarti juga semakin besar keuntungan yang dinikmati oleh pemegang saham. Sesuai dengan hukum permintaan-penawaran, semakin banyak investor yang tertarik untuk membeli saham suatu perusahaan maka semakin besar pula kemungkinan harga saham perusahaan tersebut di pasar modal mengalami kenaikan.

Kendati pendekatan EVA berorientasi pada pemegang saham-yang berhubungan dengan permintaan-penawaran pada pasar modal-perusahaan yang memiliki EVA yang bagus tidak dengan sendirinya performa sahamnya di pasar

modal bagus pula (SWA Oktober 2001:34). Kinerja saham tidak selamanya beriringan dengan fundamental perusahaan. Terlebih di Indonesia harga saham lebih banyak dipengaruhi oleh faktor rumor (faktor teknis). Perusahaan pun sering dengan sengaja melakukan *corporate action*, misalnya dengan membagikan saham bonus, *stock split* dan *right issue*, dengan tujuan mendongkrak performa saham di pasar modal. Hal yang perlu diketahui bahwa EVA negative bukan berarti merefleksikan ketidakpedulian manajemen emiten untuk menciptakan nilai tambah, yang mengakibatkan menurunnya peminat terhadap saham yang diperjualbelikan sehingga harga saham cenderung menurun, hal yang tidak bisa dipungkiri bahwa harga saham selalu terkait dengan ekspektasi masa depan perusahaan. Ketika saham XXX tinggi harganya, bisa jadi ini karena banyak yang

percaya bahwa masa depan perusahaan atau sektor industri dimana perusahaan itu berada memang bagus. Persoalannya, bagaimana mewujudkannya.

Di situlah kegunaan EVA. Dari EVA, bukan hanya tergambar kinerja manajemen dalam satu periode tetapi juga kinerja karyawan. Kinerja para karyawan maupun manajemen itu dikaitkan dengan kompensasinya. Kalau mereka mendapatkan kompensasi yang bagus, sehingga bisa bekerja dengan bagus, akan memunculkan kinerja perusahaan yang bagus pula. Perusahaan yang berkinerja bagustentu akan menarik banyak investor atau *shareholder*. Namun. Karena jumlah saham yang beredar terbatas, harga saham perusahaan tersebut akan tinggi. Dengan kata lain meski tidak berkorelasi secara positif dengan harga saham, tidak bisa dipungkiri bahwa EVA bisa berpengaruh terhadap harga saham. Terutama, setelah terlihat bagaimana EVA memungkinkan terpenuhinya secara bersama-sama kepentingan karyawan, manajemen perusahaan dan *shareholder*.

## BAB III

### OBJEK DAN METODE PENELITIAN

#### 1.1 Obyek penelitian

Obyek dalam penelitian ini adalah nilai Economic Value Added dan harga saham di pasar modal. Dalam penelitian ini penulis meneliti enam perusahaan yang bergerak dalam sektor industri otomotif dan komponennya, industri makanan, dan industri tembakau yang telah tercatat sahamnya di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebagai subyek penelitian. Penulis memilih perusahaan dalam berbagai sektor diatas mengingat tingkat konsumsi yang tinggi dan mampu menguasai pangsa pasar domestik. Bahkan PT Astra Intemasional dan PT Branta Mulia sudah berhasil mengekspor separuh produknya ke negara-negara di kawasan ASEAN. Perusahaan-perusahaan tersebut paling lambat telah tercatat sahamnya di BEJ pada tahun 1991 agar nilai Economic Value Added perusahaan tidak bias karena perusahaan tersebut baru Go Publik. Hanya PT. BAT Indonesia yang tahun *Go public-nya* di bawah tahun 1990, untuk melihat kinerja keuangannya.

Perusahaan-perusahaan tersebut dapat dilihat dalam tabel berikut:

**Tabel 3.1**

#### Daftar Perusahaan

No.	Perusahaan	Go Publik
1.	PT. Astra Intemasional	20 Februari 1990
2.	PT. Branta Mulia	20 Juli 1990
3.	PT. Mayora Indah Tbk.	4 Juli 1990
4.	PT. Ultra Jaya Milk Industry & Trad. Co	2 Juli 1990
5.	PT. BAT Indonesia	20 Desember 1979
6.	PT. Hanjaya Mandala Sampoema	15 Agustus 1990

### **3.1.1 Sejarah Singkat BEJ**

Pada tanggal 13 Juli 1992, Bursa Efek Jakarta (BEJ) diswastakan dan mulai menjalankan pasar saham di Indonesia - sebuah awal pertumbuhan baru setelah terhenti sejak didirikan pada awal abad ke-19. Pada tahun 1912, dengan bantuan pemerintah colonial Belanda, bursa efek pertama Indonesia didirikan di Batavia, pusat pemerintahan kolonial Belanda yang dikenal sebagai Jakarta saat ini.

Bursa Batavia sempat ditutup selama periode Perang Dunia Pertama dan dibuka kembali pada tahun 1925. Selain bursa Batavia, pemerintah colonial juga mengoperasikan bursa paralel di Surabaya dan Semarang. Namun kegiatan bursa saham ini dihentikan ketika terjadi pendudukan oleh tentara Jepang di Batavia. Pada tahun 1952, tujuh tahun setelah Indonesia memproklamkan kemerdekaan, bursa saham dibuka kembali di Jakarta dengan memperdagangkan saham dan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan Belanda sebelum Perang Dunia. Kegiatan bursa saham kemudian berhenti lagi ketika pemerintah meluncurkan program nasionalisasi pada tahun 1956.

Tidak sampai tahun 1977, bursa saham kembali dibuka dan ditangani oleh Badan Pelaksana Pasar Modal (BAPEPAM), institusi baru dibawah Departemen Keuangan. Kegiatan perdagangan dan kapitalisasi pasar saham pun mulai meningkat seiring dengan perkembangan pasar finansial sektor swasta - puncak perkembangannya pada tahun 1990. Pada tahun 1991, bursa saham diswastanisasi menjadi PT Bursa Efek Jakarta dan menjadi salah satu bursa saham yang dinamis di Asia. Swastanisasi bursa saham menjadi PT BEJ ini mengakibatkan beralihnya fungsi Bapepam menjadi Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM).

Tahun 1995 adalah tahun dimana BEJ memasuki babak baru. Pada 22 Mei 1995, BEJ meluncurkan Jakarta Automated System (JATS), sebuah system perdagangan otomatis yang menggantikan sistem perdagangan manual. Sistem baru ini dapat memfasilitasi perdagangan saham dengan frekuensi yang lebih besar dan lebih menjamin kegiatan pasar yang fair dan transparan dibanding sistem perdagangan manual.

pada 11 Oktober 2000, pada akhir tahun 2000, perusahaan telah merestrukturisasi seluruh hutang-hutang anak perusahaan. Pada awal tahun 2001, melakukan pengambil alihan atas 100% saham PT Tjahja Motor Corporation. Pada tahun 2001 perusahaan juga mulai mengembangkan bisnis telepon selular, investasi ini menelan biaya US\$ 3.825 juta dengan usaha gabungan bersama PT Astratel Nusantara.

## 2. **BAT INDONESIA Tbk**

Perusahaan ini didirikan pada Oktober 1917. Seiring berjalannya waktu, perusahaan ini menjadi pelopor dari industri rokok dengan berbagai merek rokok baik luar maupun dalam negeri, seperti Lucky Strike, State express 555, Kent, Benson & Hedges, Ardath, Commodore dan Escort. Perusahaan ini memiliki pabrik yang berlokasi di Cirebon, Jawa Barat dan kantor pusatnya berada di Jakarta, dimana produk yang dihasilkan khusus pasar dalam negeri. Aktivitas perusahaan melibatkan ribuan penduduk dari petani tembakau sampai distributor dan penjaja rokok diseluruh negeri. Moto dari perusahaan ini adalah "Teratas dalam Kualitas" yang menjadi dasar budaya perusahaan dan diterapkan secara konsisten pada seluruh bidang serta menjadi pedoman hidup dalam seluruh aspek kegiatan organisasi perusahaan. Pada tahun 1997 perusahaan melakukan usaha bersama dengan perusahaan di Kamboja yang akan memodernisasikan fasilitas produksi pada pabrik yang ada di Kamboja untuk meningkatkan kualitas produksi rokok untuk merek Fortune, Ava dan Victory. Pada awal penyelenggaraannya, perusahaan menginvestasikan dana sebesar US\$ 13 juta untuk konstruksi pabrik pemrosesan tembakau. BAT Indonesia adalah anggota dari British American Tobacco Group yang beroperasi di 180 negara. Perusahaan mendaftarkan sahamnya di JSX dan SSX pada Desember 1979 dan Juni 1989. Pada Januari 2000, perusahaan mengambil alih PT Rothmans Pall Mall Indonesia Tbk.

Sampoerna, Surabaya dan Malang, tepatnya di Pandaan. Sebagai tambahan selain Dji Sam Soe, sebagai merek dagang, perusahaan juga menjual produk dengan menggunakan nama Sampoerna A Hijau, Panamas Kuning, Sampoerna A Exclusive, Sampoerna A Internasional, Sampoerna A Universal, dan Sampoerna A Mild. PT Hanjaya Mandala Sampoerna juga bergabung dengan PT Sampoerna Percetakan Nusantara, PT Panamas, PT Sampoerna Transport Nusantara, PT Sumber Alfaria Trijaya, PT Wahana Sampoerna, PT Sampoerna Advertising Nusantara, PT Sampoerna Food Product Nusantara, PT Sampoerna Joo Lan, Sdn.Bhd, Malaysia dan Sampoerna Stella Corp. Ltd., Taiwan. Pada Januari 1996, dengan 50% kepemilikan saham perusahaan bergabung dengan Thai Boon Rong Group, sebuah kelompok bisnis dari Kampuchea, untuk membangun pabrik di Phnom Pen. Pada Juni 1996, perusahaan dengan 30% kepemilikan saham bergabung dengan PT Inhutani (40% saham) dan PT Nordic Forest Development Holding Pte, Singapore (30% saham) untuk mendirikan PT Finnatar Intiga yang bergerak dalam bidang kehutanan.

**5. PT. MAYORA INDAH Tbk**

Didirikan pada tahun 1977, diambil alih oleh PT Unita Branindo pada tahun 1990, memproduksi coklat dan wafer yang juga dimiliki pendiri perusahaan. Semenjak dilakukan pengambilalihan, perusahaan memiliki dua pabrik yang beralokasi di Tangerang, Jawa Barat, di atas lahan seluas 11,7 Ha. Perusahaan memiliki kerjasama dengan Oka AG Ltd, untuk memproduksi coklat dan dengan Danish, merk kue asal Denmark untuk memproduksi kue dengan merk Danish. PT Mayora Indah merupakan anak perusahaan dari Inbisco Group, yang telah aktif dalam industri makanan sejak tahun 1948.

**6. PT. ULTRA JAYA MILK INDUSTRY & TRADING COMPANY Tbk**

Perusahaan ini mulai memproduksi pada tahun 1975 yang memproduksi susu steril dengan proses Ultra High Temperature (UHT).

Pada tahun 1981, perusahaan mulai melakukan dissrvikasi dengan memproduksi minuman *juice* buah dan teh dalam kemasan kotak. Di bawah pengawasan dari Kraft Inc. USA, perusahaan mulai memproduksi keju dengan merek Kraft pada tahun 1985. Kemudian di bawah pengawasan dari Corman, sebuah perusahaan pembuat mentega dari Belgia, perusahaan mulai memproduksi mentega pada tahun 1987. disamping berbagai persetujuan di atas, perusahaan juga menjalin kerjasama dengan Nestle Mead, Johnson Bristol Myers of the USA dan Pripps Inc. dari Swedia untuk memproduksi dan memasarkan *sport energy drink* dibawah merek dagang Pripps

### **3.2 Metode Penelitian**

Dalam penyusunan skripsi ini, penulis mempergunakan metode penelitian studi kasus. Penulis berusaha memperoleh data mengenai keadaan yang sebenarnya dengan melihat fakta-fakta yang ada. Setelah itu data yang diperoleh dianalisa dan diinterpretasikan berdasarkan beberapa sumber teori yang relevan dengan masalah yang dibahas.

Adapun data yang digunakan hanya menggunakan data-data sekunder, artinya penelitian dan analisa yang dilakukan hanya berasal dari data laporan keuangan yang telah dipublikasikan. Data sekunder yaitu data yang diperoleh dalam bentuk yang sudah jadi, sudah dikumpulkan dan sudah diolah oleh pihak lain, biasanya sudah dalam bentuk publikasi.

Adapun secara garis besar langkah-langkah yang ditempuh penulis dalam melaksanakan penelitian ini adalah dimulai dari operasionalisasi variabel, identifikasi dan pengukuran sample, metode analisis, teknik pengumpulan data, analisa data dan pengujian hipotesis.

#### **3.2.1 Teknik Pengumpulan Data**

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini, adalah metode deskriptif analitik dengan pendekatan studi kasus, metode deskriptif analitik yaitu suatu metode yang meneliti status sekelompok manusia, suatu obyek, suatu

kondisi, suatu sistem pemikiran ataupun suatu kelas peristiwa pada masa sekarang dengan tujuan membuat deskripsi, gambaran atau lukisan secara sistematis, factual dan akurat mengenai fakta-fakta, sifat-sifat serta hubungan-hubungan antar fenomena-fenomena yang diselidiki.

Adapun ditinjau dari jenis masalah yang diselidiki, teknik dan alat yang digunakan, serta tempat dan waktu penelitian, maka penelitian ini merupakan studi kasus (*case study*), yaitu metode penelitian yang bertujuan mengumpulkan data primer dan data sekunder serta membahasnya sesuai dengan masalah yang diteliti. Untuk melakukan penelitian terhadap permasalahan yang penulis teliti, teknik pengumpulan data yang dipergunakan adalah sebagai berikut:

1. Penelitian *Lapangan (Field Research)*

*Field research* dilakukan dengan cara terjun langsung pada perusahaan yang menjadi obyek penelitian, yaitu dengan cara :

- a) Wawancara langsung dengan pejabat yang berwenang, meminta dan mempelajari dokumen perusahaan yang berhubungan dengan masalah yang dibahas
- b) Mengumpulkan bahan tertulis dari perusahaan yang relevan dengan obyek penelitian dan catatan lain yang diperlukan.

2. Penelitian *Kepustakaan (Library Research)*

Pengumpulan data sekunder dilakukan dengan cara studi kepustakaan yaitu dengan meneliti serta mengkaji dan menelaah literatur-literatur yang ada kaitannya dengan masalah yang diteliti, kemudian dijadikan pedoman dalam melakukan studi dan penelitian di lapangan.

### **3.2.2 Metode Pengolahan dan Analisis**

Metode analisis yang digunakan adalah metode statistic dengan menggunakan analisis regresi linier sederhana dan analisis korelasi. Tahap-tahap yang akan dilakukan adalah analisis regresi linier sederhana, analisis korelasi, dan analisis koefisien determinasi.

### 3.2.2.1 Analisis Regresi Linier Sederhana

Analisis ini digunakan untuk mencari bentuk persamaan regresi linier.

Dimana rumusnya adalah sebagai berikut:

$$Y = a + bX$$

dimana : Y = variabel tidak bebas

a =konstanta

b = koefisien arah regresi linier

X = variabel bebas Untuk mengetahui nilai

konstanta a dan b digunakan rumus :

$$a = \frac{n\sum X^2\sum Y - \sum X\sum Y}{n\sum X^2 - (\sum X)^2}$$

$$b = \frac{n\sum XY - \sum X\sum Y}{n\sum X^2 - (\sum X)^2}$$

### 3.2.2.2 Analisis Korelasi

Analisis korelasi digunakan untuk mengetahui keeratan hubungan antara dua variabel yang diteliti. Data yang diuji merupakan data dalam skala rasio, maka analisis yang dipilih adalah analisis korelasi **Product Moment Pearson** dengan rumus sebagai berikut:

$$r_{xy} = \frac{n\sum XY - \sum X\sum Y}{\sqrt{\{n\sum X^2 - (\sum X)^2\}\{n\sum Y^2 - (\sum Y)^2\}}}$$

dimana : X = variabel bebas (independent)

Y = variabel tidak bebas (dependen)

Koefisien korelasi r menunjukkan derajat korelasi antara variabel X dengan variabel Y. Nilai koefisien korelasi berada pada  $-1 < r < 1$ . Tanda positif menunjukkan adanya korelasi dan berarti setiap kenaikan X akan diikuti oleh kenaikan Y. demikian pula sebaliknya, tanda negative menunjukkan adanya

korelasi negative antara kedua variabel dan berarti setiap kenaikan X akan diikuti oleh penurunan Y atau setiap penurunan X akan diikuti oleh kenaikan Y.

Secara lebih jelasnya, derajat korelasi antara X dan Y akan ditunjukkan sebagai berikut:

- Jika  $r = 0$  atau mendekati, korelasi variabel lemah atau tidak ada korelasi.
- Jika  $r = -1$  atau mendekati, korelasi variabel sangat kuat dan negatif.
- Jika  $r = 1$  atau mendekati, korelasi variabel sangat kuat dan positif.

**Tabel 3.3**  
**Interpretasi Nilai r**

r	Interpretasi
0	Tidak berkorelasi
0,01-0,20	Korelasi sangat rendah
0,21-0,40	Korelasi rendah
0,41-0,60	Korelasi agak rendah
0,61-0,80	Korelasi cukup kuat
0,81-0,99	Korelasi tinggi
1	Korelasi sangat tinggi

Sumber: Husaini Usman, M.Pd, Pengantar Statistik, Jakarta, 1995:201

### 3.2.2.3 Analisis Koefisien Determinasi

Kontribusi pengaruh Economic Value Added terhadap harga saham di pasar modal dapat diketahui dengan rumus koefisien determinasi sebagai berikut:

$$Kd = r^2 \times 100\%$$

Sedangkan kontribusi pengaruh faktor-faktor lain terhadap harga saham dapat diketahui dengan rumus :

$$kk = (1 - r^2) \times 100\%$$

### 3.2.2.4 Uji t

Untuk menentukan penerimaan atau penolakan hipotesis akan dilakukan pengujian dengan menggunakan uji t. rumus yang digunakan adalah:

dimana :

$$t = \frac{r \sqrt{n - 2}}{\sqrt{1 - r^2}}$$

r = koefisien korelasi

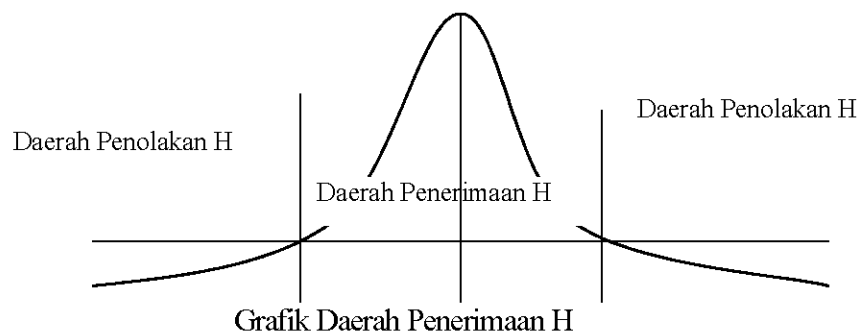
r<sup>2</sup> = koefisien determinasi

n = banyaknya sample yang diuji

Dari penjelasan tersebut diatas akan ditentukan penerimaan dan penolakan hipotesis yang dilihat dari kurva di bawah ini:

**Gambar 3.1**

**Grafik Daerah Penerimaan H**



Sehingga dari kurva di atas dapat disimpulkan :

1. Untuk hasil t hitung = positif
  - Jika t hitung > t tabel, maka Ho ditolak
  - Jika t hitung < t tabel, maka Ho diterima
2. Untuk hasil t hitung = negatif
  - Jika t hitung < t tabel, maka Ho ditolak
  - Jika t hitung > t tabel, maka Ho diterima.

Untuk menentukan signifikan tidaknya suatu hipotesis ditentukan dari daerah pendekatan Ho, dimana  $-t \text{ tabel} \geq t \text{ hitung} \geq t \text{ tabel}$ . tingkat signifikan yang dipergunakan dalam penarikan kesimpulan dari pengujian hipotesis penelitian ini adalah 0,05 artinya tingkat atau korelasi

kekeliruannya adalah 5%, bila tingkat keyakinan yang ditentukan adalah sebesar 95%. Jadi bila peluang kesalahan (p-value) lebih kecil dari tahap kesalahan ( $\alpha$ ) maka hipotesis yang dibuat lebih signifikan, yaitu dengan peluang lebih kecil dari 5%. Hal ini dapat didukung pula dengan nilai  $t_{hitung}$  dimana bila

nilai  $t_{hitung}$  makin tinggi maka peluang kesalahan (p-value) semakin rendah, dan sebaliknya jika nilai t tabel makin rendah maka peluang kesalahan makin tinggi

### 3.2.3 Operasionalisasi Variabel

Berdasarkan penjelasan pada bab 1, bahwa variable-variabel yang akan digunakan adalah penggunaan *Economic Value Added* dan harga saham. Untuk melihat pengaruh masing-masing variabel, yaitu variabel independen (variable bebas) terhadap variable dependen (variable terikat) akan digunakan analisis statistik, yakni model analisis regresi linier sederhana dan analisis korelasi.

Variabel-variabel ini selanjutnya akan dimasukkan kedalam suatu model yang dapat menjelaskan pengaruh *Economic Value Added* terhadap harga saham. Pengaruh *Economic Value Added* akan menjadi variabel independen yang terdiri dari NOPAT, *capital*, biaya modal. Sedangkan harga saham menjadi variabel dependen dalam penelitian ini.

Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel 3.2.

**Tabel 3.2 Operasionalisasi Variabel, Indikator, dan Skala Pengukuran**

Variabel Pokok	Konsep Variabel	Indikator	Jenis Data	Skala
Variabel	Efektifitas dan	Nilai EVA, yakni	Sekunder	Rasio

Indipenden (X)	efisiensi operasional perusahaan	EVA = NOPAT - c* x capital		
Variabel Dependen (y)	Penambahan dana lewat penerbitan saham dipasar modal	Harga saham, yaitu nilai perdagangan saham (Rp) selama satu tahun dibagi dengan volume perdagangan (unit) dalam periode waktu yang sama.	Sekunder	Rasio

### 3.2.4 Pengukuran Sampel

Sesuai dengan uraian di atas, maka pengukuran terhadap Economic Value Added (EVA) dilakukan dengan menghitung NOPAT untuk dikurangi dengan total biaya modal, kemudian hasilnya dikalikan dengan capital. Perhitungan dapat dilihat pada lembar lampiran.

Sedangkan pengukuran variabel dependen dengan menghitung harga saham. Harga saham dapat dihitung dengan membandingkan nilai net asset dengan jumlah lembar saham yang beredar.

$$\text{Harga Saham} = \frac{\text{net asset}}{\text{jumlah lembar saham yang beredar}}$$

### 3.2.5 Analisa Data dan Pengujian Hipotesis

Analisis data yang digunakan adalah analisis statistik. Yaitu pengujian hipotesis yang dilakukan dengan memperhitungkan persentase yang menunjukkan berapa jauh pengaruh Economic Value Added terhadap harga saham dipasar

modal. Data pada analisis statistic diolah dengan menggunakan model analisis regresi linier sederhana, analisis korelasi dan analisis koefisien determinasi.

Dari uraian diatas dapat diajukan hipotesis sebagai berikut: Ho : "Adanya hubungan yang signifikan antara Economic Value Added dengan harga saham". Ha: "Adanya hubungan yang tidak signifikan antara Economic Value Added

dengan harga saham".

## BAB IV

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Hasil Penelitian

Setelah dilakukan penelitian, maka diperoleh data dan informasi yang dibutuhkan untuk melakukan analisis dan pengujian statistik terhadap hipotesis penelitian. Data yang diolah berupa angka-angka yang berasal dari laporan keuangan dan catatan laporan keuangan pada masing-masing perusahaan. Penulis membatasi laporan keuangan yang diteliti, antara tahun 2000 sampai dengan 2001. Penelitian dilakukan untuk meneliti adakah pengaruh antara penggunaan EVA di dalam perusahaan yang telah *go public* dengan harga saham di pasar modal.

Pengolahan data dari sample yang dipilih dilakukan dengan bantuan computer, yakni memakai program SPSS, dimana program ini menghasilkan data yang diperlukan seperti nilai  $a$  dan  $b$  dalam koefisien regresi sederhana, nilai  $r$  untuk analisis korelasi, sedangkan hasil cetakan seluruhnya disusun berdasarkan variabel yang diteliti disajikan pada lampiran. Selanjutnya data yang terkumpul dimasukkan ke dalam model analisis regresi linier sederhana.

##### 4.1.1 Perhitungan Economic Value Added

Setelah semua komponen yang diperlukan dihitung (perhitungan dapat dilihat pada lampiran), maka dapat diperhitungkan nilai EVA perusahaan-perusahaan sample. Seperti yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, penulis melakukan perhitungan EVA dengan menggunakan rumus:

$$EVA = (r - c^*) z \text{ capital}$$

Berikut tabel perhitungan EVA (perhitungan terdapat pada lampiran 7 :

**Tabel 4.1**

**Economic Value Added**

Pemsahaan	2001	2000
PT ASTRA INTERNASIONAL	(342.325.514.277)	(3.609.786.486.360)
PT BRANTA MULIA	(981.725.223.540)	1.514.949.203.990
PT BAT INDONESIA	(90.784.838.600)	(115.781.012.500)
PT HAM SAMPOERNA	(184.325.439.370)	80.128.983.600
PT MAYORAINDAH	(438.189.028.248)	(196.095.824.798)
PT ULTRAJAYA MILK&TRAD.Co	(116.383.499.788)	(107.982.763.889)

**4.1.2 Harga Saham**

Harga saham suatu perusahaan dapat dihitung dengan membagi net asset selama satu tahun (Rp) dengan volume perdagangan (unit) dalam periode waktu yang sama.

Berikut tabel harga saham perusahaan-perusahaan yang diteliti (perhitungan terdapat pada lampiran 8):

**Tabel 4.2**

**Harga Saham**

Perusahaan	2001	2000
PT ASTRA INTERNASIONAL	3112,32	3157,85
PT BRANTA MULIA	1573,70	1664,70
PT BAT INDONESIA	4745,88	5275,75
PT HAM SAMPOERNA	876,90	3904,40
PT MAYORA INDAH	351,77	348,34
PT ULTRAJAYA MILK&TRAD. Co.	102,97	75,01

### 4.1.3 Pengujian Hipotesis

Untuk melakukan pengujian statistic, terlebih dahulu dirumuskan hipotesis penelitian seperti yang tercantum dalam bab III. Rumus hipotesis tersebut adalah sebagai berikut:

$H_0$  = Economic Value Added berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham di pasar modal.

$H_a$  = Economic Value Added tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham di pasar modal.

#### 4.1.3.1 Analisis Regresi Linier Sederhana

Data yang telah diperoleh berupa angka-angka yang meliputi nilai EVA dan harga saham akan diolah dalam perhitungan statistik sebagai variabel X dan variabel Y. Perhitungan untuk analisis ini dilakukan dengan menggunakan Microsoft Excel. Perhitungan terdapat pada lampiran 9.

**Tabel 4.3 Perhitungan  
Variabel X dan Y**

<b>Perusahaan</b>	<b>EVA Rata-rata</b>	<b>Harga Saham Rata-rata</b>
PT ASTRA INTERNASIONAL	(1.976.056.000.318)	3135,08
PTBRANTAMULIA	266.616.990.225	1619,12
PT BAT INDONESIA	(1.850.285.662.480)	5010,81
PT HAM SAMPOERNA	(133.523.837.425)	2390,65
PT MAYORAINDAH	(317.142.426.523)	350,05
PT ULTRJAYAMILK&TradCo	(112.183.131.838)	88,99

Hasil perhitungan yang diperoleh, yakni:

$$a = 1101,446$$

$$b = -1,452E-09X$$

Dari hasil di atas diperoleh persamaan regresi linier sebagai berikut :

$$Y = a + bX$$

$$Y = 1101,446 - 1,452E - 09X$$

Dari bentuk persamaan regresi tersebut dapat disimpulkan bahwa bentuk hubungan antara EVA dengan harga saham menunjukkan hubungan yang negatif, yang berarti bahwa setiap kenaikan nilai EVA(X) maka akan mengakibatkan penurunan terhadap harga saham(Y), demikian sebaliknya.

#### 4.1.3.2 Analisis Korelasi

Analisis korelasi dilakukan untuk mengetahui derajat pengaruh antara ke dua variabel yang diteliti. Dalam perhitungannya penulis menggunakan rumus *Pearson*, sebagai berikut:

$$r_{xy} = \frac{n \sum XY - \sum X \sum Y}{\sqrt{n \sum X^2 - (\sum X)^2} \sqrt{n \sum Y^2 - (\sum Y)^2}}$$

$$r_{xy} = 0,764$$

Dari hasil perhitungan menggunakan program SPSS didapat  $r^2$  sebesar 0,764. Hal ini menunjukkan bahwa Economic Value Added dan harga saham mempunyai korelasi yang tinggi. Terlihat dari 76,4% mengikuti pola berikut, jika X (EVA) meningkat maka Y (Harga saham di pasar modal) menurun, sisanya 14,6% tidak mengikuti pola tersebut.

#### 4.1.3.3 Analisis Koefisien Determinasi

Analisis ini dilakukan untuk mengetahui besarnya persentase pengaruh Economic Value Added terhadap harga saham dapat diketahui dengan menggunakan rumus koefisien determinasi sebagai berikut:

$$kd = r^2 \times 100\%$$

$$kd = (0,764)^2 \times 100\%$$

$$= 58,4\%$$

Dari hasil diatas diketahui bahwa pengaruh Economic Value Added terhadap harga saham adalah sebesar 58,4%, sedangkan sisanya yaitu sebesar 41,6% merupakan pengaruh faktor-faktor lain selain Economic Value Added yang tidak dibahas oleh penulis. Faktor-faktor lain tersebut dapat berupa :

1. Perkembangan Teknologi

Seorang investor harus mengetahui teknologi apa yang digunakan oleh perusahaan untuk menghasilkan barang dan jasa.

2. Kebijakan pemerintah baik dibidang ekonomi, moneter maupun dibidang industri riil dan jasa lain akan memberikan dampak kepada sektor-sektor industri.

3. Perkembangan kurs

Melalui perkembangan kurs suatu efek, seorang investor akan memperoleh gambaran keadaan perdagangan efek, baik masa lalu, sekarang, dan mendatang, keadaan pasar yaitu kondisi optimistic (*bull market*) atau kondisi pesimistik (*bear trend*).

4. Kondisi Ekonomi

Investor perlu mengetahui kondisi ekonomi sekarang, pada saat resesi, berkembang, stabil, dan perkiraan kondisi perekonomian masa-masa mendatang.

5. Keadaan Politik

Keadaan politik penting bagi investor untuk memutuskan berinvestasi atau tidak. Karena setiap perubahan, misalnya pergantian pemimpin negara dapat mempengaruhi perubahan total dibidang ekonomi, politik, maupun keamanan suatu negara.

Untuk menentukan hipotesis diterima atau ditolak maka akan dilakukan uji t dengan rumus:

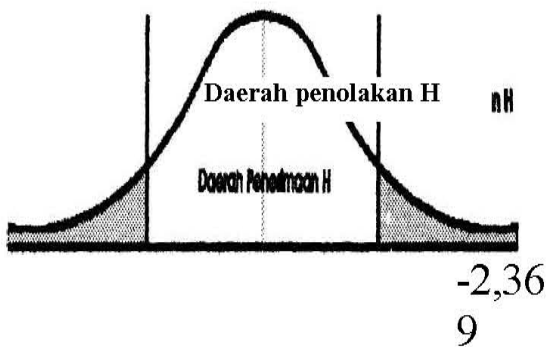
$$t = \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}}$$

$$t = \frac{0,764\sqrt{4-2}}{\sqrt{1-(0,764)^2}}$$

$$t = \frac{0,764\sqrt{2}}{\sqrt{1-0,583696}}$$

$$t = -2,369$$

grafik Daerah Penerimaan H



2,36  
9

Nilai *t* hitung, adalah sebesar -2,369, sedangkan *t* tabel, pada tingkat signifikansi 5% dengan degree of freedom sebesar (6-2=4) adalah sebesar -2,78, sehingga dapat ditentukan bahwa *t* hitung, lebih kecil dari *t* tabel, dengan ditentukan berdasarkan kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis, yaitu:

- Ho diterima apabila  $t_{hitung} > t_{tabel}$
- Ho ditolak apabila  $t_{hitung} < t_{tabel}$

ini mengakibatkan penolakan terhadap hipotesis yang diajukan penulis, yaitu EVA mempunyai pengaruh terhadap harga saham dipasar modal.

## **4.2 Pembahasan**

### **4.2.1 Hubungan Economic Value Added terhadap Harga Saham**

Berdasarkan hasil penelitian dan perhitungan analisis regresi sederhana, analisis koefisien determinasi, analisis koefisien dan uji  $t$ , diketahui bahwa terdapat hubungan negatif antara EVA dengan harga saham di pasar modal yang berarti bahwa setiap kenaikan nilai EVA(X) akan mengakibatkan penurunan terhadap harga saham(Y).

### **4.2.2 Pengaruh Economic Value Added terhadap Harga Saham**

Dari hasil penelitian di atas, terlihat bahwa EVA jelas memberikan gambaran yang berbeda, dimana hampir seluruh perusahaan yang diteliti menghasilkan EVA yang negatif. Perusahaan-perusahaan tersebut bukannya menciptakan nilai tetapi menghancurkan nilai kekayaan pemegang saham. Bahkan jika ditelusuri lebih jauh terdapat beberapa perusahaan yang selama beberapa tahun menghasilkan tingkat imbal hasil yang lebih rendah daripada tingkat bunga bebas risiko.

Kenyataan bahwa EVA tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham di pasar modal atau harga saham tidak merupakan pencerminan dari EVA membuktikan pasar modal Indonesia bersifat *WeakForm efficient*, yaitu bahwa harga saham di pasar modal tidak mencerminkan seluruh informasi yang ada. Hal ini juga dapat dilihat dari perhitungan analisis yang peneliti lakukan, yakni analisis regresi sederhana, analisis korelasi, analisis koefisien determinasi.

Dari koefisien korelasi multipelnya ( $r$ ) adalah sebesar 0,764 menunjukkan korelasi yang tinggi, antara EVA dengan harga saham di pasar modal. Koefisien determinasi multipelnya ( $D$ ) adalah sebesar 58,4%, menunjukkan bahwa pengaruh

EVA terhadap harga saham sebesar 58,4%. Sedangkan sisanya sebesar 41,6% merupakan faktor-faktor lain yang tidak diteliti oleh penulis.

Konsep EVA tidak bisa diterapkan dengan baik di dalam pasar modal yang bersifat *weakform efficient* karena di dalam pasar modal dengan kondisi demikian, sebagian pelakunya bisa mendapatkan *inside information* yang bisa menimbulkan *abnormal return* sementara pelaku lain tidak. Dengan demikian harga saham dipasar modal tidak lagi mencerminkan kinerja intern perusahaan.

Perbedaan yang terjadi antara apa yang telah dicetuskan oleh pencetus EVA dengan kenyataan yang terjadi di pasar modal Indonesia disebabkan oleh berbagai faktor, antara lain :

1. Kemungkinan investor pasar modal kurang mendasarkan *sell-buy decision-nya* pada pendekatan fundamental. Jadi harga saham di pasar lebih cenderung terbentuk karena sentimen pasar, spekulasi, dan sebagainya.
2. Kemungkinan investor melihat indikator kinerja perusahaan yang lain menyematkan seperti return atau arus kas saja tanpa memperhatikan biaya modalnya. Jadi harga pasar saham yang terbentuk juga merupakan cerminan dari indikator-indikator tersebut, bukan EVA.
3. Kemungkinan pengaruh lingkungan eksternal justru lebih dominan sebagai dasar pengambilan keputusan investor sendiri. Pengaruh pasar tersebut dapat datang dari kondisi pasar uang, seperti naiknya tingkat suku bunga baik dalam negeri maupun luar negeri, isu devaluasi , sehingga mengakibatkan tekanan terhadap nilai jual saham, yang *notabene* tidak ada kaitannya dengan kinerja perusahaan.
4. Kurang diterapkannya Good Corporate Governance oleh manajemen perusahaan dalam transparansi atas laporan keuangan serta kondisi perusahaan.
5. Kemungkinan kurang dimasyarakatkannya penerapan EVA dalam seluruh lingkup perusahaan, di mana seharusnya juga mendapat dukungan penuh dari manajemen puncak perusahaan.

## **BAB V**

### **SIMPULAN DAN SARAN**

#### **5.1 Simpulan**

Berdasarkan hasil analisis yang penulis lakukan, dapat diambil simpulan sebagai berikut:

1. Sebagian besar dari perusahaan yang diteliti menggambarkan bentuk hubungan antara Economic Value Added dengan harga saham yang negatif, dimana hal ini menunjukkan kenaikan EVA mengakibatkan penurunan terhadap harga saham. Hal ini berarti bahwa perusahaan-perusahaan tersebut bukannya menciptakan nilai tetapi justru menghancurkan nilai kekayaan pemegang saham. Bahkan bila ditelusuri lebih jauh terdapat beberapa perusahaan yang menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih rendah daripada tingkat bunga bebas risiko.
2. Economic Value Added dan harga saham mempunyai korelasi yang tinggi, hal ini dapat dilihat dari kontribusi Economic Value Added untuk mempengaruhi harga suatu saham di pasar modal sebesar 76,4%. Sedangkan kontribusi EVA untuk mempengaruhi harga suatu saham perusahaan di pasar modal sebesar 58,4%. Meskipun nilai yang dihasilkan tinggi, namun hasil perhitungan tersebut bukanlah cerminan mutlak terhadap pengaruh EVA terhadap harga saham, karena hubungan yang tercipta justru negatif. Ini berarti pengaruh Economic Value Added terhadap harga saham di pasar modal tidak signifikan. Hal ini dapat disebabkan kurang mendasarkan *self-buy decision-nya* pada pendekatan fundamental. Jadi harga saham di pasar modal cenderung terbentuk karena faktor-faktor sentimen pasar, spekulasi dan sebagainya. Hal ini menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia bersifat *weak-form efficient*, yaitu harga pasar saham tidak mencerminkan seluruh informasi yang ada.

## 5.2 Saran

### **Bagi perusahaan :**

1. EVA merupakan pengukur kinerja yang dapat mengukur nilai tambah yang dihasilkan oleh perusahaan kepada investor. Agar dapat diimplementasikan secara utuh, EVA harus menjadi salah satu falsafah hidup dan bagian dari budaya perusahaan. Karena itu EVA perlu dimasyarakatkan keseluruh perusahaan dengan dukungan penuh dari manajemen puncak. Satu hal yang tidak bisa diabaikan adalah terciptanya *Good Corporate Governance*, agar manajemen dapat lebih transparan dalam menyampaikan laporan keuangan ataupun kondisi perusahaannya.

2. Melihat harga saham yang cukup fluktuatif, disarankan agar perusahaan dapat memperbaiki performa harga sahamnya dimasa mendatang dengan menurunkan *controllable risk* yang dapat meningkatkan manajemen, teknologi, bahan baku, dan daya saing.

### **Bagi Investor:**

Sebaiknya para investor yang ingin melakukan investasi dalam bentuk saham mengadakan penelitian lebih lanjut dan mendalam, baik dalam mengukur kriteria-kriteria keuangan perusahaan maupun dalam membaca dan mengantisipasi faktor-faktor di luar kendali perusahaan yang berpengaruh cukup besar terhadap harga saham.

### **Bagi Pihak Lain :**

Bagi pihak lain yang berkepentingan dengan penelitian ini untuk masa yang akan datang, bila kan mengadakan penelitian tambahan atau kelanjutan diharapkan dapat memperbaiki kekurangan-kekurangan yang ada dalam penelitian ini. Seperti jangka waktu yang diteliti lebih panjang lagi atau ikut

memperhitungkan faktor-faktor lain yang mempengaruhi terbentuknya EVA dan harga saham di pasar modal.

## DAFTAR PUSTAKA

- Bambang Riyanto, 1995, *Dasar-aasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Keempat, BPFE, Yogyakarta
- Bowlin, Oswald D., Martin, John D., Scott, David F., 1990, *Financial Analysis*, 2<sup>nd</sup> Edition, Prentice Hall International
- Dess, Gregory E., Alex L. Miller, 1992, *Strategic Manajemen*, International Edition, Me Graw Hill, New York
- Fess, Philip E., Carl S. Warren, 1994, *Accounting Principle*, 17<sup>th</sup> Edition, South-western Publishing Co, Cincinnati, Ohio
- Gatot Widayanto, *EVA Miami : Suatu Terobosan Bant dalam Pengukuran Kinerja Perusahaan*, Usahawan No. 12 Th XXII Desember, 1993 IAI, 1999, *Slandar Akuniansi Keuangan*, Buku Satu, Penerbit Salemba Empat, Jakarta
- Moh. Nazir, 1988, *Meiode Penelilian*, Cetakan Ketiga, Ghalia Indonesia, Jakarta
- Novi Nurindrayani, 1998, *Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Tingkal Pengembalian Saham (Melalui Pendekatan Economic Value Added)*, Universitas Padjadjaran
- Saiful M. Ruky, *EVA dan Penciptaan Nilai Perusahaan*, Usahawan No. 09 Th XXVI September 1997
- Schlosser, 1992, *Corporate Finance A Model Building Approach*, Prentice Hall
- Smith, Jay M, 1995, *Intermediate Accounting*, 12<sup>th</sup> Edition, South-Western Publishing Co. Cincinnati, Ohio
- Stewart Lil, G. Bennet., 1991, *The Quest For Value*, International Edition, New York Publisher Inc
- Siddharta Utama, *Economic Value Added : Pengukur Peneiptaan Nilai Perusahaan*, Usahawan No. 04 Th XXVI April 1997
- Swasembada. Majalah, 2001

ANOVA

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	9904565	1	9904565.141	5.610	.077 <sup>a</sup>
Regression	7061845	4	1765461.215		
Total	16966410	5			

- a. Predictors: (Constant), EVA
- b. Dependent Variable: HARGA SAHAM

Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Correlations			
	B	Std. Error				Beta	Zero-order	Partial	Part
1	(Constant)	1101.446	686.776	-.764	1.604	.184	-.764	-.764	-.764
	EVA	-.145E-09	.000		-2.369	.077			

- a. Dependent Variable: HARGA SAHAM

Regression

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	EVA		Enter

- <sup>a</sup> All requested variables entered.
- b. Dependent Variable: HARGA SAHAM

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Change Statistics					
				Std. Error of the Estimate	Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.764 <sup>a</sup>	.584	.480	1328.7066	.584	5.610	1	4	.077

- a. Predictors: (Constant), EVA

**CAPITAL PT ASTRA  
INTERNASIONAL Tbk.**

	2001	2000
Common Equity	2.566.826.000.000	1.704.971.000.000
Minority Interest	1.983.552.000.000	1.749.548.000.000
DEBT:		
Short Term Debt	1.795.072.000.000	2.006.320.000.000
Current Portion Long Term Debt	2.970.480.000.000	2.395.742.000.000
Long Term debt	7.061.377.000.000	7.947.874.000.000
Capital Lease Obligation	9.348.000.000	11.712.000.000
Current Capital Lease Obligation	21.889.000.000	42.511.000.000
EE:		
Bad Debt Reserve	44.104.000.000	60.340.000.000
Goodwill	295.995.000.000	336.888.000.000
<b>CAPITAL</b>	<b>16.748.643.000.000</b>	<b>16.255.906.000.000</b>

**CAPITAL  
PT BAT INDONESIA Tbk.**

	2001	2000
Common Equity	403.211.000.000	381.519.000.000
Minority Interest	3.951.000.000	2.924.000.000
DEBT:		
Short Term Debt	40.000.000.000	193.000.000.000
EE:		
Deferred Tax Liabilities	2.829.000.000	
Pension Fund	13.907.000.000	14.182.000.000
<b>CAPITAL</b>	<b>463.898.000.000</b>	<b>591.625.000.000</b>

**CAPITAL**  
**PT BRANTA MULIA Tbk.**

	2001	2000
Common Equity	1.809.572.578.904	1.914.396.751.015
Minority Interest	75.953.666.685	66.514.798.219
DEBT:		
Short Term Debt	15.567.399.048	16.774.861.349
Current Portion Long Term Debt	152.895.188.924	145.094.448.122
Long Term Debt	878.512.425.958	958.932.455.312
EE:		
Bad Debt Reserve	1.097.304.582	-
Goodwill	22.780.819.466	28.993.770.230
Deferred Tax Liabilities	94.649.862.055	1.059.996.770.497
<b>CAPITAL</b>	<b>2.311.029.245.622</b>	<b>4.190.730.854.744</b>

**CAPITAL**  
**PT HANJAYA MANDALA SAMPOERNA Tbk.**

	2001	2000
Common Equity	4.161.567.000.000	3.821.862.000.000
Minority Interest	229.159.000.000	209.713.000.000
DEBT :		
Short Term Debt	794.547.000.000	286.155.000.000
Current Portion Long Term Debt	126.069.000.000	37.028.000.000
Long Term Debt	26.069.000.000	150.568.000.000
Capital Lease Obligation	3.871.000.000	771.000.000
Current Capital Lease Obligation	3.045.000.000	2.797.000.000
EE:		
Goodwill	85.885.000.000	88.002.000.000
Bad Debt Reserve	8.721.000.000	8.218.000.000
<b>CAPITAL</b>	<b>5.438.933.000.000</b>	<b>4.605.114.000.000</b>

**CAPITAL**  
**PT MAYORA INDAH Tbk.**

	2001	2000
Common Equity	627.522.008.845	596.385.815.142
Minority Interest	7.551.456.655	6.031.487.876
EE:		
Bad Debt Reserve	2.136.380.688	-
Deferred Tax Liabilities	3.864.307.016	5.088.729.670
Pension Find/Liabilities	6.205.681.356	2.548.175.869
<b>CAPITAL</b>	<b>647.279.834.560</b>	<b>610.054.208.557</b>

**CAPITAL**  
**PT ULTRAJAYA MILK INDUSTRY&TRADING Co. Tbk.**

	2001	2000
Common Equity	506.829.214.479	476.433.121.897
DEBT:		
Short Term Debt	70.585.829.296	56.360.071.594
Current Portion Long Term Debt	2.931.640.284	2.559.385.555
Capital Lease Obligation	2.963.015.969	5.894.656.253
EE:		
Bad Debt Reserve	66.238.796	101.157.386
<b>CAPITAL</b>	<b>583.375.938.788</b>	<b>541.348.392.685</b>

**NOPAT**  
**PT ASTRA INTERNASIONAL Tbk.**

	2001	2000
Income available to Common	844.511.000.000	(238.353.000.000)
Minority Interest Provision	(411.625.000.000)	(258.707.000.000)
Increase in (Decrease) EE :		
Bad Debt Reserve	16.236.000.000	20.158.655.000
Goodwill	40.893.000.000	35.487.000.000
Adjusted Income to Common	490.015.000.000	441.414.345.000
Interest Expense	(1.277.122.000.000)	(1.425.551.000.000)
Tax Benefit of Interest Expense	(383.136.600.000)	(427.665.300.000)
Interest Expense After Tax	(893.985.400.000)	(997.885.700.000)
<b>NOPAT</b>	<b>(403.970.400.000)</b>	<b>(556.471.355.000)</b>

**NOPAT**  
**PT BAT INDONESIA Tbk.**

	2001	2000
Income Available to Common	113.420.000.00	57.464.000.000
Minority Interest Provision	(1.387.000.000)	(987.000.000)
Increase in (Decrease) EE :		
Deferred Tax Liabilities	2.829.000.000	-
Pension Fund	(275.000.000)	1.458.550.000
Adjusted Income to Common	114.587.000.00	57.935.550.000
Merest Expense	-	-
Tax Benefit of Interest Expense	-	-
Interest Expense After Tax	-	-
<b>NOPAT</b>	<b>114.587.000.00</b>	<b>57.935.550.000</b>

**NOPAT PTBRANTAMULIA**  
**Tbk.**

	2001	2000
Income Available to Common	71.189.417.298	21.622.786.622
Minority Interest Provision	(4.557.975.985)	(10.444.970.327)
Increase in (Decrease) EE :		
Bad Debt Reserve	1.097.304.582	
Goodwill	(6.212.950.770)	(3.580.665.000)

Deferred Tax Liabilities	(965.346.908.442)	1.636.450.600.000
Adjusted Income to Common	(903.831.113.317)	1.644.047.751.295
Interest Expense	84.683.133.968	(115.492.878.382)
Tax Benefit of Interest Expense	25.404.940.190	(34.647.863.515)
Interest Expense After Tax	59.278.193.778	(80.845.014.867)
<b>NOPAT</b>	<b>(844.552.919.539)</b>	<b>1.563.202.736.428</b>

**NOPAT**  
**PT HANJAYA MANDALA SAMPOERNA Tbk.**

	2001	2000
Income Available to Common	955.413.000.00	1.013.897.000.00
Minority Interest Provision	22.660.000.00	7.442.000.000
Increase in (Decrease) EE :		
Goodwill	(2.117.000.000)	9.980.356.000
Bad Debt Reserve	(503.000.000)	(250.876.530)
Adjusted Income to Common	975.453.000.00	1.031.068.479.47
Interest Expense	-	-
Tax Benefit of Interest Expense	-	-
Interest Expense After Tax	-	-
<b>NOPAT</b>	<b>975.453.000.00</b>	<b>1.031.068.479.470</b>

**NOPAT**  
**PT MAYORAINDAH Tbk**

	2001	2000
Income Available to Common	31.136.193.703	(23.373.343.552)
Minority Interest Provision	(1.519.968.779)	(1.215.579.236)
Increase in (Decrease) EE :		
Bad Debt Reserve	2.136.380.688	-
Goodwill	-	-
Deferred Tax Liabilities	(1.224.422.654)	3.986.580.500
Pension Fund/Liabilities	3.657.505.487	4.540.875.000
Adjusted Income to Common	34.185.688.445	(16.061.467.288)
Interest Expense	(65.531.038.279)	(74.093.020.077)
Tax Benefit of Interest Expense	(19.659.311.484)	(22.227.906.023)
Interest Expense After Tax	(45.871.726.795)	(51.865.114.054)
<b>NOPAT</b>	<b>(11.686.038.350)</b>	<b>(67.926.581.342)</b>

**NOPAT**  
**PT ULTRA JAYA MILK&TRADING CO.Tbk**

	2001	2000
Income Available to Common	30.396.092.58	29.873.810.799
Minority Interest Provision	-	-
Increase in (Decrease) EE :		
Bad Debt Reserve	(34.918.590)	(59.680.000)
Adjusted Income to Common	30.361.173.99	29.814.130.799
Interest Expense	39.517.716.181	28.197.807.069
Tax Benefit of Interest Expense	11.871.514.85	8.459.342.121
Interest Expense After Tax	27.700.201.32	19.738.464.948
<b>NOPAT</b>	<b>2.660.972.665</b>	<b>10.075.665.851</b>

**Rate of Return**  
**PT ASTRA INTERNASIONAL Tbk.**

	2001	2000
NOPAT	(403.970.400.000)	(556.471.355.000)
Capital	16.748.643.000.00	16.255.906.000.00
<i>r</i>	<b>-0,02412</b>	<b>-0,03423</b>

**Rate of Return**  
**PT BAT INDONESIA Tbk**

	2001	2000
NOPAT	114.587.000.00	57.935.550.000
Capital	463.898.000.00	591.625.000.000
<i>r</i>	<b>0,24700</b>	<b>0,09792</b>

**Rate of Return  
PT BRANTA MULIA Tbk**

	2001	2000
NOPAT	(844.552.919.539	1.563.202.736.42
Capital	2.311.029.245.62	4.190.730.854.74
<b><i>r</i></b>	<b>-0,36540</b>	<b>0,37301</b>

**Rate of Return  
PT HANJAYA MANDALA SAMPOERNA Tbk.**

	2001	2000
NOPAT	975.453.000.00	1.031.068.479.470
Capital	5.438.933.000.00	4.605.114.000.00
<b><i>r</i></b>	<b>0,17934</b>	<b>0,22389</b>

**Rate or Return  
PT MAYORA INDAH Tbk**

	2001	2000
NOPAT	(11.686.038.350	(67.926.581.342)
Capital	647.279.834.56	610.054.208.557
<b><i>r</i></b>	<b>-0,018054</b>	<b>-0,11134</b>

**Rate of Return  
PT ULTRA JAYA MILK&TRADING CO.Tbk**

	2001	2000
NOPAT	2.660.972.665	10.075.665.851
Capital	583.375.938.78	541.348.392.685
<b><i>r</i></b>	<b>0,00456</b>	<b>0,01861</b>

## Biaya Modal Rata-rata Tertimbang

### PT ASTRA INTERNASIONAL

#### Tahun 2001

Nilai pasar dari utang	= 10.354.940.000.000 +
	11.668.228.000.000 =
	22.023.168.000.000 =
Nilai pasar dari ekuitas	2.566.826.000.000
Biaya utang	= 27% =
Tingkat pajak Biaya ekuitas	30,23%
	= 36%

$$\text{WACC} = [ 22.023.168.000.000 + (22.023.168.000.000 + 2.566.826.000.000) ] \times (23\%)(1-0,3023) + [ 2.566.826.000.000 + (24.589.994.000.000) ] \times (36\%) = \mathbf{0,18027}$$

## Harga Saham

### PT HANJAYA MANDALA SAMPOERNA Tbk.

	Net Asset	Jumlah Saham	Harga Saham
<b>2001</b>	9.470.540.000.000	10.800.000.000	876,90
<b>2000</b>	8.524.815.000.000	2.188.000.000	3904,40

## Harga Saham

### PT MAYORA INDAH Tbk.

	Net Asset	Jumlah Saham	Harga Saham
<b>2001</b>	1.324.990.169.80	3.766.584.000	<b>351,77</b>
<b>2000</b>	1.312.038.964.31	3.766.584.000	<b>348,34</b>

## Harga Saham

### PT ULTRA JAYA MILK&TRADING Co.

	Net Asset	Jumlah Saham	Harga Saham
<b>2001</b>	970.601.118.90	9.425.588.000	102,97
<b>2000</b>	$\frac{5}{2}$ 707.021.622.12	9.425.588.000	75,01

## Perhitungan Variabel X dan Y

	X	Y	X <sup>2</sup>	Y <sup>2</sup>	XY
	(1.976.056.000.318)	3135,08	3.904.797.316.392.771.616.101.124	9.828.726,60	6.195.093.645.476.955,44
	266.611.990.225	1619,12	71.081.953.331.735.495.550.625	2.621.549,57	431.676.805.613.102
	(1.850.285.662.480)	5010,81	3.423.557.032.779.052.479.750,400	25.108.216,85	9.271.429.900.411.408,8
	(133.523.837.425)	2390,65	17.828.615.160.697.830.630.625	5.715.207,42	319.208.761.940.076,25
	(317.142.426.523)	350,05	100.579.318.700.896.453.869.529	122.535	111.015.706.404.376,15
	(112.183.131.838)	88,99	125.858.055.068.982.089.258.244	7919,22	9.983.176.902.263,62
<b>I</b>	(4.122.579.068.359)	2099,11	<b>7.643.702.291.434.135.965.160.547</b>	<b>7.234.025,77</b>	<b>16.338.407.996.748.182,26</b>