

ANALISA PENGARUH *ECONOMIC VALUE ADDED* (EVA)
TERHADAP *MARKET VALUE ADDED* (MDA)
PADA INDUSTRI MANUFAKTUR
DI BURSA EFEK JAKARTA

Tesis
untuk memenuhi sebagian persyaratan
mencapai derajat Sarjana S-2

Program Studi Magister Manajemen
Jurusan Ilmu-ilmu Sosial



diajukan oleh
Murti Wijayanti
4044/PS/MM/99

Kepada
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS GADJAH MADA
2000



LEMBAR PENGESAHAN

ANALISA PENGARUH *ECONOMIC VALUE ADDED* (EVA) TERHADAP *MARKET VALUE ADDED* (MDA) PADA INDUSTRI MANUFAKTUR DI BURSA EFEK JAKARTA

yang dipersiapkan dan disusun oleh
Murti Wijayanti
4044/PS/MM/99
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji
pada tanggal 18 Agustus 2000
dan dinyatakan telah lulus memenuhi syarat

Yogyakarta, 18 Agustus 2000

Dosen Pembimbing

Dr. Eduardus Tandelilin, MBA

Dosen Penguji I

Drs. R. Agus Sartono, MBA

Dosen Penguji II

Dr. Eduardus Tandelilin, MBA

KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadiran Allah SWT penulis panjatkan atas segala rahmat dan karunia-Nya, diberikan kesehatan dan kemampuan sehingga dapat menyelesaikan thesis ini sebagaimana mestinya.

Thesis yang berjudul **ANALISA PENGARUH ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) TERHADAP MARKET VALUE ADDED (MVA) PADA INDUSTRI MANUFAKTUR DI BURSA EFEK JAKARTA** ini merupakan salah satu syarat kelulusan untuk mencapai derajat Sarjana S-2 di Program Studi Magister Manajemen Universitas Gadjah Mada.

Penulis menghaturkan terima kasih yang sedalam-dalamnya kepada yang terhormat **Bapak Dr. Eduardus Tandelilin, MBA** sebagai dosen pembimbing thesis yang dengan penuh kesabaran berkenan meluangkan waktu, tenaga, dan pikiran untuk memberikan bimbingan dan pengarahan yang sangat berharga kepada penulis dalam penyusunan thesis ini.

Pada kesempatan ini penulis juga menyampaikan ucapan terima kasih kepada beberapa pihak yang telah banyak membantu baik secara moril dan materil kepada :

1. Dosen Pengajar MM UGM yang telah mengajarkan ilmunya kepada penulis selama kuliah.

2. Staf bagian Akademik dan bagian Perpustakaan MM UGM : Mas Usa, Mas Widadi, Mas Ponimin, Mas Puji, Mbak Tunjung, Mbak Etty, Pak Sugeng dan Mas Hadi, Mas Jaya, Mas Sumiyo, Mbak Prapti, Mas Bashar.
3. Staf Perpustakaan Bursa Efek Jakarta.
4. Bapak dan Ibu Drs. Ali Ridho, Dek' Andri, Dek' Octa, dan Mbah Maslikah yang telah memberikan kasih sayang serta dukungan moril, materil, dan spiritual.
5. Niki Hikmah Mundi Santoso, SE atas bantuan berupa pengertian, kesabaran, serta motivasi yang memiliki arti sendiri bagi penulis dan telah banyak membantu dalam menyelesaikan thesis ini.
6. Vidi, Mbak Ita, Ine, Mbak Ida, Mila, Hesti dan teman-teman kost di Dandang Gulo atas kebersamaan dan persahabatan yang terjalin.
7. Mas Donny dari MM UI yang telah bersedia memberikan bahan dan informasi yang sangat berharga dalam penulisan thesis ini.
8. Bapak Ir. Untung dari MEP yang telah bersedia menyediakan waktu untuk wawancara dan berdiskusi mengenai statistik dan program komputer untuk statistik.
9. Ibu Dra. Khomsiyah, Ak. MM selaku mantan pembimbing skripsi S-1 atas waktu yang diberikan dalam berdiskusi mengenai berbagai hal yang berhubungan dengan tema thesis penulis.
10. Tante Ratih di Dipowinatan dan Keluarga di Jl. Sendok, terutama Mas Ferdi dan Mbak Alice selaku "kakak" yang telah banyak membantu penulis selama di Yogya.

11. Bapak Noes P. Moeksan dan Bapak Doddy Moendjito selaku direktur PT Expanda Murti Internesia.
12. Rekan-rekan PT Expanda Murti Internesia atas dukungannya.
13. Para sahabat di Jakarta: DAIMWL, MMG, Toto, dan mantan rekan Labkom USAKTI: Kris, Iwed, dan Mas Marky, atas *support*, canda tawa, dan doanya.
14. Yayuk the “real best friend”, Dhani cilik, Yetty, Di², Aso, Hanif, Aris, Buhari, Amos, Mas Heru, Mas Adri, Even, Esti, Indra, Aldi, Mirza, Ana, Intan, dan Asto, Ronny, Rizky, Mas Dhani, dan teman-teman angk. 20, 21, dan 23 lainnya yang tidak dapat disebutkan satu per satu disini, yang telah menemani penulis selama menimba ilmu di bangku kuliah MM UGM.

Akhir kata, penulis berharap agar thesis ini dapat berguna bagi semua pihak yang berkepentingan. Penulis mohon maaf bila dalam penulisan tugas paling akhir ini terdapat kekurangan yang disebabkan oleh keterbatasan pengetahuan dan wawasan yang dimiliki penulis.

Yogyakarta, Agustus 2000

Penulis,

Murti Wijayanti

DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Halaman Pengesahan	ii
Halaman Pernyataan	iii
Kata Pengantar	iv
Daftar Isi	vii
Daftar Tabel	xi
Daftar Lampiran	xii
Abstrak	xiii

BAB I. PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah	1
B. Permasalahan	7
C. Tujuan Penelitian	8
D. Manfaat Penelitian	8
E. Hipotesis	8
F. Metode Analisa Data	9

BAB II. LANDASAN TEORI

A. Pentingnya Manajemen Keuangan	10
B. Economic Value Added	11

B.1 Definisi	11
B.2 Komponen Modal Sebagai Pembentuk EVA	14
B.2.1 Biaya Hutang (<i>Cost of Debt = k_d</i>)	16
B.2.2 Biaya Ekuitas (<i>Cost of Equity = k_e</i>)	16
B.2.3 Struktur Modal Optimal	18
B.2.4 Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (<i>WACC</i>)	19
B.3 Manfaat	19
B.4 Kelemahan	22
C. Market Value Added	24
C.1 Definisi	24
D. Hubungan EVA, MVA dengan Net Present Value (NPV)	25

BAB III. METODE PENELITIAN

A. Populasi dan Sampel	28
B. Sumber Data	31
B.1 Data Primer	31
B.2 Data Sekunder	31
C. Identifikasi Variabel	32
D. Definisi Operasional Variabel	32
E. Metode Analisa Data	32
E.1 Perhitungan EVA	32

E.1.1 Menghitung Biaya Hutang (k_d)	32
E.1.2 Menghitung Biaya Modal Sendiri (k_e)	33
E.1.3 Menghitung Struktur Modal Perusahaan	33
E.1.4 Menghitung Biaya Modal Rata-rata Tertimbang	34
E.1.4 Menghitung NOPAT	34
E.1.5 Menghitung EVA	34
E.2 Perhitungan MVA	34
E.3 Membentuk Persamaan Regresi Sederhana	35
E.4 Pengujian Hipotesis dan Interpretasi Hasil	36
E.4.1 Uji t	36

BAB IV. ANALISA DATA DAN PEMBAHASAN

A. Perhitungan EVA	38
B. Perhitungan MVA	39
C. Hasil Persamaan Regresi Sederhana	40
D. Pengujian Hipotesis dan Interpretasi Hasil	41
D.1 Model I	41
D.2 Model II	42
D.3 Model III	43
D.4 Model IV	44

BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan	47
B. Saran	48
Daftar Pustaka	49
Lampiran	51

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	Statistik Bursa Efek Jakarta	3
Tabel 3.1	Perusahaan Sampel	30
Tabel 4.1	Hasil Regresi Model I	41
Tabel 4.2	Hasil Regresi Model II	42
Tabel 4.3	Hasil Regresi Model III	43
Tabel 4.4	Hasil Regresi Model IV	44
Tabel 4.5	Rangkuman Hasil Interpretasi	45

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1.1	Perhitungan k_d dan k_e 1992	51
Lampiran 1.2	Perhitungan k_d dan k_e 1993	52
Lampiran 1.3	Perhitungan k_d dan k_e 1994	53
Lampiran 1.4	Perhitungan k_d dan k_e 1995	54
Lampiran 1.5	Perhitungan k_d dan k_e 1996	55
Lampiran 2.1	Perhitungan WACC 1992	56
Lampiran 2.2	Perhitungan WACC 1993	57
Lampiran 2.3	Perhitungan WACC 1994	58
Lampiran 2.4	Perhitungan WACC 1995	59
Lampiran 2.5	Perhitungan WACC 1996	60
Lampiran 3.1	Perhitungan EVA dan MVA 1992	61
Lampiran 3.2	Perhitungan EVA dan MVA 1993	62
Lampiran 3.3	Perhitungan EVA dan MVA 1994	63
Lampiran 3.4	Perhitungan EVA dan MVA 1995	64
Lampiran 3.5	Perhitungan EVA dan MVA 1996	65
Lampiran 4	Hasil Regresi Model I	66
Lampiran 5	Hasil Regresi Model II	67
Lampiran 6	Hasil Regresi Model III	68
Lampiran 7	Hasil Regresi Model IV	69

ABSTRAK

Economic Value Added (EVA) sebagai indikator yang mengukur kinerja perusahaan dengan mempertimbangkan biaya atas modal yang telah diinvestasikan pertama kali dipopulerkan oleh Joel M. Stern dan G. Bennett Stewart III sebagai konsultan keuangan di New York, AS. EVA telah banyak diterapkan pada beberapa perusahaan di negara asalnya dan dalam prakteknya berhubungan dengan nilai yang dicapai suatu perusahaan. Besar kecilnya nilai yang diciptakan perusahaan berdampak pada respon masyarakat yang dicerminkan melalui naik turunnya harga saham perusahaan di bursa efek. Dengan demikian harga saham di bursa efek inilah yang mencerminkan nilai pasar perusahaan, dimana peningkatan atau penurunan harga saham tersebut menunjukkan adanya Market Value Added (MVA) perusahaan.

Tujuan yang ingin dicapai pada penelitian ini adalah menguji adanya pengaruh yang signifikan antara EVA terhadap MVA. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data keuangan perusahaan periode 1992-1996 yaitu neraca dan laporan rugi laba yang berupa hutang, modal, biaya bunga, laba operasional sebelum dan sesudah pajak, tingkat pajak yang berlaku, dan rata-rata resiko premium di Indonesia dari 32 sampel perusahaan bidang industri manufaktur yang dijadikan obyek penelitian. Sampel perusahaan tersebut dipilih menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria tertentu. Berdasarkan metode *pooling data*, hasil perhitungan EVA dan MVA yang diperoleh dianalisa menggunakan regresi sederhana. Untuk membuktikan pengujian hipotesis dilakukan empat macam variasi model regresi sederhana menggunakan *lag* waktu.

Hasil analisa yang diperoleh membuktikan bahwa dari keempat model regresi sederhana ditemukan hanya satu model yang memenuhi pengujian hipotesis. Model yang sesuai adalah model pertama, dimana MVA perusahaan pada periode ke-t dipengaruhi oleh EVA perusahaan yang tercipta pada periode t-1. Pembuktian tersebut didukung oleh hasil analisa regresi yang menunjukkan sebesar 29.1% MVA periode ke-t dipengaruhi EVA periode t-1, kemudian hasil analisa uji t $\alpha = 1\%$ sebesar 7.184 dengan nilai p -value 0.000 menunjukkan bahwa model persamaan tersebut telah membuktikan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara EVA terhadap MVA.

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Perkembangan dunia bisnis yang pesat memasuki era globalisasi pada tahun '90-an menjadikan suatu perusahaan terus bersaing secara kompetitif untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya. Dengan kondisi tersebut agar tujuan perusahaan tercapai, berbagai macam masalah yang timbul harus dihadapi dan disertai dengan solusi pengambilan keputusan yang selektif.

Kesuksesan suatu perusahaan dalam mempertahankan eksistensinya tidak luput dari peran manajer keuangan serta pengaruh keputusan keuangan yang telah dilakukan. Para manajer keuangan tersebut memiliki tugas utama dalam merencanakan pengadaan dan penggunaan dana guna memaksimalkan nilai perusahaan, dengan kata lain menentukan sumber dan penggunaan dana dari beberapa alternatif yang tersedia (Weston & Brigham, 1998). Secara normatif, tujuan keputusan keuangan yang dilakukan adalah meningkatkan kemakmuran pemilik perusahaan yang ditunjukkan dengan meningkatnya nilai perusahaan atau harga saham bagi perusahaan yang telah *go public* (Brigham, et all. 1999).

Saham sebagai salah satu instrumen *financial assets* diperdagangkan oleh perusahaan dalam *financial market*, khususnya pasar modal yang merupakan wadah jual

beli instrumen keuangan jangka panjang dalam bentuk utang ataupun modal sendiri baik yang diterbitkan pemerintah maupun perusahaan swasta. Disamping itu, pasar modal merupakan salah satu fasilitas untuk menyalurkan dana dari *lenders* (pihak yang memiliki kelebihan dana) kepada *borrowers* (pihak yang membutuhkan dana). Dengan menginvestasikan kelebihan dana yang dimiliki, dari sisi *lenders* berharap mendapat imbalan dari penyerahan dana tersebut dan sebaliknya sisi *borrowers* tersedianya dana dari pihak luar memungkinkan mereka melakukan investasi tanpa menunggu tersedianya dana dari hasil operasi perusahaan. Proses ini diharapkan akan terjadi peningkatan produksi sehingga akhirnya secara keseluruhan akan terjadi peningkatan kemakmuran (Husnan, 1998).

Pasar modal di Indonesia sejak adanya Kepres No. 60 tahun 1988 tanggal 20 Desember 1988, menunjukkan perkembangan yang sangat signifikan dilihat dari volume dan nilai perdagangannya karena selain sebagai wadah penyaluran dana juga bermanfaat untuk *benchmarking value of the firm*. Ditambah lagi dengan terbentuknya PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada 18 Maret 1992 sebagai pengelola dari pasar modal Indonesia menjadikannya sebagai wadah yang akan memudahkan berbagai pihak untuk mengukur nilai yang muncul pada suatu perusahaan melalui usaha *go public* yang telah dilaksanakan.

Perkembangan pasar modal yang mengalami peningkatan dari tahun ke tahun dapat dilihat dari jumlah emiten yang mencatatkan dirinya di lantai bursa sebanyak 139 perusahaan pada tahun 1991 menjadi 254 perusahaan pada akhir tahun 1996. Indikator lainnya adalah nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp 16,4 trilyun pada tahun 1991, pada

akhir tahun 1996 telah melonjak tajam menjadi sebesar Rp 215 trilyun. Aktivitas volume dan nilai perdagangan per hari juga mengalami peningkatan masing-masing sebesar 4.114 juta saham dan Rp 23.585 milyar pada tahun 1991, menjadi 118.6 juta saham dan Rp 304.1 milyar pada akhir tahun 1996. Indikator lain yang tidak kalah penting adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang meningkat berfluktuasi selama periode 1990-1996. (Tabel 1.1)

Tabel 1.1
Statistik Bursa Efek Jakarta, 1991-1996

Pasar Modal (Saham)	1991	1992	1993	1994	1995	1996
IHSG	247.39	274.335	588.765	469.64	513.847	637.432
Jumlah Emiten	139	153	172	217	238	254
Emiten Baru	17	13	19	47	22	16
Kapitalisasi Pasar (tril. Rp)	16.4	24.8	69.3	103.8	152.2	215
Volume Perdagangan (mil. Saham)	1.008	1.706	3.8	5.3	10.6	29.5
Nilai Perdagangan (tril. Rp)	5.778	7.953	19.1	25.5	32.4	75.7
Jumlah Transaksi (ribuan)	-	-	252	374	609	1759
Rata-rata Volume Perdagangan per Hari (juta saham)	4.114	6.908	15.6	21.6	43.3	118.6
Rata-rata Nilai Perdagangan per Hari (mil. Rp)	23585	32.2	77.6	104	131.5	304.1
Rata-rata Jumlah Transaksi per Hari	-	-	1023	1526	2478	7063
Pengumpulan Dana :						
Penawaran Perdana (tril Rp)	1	0.6	1.5	4.3	5.6	2.4
Penawaran Terbatas (tril Rp)	0.9	0.6	3	6	3.2	10.957
Waran (tril Rp)	0	0	0	0	0	0
Obligasi Konversi (tril Rp)	0	0	0	0.2	0	0.1

Sumber : JSX News

Perusahaan yang melakukan penjualan sahamnya kepada masyarakat melalui pasar modal disebut perusahaan yang *go public*. Melalui penawaran saham perdana (*initial public offering/IPO*) perusahaan akan menerima uang tunai yang akan segera dimanfaatkan untuk berbagai keperluan perusahaan. Perusahaan yang telah *go public* tersebut berarti bahwa perusahaan tidak hanya dimiliki pemilik lama tetapi juga dimiliki masyarakat. Artinya, masyarakat akan memiliki *control* tidak langsung terhadap perusahaan. Pengendalian ini kemungkinan dalam bentuk pemegang saham akan menarik modalnya atau mengganti manajemen apabila mereka tidak puas terhadap manajemen perusahaan. Untuk itu, perusahaan yang telah *go public* dituntut untuk meningkatkan kinerjanya.

Beberapa tahun terakhir telah berkembang suatu pendekatan baru dalam menilai kinerja suatu perusahaan. Terdapat dua jenis pengukurannya dikenal sebagai *Economic Value Added/EVA* dan *Market Value Added/MVA*. Keduanya belakangan ini telah diterapkan dan diterima secara luas sebagai penilaian kinerja keuangan organisasi kepemilikan investor ataupun yang non profit. Pengukuran MVA menilai dampak tindakan manajer atas kemakmuran pemegang sahamnya sejak perusahaan tersebut berdiri, sementara EVA menilai keefektifan manajer pada tahun tersebut (Gapenski, 1996).

Kedua metode tersebut pertama kali ditemukan oleh Stern & Stewart sebagai konsultan manajemen di New York, USA dan telah banyak diterapkan di berbagai perusahaan seperti Coca Cola, AT&T, Quaker Oats, Eli Lilly, Georgia Pacific, Tenneco, Whirlpool, Polaroid, IBM, Chrysler, dan lain-lain.

Sebagai salah satu indikator modern yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan, EVA dalam pengukurannya mempertimbangkan biaya modal. Tidak seperti penilaian kinerja tradisional yang menggunakan rasio Return On Equity (ROE), Return On Asset (ROA), Price Earning Ratio (PER), dan lain-lain, penilaian tersebut berdasarkan tingkat pengembalian yang diterima dari modal yang telah diinvestasikan (Utama, 1997). Metode EVA yang berhasil diciptakan perusahaan adalah faktor paling relevan dalam pembentukan nilai perusahaan yang akhirnya berpengaruh pada harga saham di bursa efek, dimana pada penelitian ini dicerminkan dengan MVA perusahaan. MVA ini dapat dimaksimisasi dengan cara meningkatkan dan menginvestasikan modal sebanyak mungkin (Brigham & Gapenski, 1996).

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan beberapa pakar, menunjukkan apabila hasil pengukuran EVA positif menandakan adanya peningkatan nilai perusahaan. Peningkatan nilai suatu perusahaan dicerminkan melalui harga saham yang diterbitkan oleh emiten terdaftar dalam bursa saham. Nilai pasar saham di pasar modal dipengaruhi oleh beberapa faktor baik eksternal maupun internal perusahaan. Umumnya, fluktuasi nilai pasar saham disebabkan adanya perubahan laba perusahaan yang tercermin dalam laporan kinerja perusahaan. Hal ini menyebabkan nilai perusahaan menjadi ukuran yang sangat penting bagi investor dalam mengambil keputusan pembelian suatu saham.

Penelitian tentang EVA telah banyak dilakukan oleh praktisi dalam dan luar negeri yang membuahkan hasil bervariasi, diantaranya menurut Dodd & Chen (1996) menganalisa bahwa ROA lebih berpengaruh terhadap *stock return* perusahaan sebesar

R^2 24,5% dibanding EVA yang hanya 20,2% sebagai metode baru dalam penilaian kinerja perusahaan. Hal tersebut sebanding dengan hasil penelitian empiris yang dilakukan Hartono & Chendrawati (1999) di BEJ yaitu pada saham ILQ 45, dimana ROA berdampak lebih signifikan pada *share return* dibandingkan dengan EVA.

O'Byrne (1996) dari Stern & Stewart Co. dalam penelitiannya menggunakan kapitalisasi EVA sebagai variabel independen dalam regresi dimana sebagai variabel dependen digunakan nilai pasar dibagi kapital. Kesimpulan yang diambil dari penelitiannya adalah perubahan EVA dapat menjelaskan 55% dari variasi perubahan harga pasar dibanding NOPAT yang hanya mampu menjelaskan 17% variasi dalam harga pasar.

Penelitian Lehn & Mikhija (1996) yang mengukur kinerja bisnis menggunakan EVA dan MVA pada 241 perusahaan besar di USA untuk tahun 1987-1993 menyatakan hasil bahwa EVA dan MVA berkorelasi positif signifikan terhadap kinerja harga saham. Selaras dengan penelitian yang dilakukan Stern & Stewart mengenai kedua hubungan tersebut dinyatakan bahwa dengan menggunakan data 618 perusahaan di USA, EVA-MVA akan lebih baik jika yang dihubungkan adalah Δ EVA dan Δ MVA, bukan nilai absolutnya. Sebaliknya, penelitian tersebut sangat berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh praktisi di dalam negeri.

Oleh Rousana (1997) dilakukan penelitian pada 30 perusahaan terbuka di BEJ yang mewakili industri pemenuhan kebutuhan infrastruktur ekonomi selama periode 5 tahun. Hasil yang diperoleh adalah selaras dengan penelitian yang dilakukan Hendaryati

(1999) pada industri farmasi, yang mengatakan bahwa tidak ditemukan adanya korelasi antara EVA dan harga pasar saham yang tercermin melalui nilai MVA. Begitu pula Sartono & Setiawan (1999) yang dalam penelitiannya pada 68 industri non jasa keuangan tidak diperoleh hubungan yang signifikan antara EVA-MVA, Δ EVA-MVA, dan Δ EVA- Δ MVA.

B. Permasalahan

Secara teoritis telah dikatakan bahwa EVA sebagai indikator kinerja perusahaan yang mempertimbangkan biaya modal atas modal investasi, berhubungan langsung dengan nilai perusahaan. Dari beberapa penelitian yang telah dilakukan, diketahui bahwa EVA yang berhasil diciptakan perusahaan adalah faktor yang paling relevan dalam pembentukan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tercipta ini akan mempengaruhi respon masyarakat yang dicerminkan dari naik atau turunnya harga saham di bursa efek, dimana perubahan harga saham yang terjadi menunjukkan nilai MVA perusahaan.

Berdasarkan teori tersebut dan beberapa penelitian empirik yang telah dilakukan terhadap perusahaan di dalam maupun luar negeri oleh peneliti terdahulu, penulis tertarik untuk meneliti perusahaan yang bergerak di bidang industri manufaktur dan secara kontinyu terdaftar sebagai emiten di BEJ selama periode 5 tahun (1992 – 1996) untuk mengetahui apakah EVA suatu perusahaan memiliki pengaruh signifikan terhadap MVA perusahaan ?

C. Tujuan

Sesuai dengan permasalahan yang telah diuraikan sebelumnya, penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah EVA berpengaruh secara signifikan terhadap MVA.

D. Manfaat Penelitian

1. Memberi masukan kepada perusahaan, khususnya yang telah terdaftar di BEJ sebagai bahan pertimbangan alternatif dalam menilai kinerja perusahaan.
2. Memberi manfaat kepada investor sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi.
3. Memberi tambahan wawasan dan pengetahuan bagi masyarakat serta peneliti lain yang diharapkan memberikan bukti empirik mengenai topik ini disamping secara khusus sebagai penerapan teori yang telah diajarkan selama kuliah oleh penulis.

E. Hipotesis

Hipotesis diartikan sebagai pernyataan dan jawaban yang bersifat sementara, diharapkan teruji kebenarannya serta mampu memberikan pola terbaik dalam menyelesaikan pokok masalah seperti yang dirumuskan sebelumnya.

Pada penelitian ini dirumuskan sebuah hipotesis yang menyatakan bahwa EVA berpengaruh secara signifikan terhadap MVA suatu perusahaan.

F. Metode Analisa Data

Penelitian ini dilakukan selama 5 periode pengamatan mulai tahun 1992 sampai 1996 dengan menggunakan sampel 32 perusahaan yang telah *listing* di BEJ, yang terpilih berdasarkan kriteria tertentu.

Dari sampel terpilih, dicari nilai absolut variabel EVA dan MVA yang akan diuji. Berdasarkan *pooling data*, perolehan nilai EVA dan MVA di regresikan secara sederhana menggunakan SPSS.

Langkah-langkah yang ditempuh penulis dalam melaksanakan analisa data untuk menjawab permasalahan adalah sebagai berikut,

1. Menghitung variabel bebas (X) yaitu EVA dengan rumus berikut,

$$EVA = NOPAT - WACC \times Capital\ Supplied$$

2. Menghitung variabel tidak bebas (Y) yaitu MVA dengan rumus berikut,

$$MVA = (Market\ Value - Book\ Value) \times Shares\ outstanding$$

3. Membentuk persamaan regresi sederhana : $Y = \alpha + \beta X_1$
4. Menguji hipotesis antara variabel bebas dengan variabel tidak bebasnya yaitu EVA terhadap MVA menggunakan uji *t* dari suatu perumusan model regresi sederhana yang dilanjutkan dengan penjelasan model regresi secara statistik.

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Pentingnya Manajemen Keuangan

Fungsi keuangan adalah salah satu fungsi yang penting disamping fungsi manajemen lainnya seperti pemasaran, operasional/produksi, dan sumber daya manusia. Awal 1950-an, fungsi manajemen keuangan mengalami penekanan utama yang berfokus pada aliran dana (*flow of funds*) dalam struktur perusahaan. Makin cepatnya perpindahan informasi dari sudut pandang pihak luar perusahaan ke sudut pandang pihak dalam perusahaan, menjadikan keputusan keuangan suatu perusahaan diakui sebagai masalah penting dalam keuangan perseroan. Akibatnya, manajemen keuangan perusahaan dirancang guna membantu manajemen umum guna mengambil tindakan memaksimalkan nilai perusahaan dan kekayaan pemegang sahamnya dengan mengakui bahwa hasil keputusan keuangan perusahaan tergantung pada reaksi investor terhadap keputusan tersebut. Terdapat tiga macam keputusan keuangan yang dihadapi manajer keuangan diantaranya, (1) keputusan penggunaan dana (*investment decision*), (2) keputusan memperoleh dana (*financing decision*), dan (3) keputusan deviden (*dividend policy*).

Investor yang menanamkan modal pada perusahaan bertindak sebagai pemegang saham suatu perusahaan berhak memilih tim manajemen yang akan menangani dana yang telah diinvestasikannya. Melalui manajer yang telah dipilih

dalam rapat umum pemegang saham (RUPS), para manajer tersebut diharapkan menjalankan perusahaan dengan melakukan tindakan terbaik bagi kepentingan para pemegang saham untuk mencapai tujuan maksimisasi kemakmuran pemegang saham.

Kemakmuran pemegang saham ini diwujudkan dalam maksimisasi harga saham biasa. Hal inilah yang menjadi landasan bagi pengambilan keputusan karena merupakan bagian terpenting dari perusahaan secara umum. Manajer dalam mencapai tujuan tersebut dimotivasi melalui sistem kompensasi insentif baik dalam bentuk opsi saham ataupun bonus berdasarkan kinerja. Kesuksesan atau kegagalan yang dihadapi tim manajemen dalam pencapaian kemakmuran para pemegang sahamnya diukur melalui suatu pendekatan analitis, yaitu EVA dan MVA.

B. Economic Value Added (EVA)

B.1 Definisi

Pengukuran kinerja suatu perusahaan diwujudkan melalui adanya penciptaan suatu nilai atau tambahan nilai (*value creation*) yang dihasilkan oleh suatu perusahaan. Secara umum banyak terdapat pengukuran kinerja perusahaan yang dianggap terbaik seperti *return on assets (ROA)* dan *return on equity (ROE)*. Kedua pengukuran tersebut menggunakan unsur perhitungan akuntansi tradisional yang menurut beberapa manajemen dianggap banyak mengandung kelemahan karena mengabaikan adanya biaya modal yang menyulitkan untuk mengetahui apakah suatu perusahaan menciptakan suatu nilai.

Berbeda dengan perhitungan menggunakan EVA dimana tim manajemen bertugas mewakili para investor untuk mengelola dana serta bertindak sebagaimana halnya pemegang saham, yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan. Hal tersebut mewakili prinsip EVA yaitu *“To get managers and employees to think and act like investors”*. (Glasser, 1996)

Terdapat banyak cara untuk meningkatkan EVA seperti yang diutarakan oleh Lehn & Makhija (1996), diantaranya adalah :

1. Meningkatkan laba operasional tanpa memasukkan lebih banyak tambahan modal baru ke dalam investasi perusahaan.
2. Mengurangi biaya modal yang terjadi dengan cara menghentikan investasi apabila tambahan modal yang diinvestasikan lebih besar dari biaya untuk mendapatkan tambahan modal tersebut.
3. Meningkatkan proyek investasi yang menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih besar dari biaya modal yang diinvestasikan, atau membatasi bahkan mengurangi proyek investasi yang menghasilkan tingkat pengembalian yang kurang dari biaya modalnya.

EVA pertama kali dipopulerkan oleh Stern Stewart Managment Service New York sebagai pengukuran kinerja perusahaan yang dihitung dengan mengurangi total biaya modal (*total cost of capital*) dari laba operasi setelah pajak (*after tax operating income/NOPAT*), dimana total biaya modal dihitung dengan mengalikan tingkat biaya

modal dengan modal yang telah diinvestasikan (Dodd & Chen, 1996). Demikian halnya pengertian yang diberikar: Stern et.all. (1999),

An EVA based performance measurement system makes the cost of capital explicit. In its simplest form EVA is net operating profit after taxes less a charge for the capital employed to produce those profits. The capital charge is the required, or minimum rate of return necessary to compensate all the firm's investors, debtholders as well as shareholders, for the risk of the investment.

Dalam bentuk formulasi yang sederhana, praktisi lain seperti Glasser (1993), Ruky (1997), dan Brigham et. all. (1999) merumuskan hal yang sama dimana EVA dianalisa sebagai berikut,

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{Operating profit} - \text{Cost of capital} \times \text{Total capital supplied} \\ &= \text{NOPAT} - (c^* \times \text{Capital}) \\ &= \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{Operating Capital}) \end{aligned}$$

Perhitungan tersebut oleh Gapenski (1997) terdapat laba yang dikurangi semua biaya operasional termasuk pajak tetapi tidak termasuk biaya bunga, total modal disetor adalah jumlah nilai buku hutang dan modal, dan biaya modal adalah biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan.

Oleh Stewart disarankan bahwa dalam perhitungan NOPAT dilakukan beberapa penyesuaian menurut Standar Akuntansi Keuangan untuk menghilangkan kemungkinan adanya distorsi yang muncul. Penyesuaian dilakukan dengan menambahkan cadangan-cadangan ekuitas ekuivalen seperti cadangan piutang tak tertagih, amortisasi goodwill, dan aktiva berwujud yang dikapitalisasikan (misalnya biaya penelitian dan pengembangan) ke modal perusahaan dan perubahan biaya periodik cadangan tersebut ke dalam NOPAT.

EVA sebagai alat ukur kinerja sesuai digunakan untuk menilai kinerja operasional karena secara *fair* mempertimbangkan *required rate of return* yang dituntut para investor dan kreditor disamping sebagai indikasi bagi manajer mengenai seberapa baik mereka mengatur modalnya selama tahun tersebut.

Pemahaman mendalam mengenai EVA bahwa jika EVA lebih besar dari satu maka berarti nilai tambah ekonomi perusahaan selama operasionalnya. Jika hasil EVA sama besarnya dengan nol berarti perusahaan berada pada kondisi impas selama operasionalnya, dan apabila EVA berada dibawah angka nol berarti kinerja operasional perusahaan gagal memenuhi harapan para investornya. Dengan demikian hasil EVA yang tinggi merupakan pekerjaan baik yang dilakukan manajer dalam menggunakan dana modal untuk menciptakan nilai tambah.

B.2 Komponen Modal Sebagai Pembentuk EVA

Secara teoritis investasi suatu perusahaan diasumsikan dibiayai oleh modal. Modal atau modal operasional (*operational capital*) sebuah perusahaan oleh Brigham et al. (1999) diartikan sebagai jumlah hutang dan ekuitas yang dipakai untuk membiayai operasional perusahaan atau merupakan penjumlahan dari *net plant and equipment* dengan *net working capital*. *Net working capital* didapat dari selisih antara harta lancar dengan utang lancar perusahaan.

Modal berasal dari dua sumber dana yaitu hutang dan ekuitas. Pemilik ekuitas ini menerima kompensasi dalam bentuk deviden dan *capital gain*. Terdapat dua macam ekuitas, yaitu ekuitas internal berupa laba ditahan atau k_s dan ekuitas eksternal

macam ekuitas, yaitu ekuitas internal berupa laba ditahan atau k_s dan ekuitas eksternal diperoleh melalui emisi saham biasa yang baru atau k_e . Semua sumber dana yang digunakan perusahaan untuk investasi dikenakan suatu biaya disebut biaya modal dan biaya tersebut harus mencerminkan rata-rata tertimbang berbagai sumber dana yang digunakan.

Dalam teori keuangan dijelaskan bahwa setiap sumber dana, baik hutang maupun modal sendiri memiliki biaya dana atau *cost of capital*. Hanya untuk modal sendiri biaya tersebut bersifat implisit atau *opportunistic* sedangkan untuk hutang bersifat eksplisit karena memang benar-benar dikeluarkan oleh perusahaan dalam bentuk pembayaran bunga (Husnan, 1998).

Oleh Weston & Brigham (1997), biaya modal ini dianggap suatu hal yang penting dipertimbangkan dengan alasan : (1) untuk memaksimalkan nilai perusahaan, (2) agar dapat mengambil keputusan yang tepat dalam investasi dan keputusan lain yang berhubungan dengan leasing, pelunasan obligasi, dan kebijakan modal kerja yang membutuhkan estimasi biaya modal.

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 investor menyukai resiko (*risk averse*), maka semakin tinggi tingkat resiko, semakin tinggi pengembalian yang dituntut investor. Diperhitungkannya biaya modal atas hutang dan ekuitas merupakan salah satu keunggulan pendekatan EVA dibanding pendekatan akuntansi tradisional dalam mengukur kinerja perusahaan (Ruky, 1997).

B.2.1 Biaya Hutang (*Cost of Debt = K_d*)

Menurut Rousana (1997), K_d adalah *rate* yang harus dibayar perusahaan di dalam pasar sekarang untuk mendapatkan hutang jangka panjang yang baru. Perusahaan memiliki beberapa paket surat hutang dengan beban bunga yang beragam dan cara tepat menghitungnya adalah secara tertimbang (*weighted*). Adanya pembayaran bunga oleh perusahaan akan mengurangi besarnya pendapatan kena pajak (PKP), maka K_d harus dikoreksi dengan faktor tersebut $(1-t)$, dengan t adalah tingkat pajak yang dikenakan. Hal tersebut serupa dengan pernyataan Weston & Brigham (1997) yang menyatakan bahwa adanya biaya bunga yang wajib dibayarkan dikurangi dengan penghematan pajak yang timbul. Bunga dalam perhitungan pajak ini bersifat *tax deductible* sehingga dikalikan dengan $(1-t)$, dimana t adalah tarif pajak marjinal dari perusahaan

Oleh Hartono & Cendrawati (1999) dikatakan bahwa biaya hutang terjadi dalam perusahaan akibat adanya penggunaan dana pinjaman. Hutang disini mencakup semua hutang baik jangka panjang maupun jangka pendek yang didapat dari kelompok di luar perusahaan.

B.2.2 Biaya Ekuitas (*Cost of Equity = K_e*)

Bila para investor menyerahkan dananya berupa *equity* kepada perusahaan, mereka berhak untuk mendapatkan pembagian dividen di masa mendatang sekaligus berkedudukan sebagai pemilik parsial perusahaan tersebut. Besarnya dividen tidak ditentukan pada saat investor menyerahkan dananya, akan tetapi bersifat tidak tentu,

tergantung kinerja perusahaan tersebut di masa yang akan datang. Hal ini sangat berbeda dengan modal hutang karena sudah ada kepastian tingkat bunga yang disetujui. Untuk menghitung K_e perlu pendekatan berdasarkan *return* yang diharapkan oleh pemegang saham. Untuk itu harus berdasarkan nilai pasar yang berlaku dan bukan nilai buku.

Menurut Brigham & Gapenski (1996) terdapat 3 metode pendekatan untuk menentukan nilai K_e antara lain :

1. *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Model ini melihat tingkat hasil yang diharapkan investor dengan rumus berikut, dimana k_{rf} = tingkat hasil pengembalian bebas resiko (*risk free rate*), k_{rm} = tingkat hasil pengembalian yang diharapkan di pasar, dan β_i = koefisien beta saham yang merupakan indeks resiko saham perusahaan ke-i.

$$\begin{aligned} k_e &= \text{Risk free rate} + \text{Risk premium} \\ &= k_{rf} + \beta_i (k_{rm} - k_{rf}) \end{aligned}$$

2. *Discounted Cash Flow Model (DCF)*. Model ini melihat K_e sebagai nilai dividen per harga saham ditambah dengan persentase pertumbuhan dari dividen tersebut (asumsi pertumbuhan saham konstan), dimana $g = b(r)$, b atau *retention ratio* diperoleh = $(1 - \text{Payout rate})$, $D_1 = D_0 (1 + g)$, P_0 = harga saham periode ke-0. Rasio antara D_1 dan P_0 dikenal sebagai dividend yield.

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g ;$$

3. *Bond Yield Plus Risk Premium Approach*. Model ini memperkirakan tingkat *return* yang akan diperoleh dengan menambahkan premi resiko pada obligasi, dimana *company's bond yield* diperoleh dari perusahaan yang memiliki obligasi (dinyatakan dalam K_d) dan *risk premium* pada pendekatan ketiga ini adalah premi yang diharapkan melebihi nilai *bond yield* perusahaan (K_d) dengan maksud menarik investor untuk investasi pada obligasi yang lebih beresiko.

$$k_e = \text{Company's own bond yield} + \text{Risk premium}$$

B.2.3 Struktur Modal Optimal

Keputusan mengenai struktur modal menurut Brigham & Gapenski (1996) adalah hal yang sangat penting dalam menghitung biaya rata-rata tertimbang dari modal. Adanya perubahan struktur modal perusahaan akan mempengaruhi risiko yang terkandung pada saham biasa perusahaan yang pada akhirnya mempengaruhi harga saham dan biaya laba ditahan.

Kebijakan mengenai struktur modal melibatkan *trade off* antara risiko dan tingkat pengembalian. Risiko yang makin tinggi akibat membesarnya hutang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. Perusahaan dengan menetapkan struktur modal yang optimal akan menghasilkan keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian sehingga akan memaksimumkan harga saham.

Beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan sehubungan dengan struktur modal, diantaranya :

1. Resiko bisnis perusahaan yang terkandung pada aktiva perusahaan jika tidak menggunakan hutang.
2. Posisi pajak perusahaan. Perusahaan menggunakan hutang dalam operasionalnya karena biaya bunga yang dibayarkan dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak (*tax deductible*) sehingga menurunkan biaya hutang sesungguhnya.
3. Fleksibilitas keuangan yang merupakan kemampuan untuk menambah modal dengan persyaratan yang masuk akal.

B.2.4 Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (Weighted Average Cost of Capital/WACC)

Setiap perusahaan memiliki struktur modal optimal yang merupakan perpaduan antara utang, saham preferen dan saham biasa yang memaksimalkan harga saham perusahaan tersebut. Proporsi struktur modal yang telah ditargetkan tersebut bersama-sama dengan komponen biaya modal digunakan untuk menghitung WACC.

$$WACC = \sum_{i=1}^n w_i k_i$$

B.3 Manfaat

EVA sangat bermanfaat untuk digunakan sebagai penilai kinerja perusahaan dimana fokus penilaian kinerjanya adalah pada penciptaan nilai (*value creation*).

Dengan adanya EVA segala keputusan yang dibuat manajer akan sesuai dengan keinginan pemegang saham, yaitu memilih investasi yang akan memaksimalkan return dan meminimumkan biaya. Dengan sistem ini, manajer dan karyawan akan memfokuskan pada penggunaan kapital dan cashflow yang dapat dihasilkan (Sutjipto, 1997).

Keunggulan EVA menurut Stephens dan Bartunek (1997) adalah:

1. EVA meluruskan perilaku karyawan dengan generasi penciptaan nilai bagi *stockholder*
2. EVA memisahkan kompensasi insentif karyawan dari pengukuran kinerja tradisional yang membandingkan hasil aktual dengan hasil anggaran
3. EVA relatif mudah untuk dimengerti dan digunakan secara mandiri tanpa membutuhkan data pembanding seperti standar industri atau data perusahaan lain.

Temuan-temuan lain tentang manfaat EVA berdasarkan penelitian yang telah dilakukan oleh Lehn dan Makhija (1996) adalah :

1. EVA berkorelasi positif dengan tingkat pengembalian investasi dalam saham (*stock return*). Korelasi tersebut lebih kuat jika dibandingkan dengan korelasi EVA dengan *Return on Equity (ROE)* dan *Return on Sales (ROS)*. Dengan demikian para pemegang saham akan memperoleh penghasilan yang lebih besar bila EVA perusahaan milik mereka meningkat. Korelasi positif itulah yang membuat penerapan EVA mendapat dukungan yang kuat khususnya dari kalangan pemilik perusahaan dan pasar modal Amerika Serikat.

2. EVA berkorelasi negatif dengan *turnover Chief Executive Officer*. Data menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki EVA di bawah median industri memiliki tingkat perputaran sebesar 19,3% sedangkan perusahaan-perusahaan yang memiliki EVA di atas median industri hanya memiliki tingkat perputaran sebesar 9%. Maka layak jika para CEO berlomba-lomba meningkatkan EVA untuk menyelamatkan posisi mereka yang umumnya disertai dengan gaji yang tinggi.
3. EVA membantu manajemen puncak perusahaan untuk memfokuskan kegiatan usaha ke arah investasi yang menghasilkan tingkat pengembalian setinggi mungkin (diwujudkan dengan penciptaan EVA) agar para pemegang saham mendapatkan tingkat pengembalian (dalam bentuk penghasilan) yang maksimal. Fokus ini sangat membantu mengurangi konflik yang terjadi antara pihak manajemen dan pemilik perusahaan (*positivist agency theory*).
4. EVA dapat menjadi suatu pesan bahwa seluruh bagian organisasi dapat mengerti dan menerapkannya ke aktivitas sehari-hari.

Memfokuskan pada peningkatan EVA akan menghasilkan dua keuntungan, diantaranya perhatian manajemen akan terfokus pada tanggung jawab utamanya yaitu meningkatkan kesejahteraan investor dan mengurangi atau menghilangkan distorsi yang disebabkan oleh penggunaan data akuntansi secara *historical cost*. Sebagai hasilnya, manajer akan menggunakan waktunya untuk mencari cara bagaimana meningkatkan EVA.

Keuntungan perusahaan yang mengadopsi EVA adalah penggunaan EVA akan menghasilkan persepsi yang sama dalam membuat keputusan, khususnya keputusan jangka panjang dalam mengevaluasi kinerja unit-unit organisasi dan kinerja para manajer dalam mengukur potensi nilai yang dapat diciptakan pada tiap pilihan strategi. EVA akan menghilangkan kesulitan yang timbul akibat penggunaan satu ukuran keuangan dengan menghubungkan semua keputusan yang akan diambil pada satu tujuan yang sama yaitu bagaimana meningkatkan EVA.

B.4 Kelemahan

EVA menggambarkan penciptaan nilai pada tahun tertentu. Ini berarti untuk perusahaan yang melakukan kegiatan investasi yang tinggi dimana biaya modal yang dikeluarkan jauh lebih tinggi dari tingkat pengembalian yang diterima akan menghasilkan EVA yang negatif selama beberapa tahun, padahal belum tentu perusahaan tersebut memiliki kinerja yang buruk dan sebaliknya. Akibatnya, jika perusahaan ingin menghasilkan EVA yang tinggi perusahaan akan menghindari investasi biaya yang tinggi.

Kelemahan EVA menurut Soetjipto (1997) adalah :

1. Mengutip pernyataan Robert Ochsner dan Bruce Hanson, keduanya dari Hay Management, bahwa perhitungan EVA yang sesungguhnya cukup rumit (EVA ibarat sebuah *black box*) dan perhitungan yang akurat sangat sulit dilakukan. Konsep ini sangat tergantung pada kelengkapan data yang ada dalam perusahaan.

2. EVA sangat bertumpu pada keyakinan bahwa investor sangat mengandalkan pendekatan fundamental dalam pengambilan keputusan pembelian saham. Dalam arti, EVA masih mengandung unsur keberuntungan (tinggi rendahnya EVA dapat dipengaruhi oleh gejolak di pasar modal).
3. EVA bukanlah tolok ukur kinerja yang baik karena hanya mengukur kinerja keuangan perusahaan sehingga tidak komprehensif. Berbeda dengan *balanced scorecard* yang mengukur kinerja bisnis tidak hanya dari sisi keuangan, tetapi juga dari sisi pelanggan, proses internal, serta pembelajaran dan pertumbuhan.
4. EVA hanya mengukur hasil akhir (*outcome*) dan tidak mengukur aktivitas-aktivitas penentu lainnya (*driver*).

Kelemahan EVA menurut Rappaport seperti yang dikutip Soetjipto (1997) adalah EVA merupakan tolok ukur jangka pendek yang mendorong pengalokasian dana perusahaan untuk investasi dengan biaya modal yang rendah. Investasi yang demikian umumnya memiliki resiko yang kecil sehingga secara tidak langsung EVA mendorong perusahaan untuk menghindari resiko, padahal sebagian besar inovasi-inovasi dalam bisnis memiliki resiko yang sangat tinggi.

Oleh G.B. Stewart III (1995) dikatakan bahwa terdapat beberapa kesalahan yang dilakukan pengusaha dalam mengimplementasikan EVA sehingga penerapannya menjadi lemah, diantaranya: EVA tidak digunakan untuk mengarahkan dan mengendalikan operasi dan strategi perusahaan, EVA diimplementasikan terlalu cepat, dan kurangnya komitmen dari manajer perusahaan terhadap EVA.

C. Market Value Added (MVA)

C.1 Definisi

Nilai pasar suatu perusahaan dapat dimaksimisasi dengan meningkatkan dan menginvestasikan modal sebanyak mungkin. Kemakmuran yang diterima para pemegang sahamnya diwujudkan melalui perbedaan antara nilai pasar ekuitas perusahaan dengan jumlah modal yang telah diinvestasikan dalam perusahaan. Perbedaan tersebut yang mendefinisikan MVA. (Brigham & Gapenski (1999) dan Ruky (1997))

$$\begin{aligned} \text{MVA} &= \text{Market Value of Equity} - \text{Equity capital supplied by shareholders} \\ &= (\text{Market Value} - \text{Book Value}) \times \text{Shares Outstanding} \end{aligned}$$

Pengertian diatas didukung oleh pernyataan Stewart dalam *EVA® Roundtable* (1991) yang mengatakan,

MVA is essentially the difference between a company's current market value as determined by its stock price and its "economic book value". A company economic book value can be thought of as the amount of capital that shareholders have committed to the firm throughout its existence, including earnings that have been retained within the business.

Ditambahkan lagi bahwa perusahaan dapat meningkatkan MVA dengan cara meningkatkan nilai EVA yang merupakan pengukuran internal kinerja operasional perusahaan tahunan. Dengan demikian EVA memiliki hubungan yang kuat baik dengan MVA beberapa periode waktu ataupun perubahan per periode waktu.

Penciptaan nilai yang terwujud pada pengukuran MVA serupa dengan penciptaan nilai pada pengukuran EVA. Tully (1994) menambahkan,

“..if MVA is greater than zero, the company has created wealth for its shareholders. But if MVA is negative, the company has committed business's inexcusable sin of destroying investor's capital. To build MVA, company use EVA to guide management decisions like whether to build a new plant, buy a competitor, or sell off a division.”

Pada perhitungan MVA, total nilai pasar adalah jumlah antara nilai buku hutang dan nilai pasar ekuitas, sementara total modal yang disetor adalah penjumlahan antara nilai buku hutang dan ekuitas (Gapenski, 1997). Nilai buku hutang digunakan dalam perhitungan total nilai pasar dengan alasan :

1. Tujuan analisa adalah untuk menilai adanya tambahan kemakmuran bagi pemegang saham.
2. Penentuan mengenai nilai pasar hutang perusahaan adalah hal yang paling sulit dilakukan karena tidak diperdagangkan secara aktif.
3. Nilai pasar hutang biasanya relatif mendekati nilai bukunya.
4. Nilai pasar hutang perusahaan lebih dekat kaitannya dengan pergerakan tingkat bunga daripada tindakan manajer yang mempengaruhi kemakmuran pemegang saham. Pada dasarnya, dibuat asumsi bahwa nilai pasar hutang sama dengan nilai bukunya.

D. Hubungan EVA, MVA dengan Net Present Value (NPV)

Dalam pengambilan keputusan tentang alokasi penggunaan modal investasi dikenal istilah nilai kini bersih atau NPV dari arus kas yang dihasilkan oleh penggunaan modal tersebut sebagai ukuran keberhasilan investasi. Suatu proyek

investasi akan disetujui bila nilai arus kas lebih besar dari biaya investasi. Dengan demikian apabila nilai NPV yang dihasilkan positif, berarti kesejahteraan investor bertambah. Stewart dalam *EVA® Roundtable* (1991) menambahkan,

EVA is a kind of annual installment of the multi year NPV that is calculated by using the standard discounted cash flow (DCF) capital budgeting technique. Like NPV, EVA measures the degree to which a firm is successful in earning rates of return that exceed its cost of capital.

MVA baik positif atau negatif bagi perusahaan yang *go publik* adalah perkiraan pasar modal tentang NPV proyek investasi perusahaan baik yang telah terjadi maupun yang diantisipasi investor akan terjadi di masa depan. Ini berarti MVA adalah hasil kumulatif dari kinerja perusahaan yang dihasilkan oleh berbagai investasi yang telah dilakukan maupun yang diantisipasi akan dilakukan atau merupakan nilai kini (*present value*) dari seluruh proyeksi EVA selama umur investasi perusahaan yaitu nilai kini dari EVA tahun pertama, kedua, ketiga, dan seterusnya selama periode waktu tetap ditambah dengan nilai kini EVA *perpetuity period*. Adanya perubahan nilai EVA yang bertambah atau berkurang menyebabkan perubahan yang searah dalam menilai EVA (Lehn & Makhija, 1996). MVA mencerminkan berapa sukses perusahaan telah menginvestasikan modal di masa lalu dan berapa sukses investasi yang akan datang.

Kalkulasi MVA menurut Ruky (1997), diambil dari nilai kotor perusahaan (*firm's gross market value*) yang mencerminkan harapan atau antisipasi nilai kini arus kas mendatang yang dihasilkan perusahaan dikurangi nilai modal yang ditanamkan sampai saat itu. Sisa pengurangannya adalah NPV perusahaan.

NPV mengukur apakah suatu proyek dapat diharapkan menambah atau mengurangi MVA. Menurut Gapenski (1997),

“...by following the NPV rule (accepting only projects that have positive NPVs), managers can avoid investing in projects that are forecast to generate negative MVAs. However, after the investment is made, there's no guarantee that positive MVA will ensue.”

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Populasi dan Sampel

Pada penelitian ini penulis menggunakan populasi adalah semua perusahaan *go public* yang telah melakukan emisi dan terdaftar sebagai emiten secara kontinyu di BEJ selama 5 periode, berawal dari tahun 1992 sampai 1996. Pemilihan periode ini disebabkan karena pada tahun berikut, 1997, adalah awal terjadinya krisis moneter yang mengakibatkan *return* perusahaan negatif. Dengan demikian, periode 1997 tidak dimasukkan sebagai sampel. Data penelitian yang diperoleh diolah dengan melakukan *pooling data*.

Metode penelitian sampel yang dipakai dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dimana pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu sebagai berikut :

1. Perusahaan termasuk ke dalam sektor industri manufaktur dan mengeluarkan laporan keuangan tiap tahun selama periode 1992-1996 dengan tahun fiskal yang berakhir 31 Desember.
2. Perusahaan *go public* yang telah tercatat sebagai emiten pada periode sebelum Januari 1992 sampai dengan akhir Desember 1996 secara kontinyu (tidak pernah *delisting*).
3. Terdapat perhitungan biaya bunga per tahun dalam laporan keuangan tahunan atau prospektus yang diterbitkan masing-masing perusahaan.

Berdasarkan JSX Statistik, pada akhir 1996 jumlah emiten yang terdaftar di BEJ secara keseluruhan berjumlah 254 perusahaan. Nilai tersebut merupakan jumlah populasi yang dijadikan dasar sebagai pemilihan sampel penelitian.

Selama periode 1992-1996 terdapat 117 perusahaan diantaranya yang baru *listing* dan 4 perusahaan yang dikeluarkan (*delisting*) dari BEJ (lihat Tabel 1.1). Hal ini menandakan bahwa terdapat 133 perusahaan yang *listing* secara kontinyu selama periode penelitian. Nilai tersebut adalah jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria kedua. Untuk memenuhi sampel kriteria pertama, hingga akhir periode 1996 jumlah perusahaan yang bergerak di industri non manufaktur berjumlah 93. Dengan demikian perusahaan yang memenuhi kriteria 1 dan 2 adalah perusahaan yang bergerak di bidang manufaktur dan kontinyu *listing* selama periode penelitian adalah sebesar 40 perusahaan. Dari 40 perusahaan tersebut, 8 perusahaan diantaranya tidak memiliki perhitungan biaya bunga tahunan. Ini berarti jumlah sampel sebesar 32 perusahaan telah memenuhi ketiga kriteria sampel yang telah disebutkan sebelumnya.

Dari 32 perusahaan sampel yang terpilih menjadi obyek penelitian (Tabel 3.1) mewakili industri manufaktur yang bergerak di bidang industri lem & perekat, pakaian jadi, alat-alat berat, kabel, semen, serat sintesis dan polyester, kimia, barang-barang konsumsi, elektronik, makanan dan minuman, logam dan sejenisnya, aneka industri, pulp & kertas, farmasi, peralatan photo, plastik & kemasan, serat sintetis & garmen, tekstil, ban, dan rokok.

Tabel 3.1
Perusahaan Sampel

No	Perusahaan	Kode	Bidang Usaha Industri	Tgl. Listing
1	PT Kurnia Kapuas Utama	KKGI	Lem & Perekat	1-Jul-1991
2	PT Duta Pertiwi Nusantara	DUTI	Lem & Perekat	8-Aug-1990
3	PT Great River Industries	GRIV	Pakaian Jadi	3-Nov-1989
4	PT United Tractors	UNTR	Alat-alat Berat	19-Sep-1989
5	PT Voksel Electric	VOKS	Kabel	20-Dec-1990
6	PT SUCACO	SCCO	Kabel	20-Jul-1982
7	PT Indocement Tunggul Perkasa	INTP	Semen	5-Dec-1989
8	PT Polysindo Eka Perkasa	POLY	Serat sintesis & Polyester	12-Mar-1991
9	PT Unggul Indah Corp	UNIC	Kimia	6-Nov-1989
10	PT Unilever Indonesia	UNVR	Barang Konsumsi	11-Jan-1982
11	PT Metrodata	MLDL	Elektronik	9-Apr-1990
12	PT Aqua Golden Mississippi	AQUA	Makanan & Minuman	1-Mar-1990
13	PT Sari Husada	SHDA	Makanan & Minuman	5-Aug-1983
14	PT Multi Bintang Indonesia	MLBI	Makanan & Minuman	15-Dec-1981
15	PT Ultrajaya Milk Industry	ULTJ	Makanan & Minuman	2-Jul-1990
16	PT Mayora Indah	MYOR	Makanan & Minuman	4-Jul-1990
17	PT Citra Tubindo	CTBN	Logam & Sejenisnya	28-Nov-1989
18	PT Branta Mulia	BRAM	Aneka Industri	5-Sep-1990
19	PT Surya Toto Indonesia	TOTO	Aneka Industri	30-Oct-1990
20	PT Itamaraya Gold Industries	ITMA	Aneka Industri	10-Dec-1990
21	PT Inti Indorayon Utama	INRV	Pulp & Kertas	18-Jun-1990
22	PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia	TKIM	Pulp & Kertas	3-Apr-1990
23	PT Indah Kiat Pulp & Paper	INKP	Pulp & Kertas	16-Jul-1990
24	PT Dankos Laboratories	DNKS	Farmasi	13-Nov-1989
25	PT Modern Photo Film	MDRN	Peralatan Fotografi	16-Jul-1991
26	PT Dynaplast	DYNA	Plastik & Kemasan	5-Aug-1991
27	PT Indorama Synthetics	INDR	Serat sintesis & Garmen	3-Aug-1990
28	PT Hadtex Indosyntech	HDTX	Tekstil	6-Jun-1990
29	PT Roda Vivatex	RDTX	Tekstil	14-May-1990
30	PT Gajah Tunggul	GJTL	Ban	8-May-1990
31	PT Hanjaya Mandala	HMSP	Rokok	15-Aug-1990
32	Sampoerna PT Gudang Garam	GGRM	Rokok	27-Aug-1990

Sumber : Indonesia Capital Market Directory, 1995&1997

B. Sumber Data

B.1 Data Primer

Data primer untuk sampel diperoleh dari berbagai sumber berikut,

1. Alasan pemilihan perusahaan yang termasuk ke dalam sektor industri manufaktur adalah berdasarkan penelitian yang telah dilakukan Stewart, "*.....roughly two-third of the sample consists of firms in manufacturing industries*" (Strategic & Leadership p.36, 1996). Data yang berhubungan dengan periode *listing* industri manufaktur diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (1995 dan 1997).
2. Data biaya bunga tahunan periode 1992-1996 yang digunakan untuk menghitung biaya modal diambil dari laporan keuangan tahunan atau prospektus tiap perusahaan mulai periode 31 Desember 1992 sampai dengan 31 Desember 1996.
3. Data lain berupa laporan keuangan perusahaan selama 5 tahun berturut-turut (1992-1996), meliputi data laba bersih sebelum dan setelah pajak (profit before and after tax), hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, jumlah ekuitas, nilai buku saham dan nilai pasar saham diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (1995 dan 1997).

B.2 Data Sekunder

Pengumpulan data sekunder diambil dari berbagai informasi baik yang dipublikasikan seperti jurnal dan buku referensi, ataupun informasi non publikasi yang relevan dengan penelitian ini.

C. Identifikasi Variabel

Pada penelitian ini diasumsikan variabel independen adalah nilai EVA, sedangkan variabel dependen adalah nilai MVA.

D. Definisi Operasional Variabel

1. **Economic Value Added/EVA**, merupakan indikator kinerja perusahaan yang dicerminkan melalui laba yang diperoleh perusahaan setelah mempertimbangkan biaya atas modal yang diinvestasikan.
2. **Market Value Added/MVA**, merupakan aktualisasi nilai yang diterima investor dari investasi yang dilakukan yang dicerminkan dari harga saham perusahaan.

E. Metode Analisa Data

Terdapat 4 langkah utama yang harus dilakukan dalam menjawab perumusan masalah sebagaimana telah disebutkan pada bab sebelumnya. Setiap langkah utama tersebut diuraikan menjadi beberapa sub langkah.

E.1. Perhitungan EVA

E.1.1 Menghitung Biaya Hutang (k_d)

Biaya hutang atau K_d dihitung dengan membagi antara biaya bunga yang terjadi pada tahun tersebut dengan total hutang yang merupakan penjumlahan antara

hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang perusahaan (tidak termasuk *minority interest to subsidiaries*).

Pajak atas biaya modal yang pada penelitian ini dinotasikan dengan k_d^* , adalah berdasarkan peraturan kebijaksanaan yang diterapkan masing-masing perusahaan. Besar pajak yang dikenakan tercantum secara implisit dalam perhitungan laba bersih setelah pajak yang terdapat dalam laporan keuangan atau prospektus tahunan perusahaan dimana tarif yang dikenakan berbeda untuk tiap perusahaan.

$$k_d = \frac{\text{Biaya Bunga}}{\text{Total Hutang}}$$

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

E.1.2 Menghitung Biaya Modal Sendiri (k_e)

Pada penelitian ini tanpa mengurangi keakurasian data digunakan pendekatan *company's bond yield* untuk menghitung nilai k_e , yaitu menjumlahkan antara nilai K_d masing-masing perusahaan yang telah diolah dengan rata-rata premi resiko perusahaan sebesar 5%.¹

E.1.3 Menghitung Struktur Modal Perusahaan

Merupakan prosentase yang seimbang dari masing-masing komponen hutang dan modal yang dimiliki perusahaan.

¹ Merupakan asumsi premi resiko rata-rata di Indonesia

E.1.4 Menghitung Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC)

Perhitungan WACC atau c^* yaitu dengan menggunakan penjumlahan hasil kali antara bobot tertimbang atas komponen hutang dan komponen modal ekuitas perusahaan dari keseluruhan struktur modal perusahaan dengan dengan prosentase masing-masing biaya hutang dan biaya modal ekuitas yang perumusannya sebagai berikut,

$$WACC = [(k_d (1-t) \times w_d)] + [(k_e \times w_e)]$$

E.1.5 Menghitung NOPAT

Net Operating Profit After Tax adalah laba bersih atau *earnings after tax (EAT)* yang dijumlahkan dengan *interest after tax (IAT)*. Pada perhitungan NOPAT ini diasumsikan telah dilakukan penyesuaian-penyesuaian dengan menambahkan perubahan periodik ekuivalen ekuitas pada laba tersebut (Ruky, 1997).

E.1.6 Menghitung EVA

Setelah semua komponen pembentuk EVA telah diketahui, selanjutnya dimasukkan ke dalam rumus perhitungan EVA yaitu, $NOPAT - WACC \times capital$.

E.2 Perhitungan MVA

MVA diperoleh dengan mengalikan selisih antara nilai pasar perusahaan dan nilai bukunya dengan jumlah lembar saham yang beredar. Nilai pasar perusahaan

dicerminkan dari harga saham yang tercantum pada akhir periode penutupan selama tahun tersebut berlangsung (31 Desember). Nilai buku ekuitas diperoleh dari total ekuitas yang merupakan penjumlahan hutang dan modal perusahaan. Data nilai pasar, nilai buku dan jumlah lembar saham beredar diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory 1995 dan 1997.

E.3 Membentuk Persamaan Regresi Sederhana

Data pada penelitian ini dianalisa menggunakan alat statistik regresi untuk menunjukkan pengaruh variabel satu terhadap variabel lain. Dalam analisisnya akan dikembangkan sebuah *estimating equation* (persamaan regresi) yaitu formula matematika yang mencari nilai variabel dependen dari nilai variabel independen yang telah diketahui (Santoso, 1999).

Persamaan regresi dirancang untuk mengetahui pengaruh yang signifikan antara variabel independen (X) terhadap variabel dependennya (Y). Pada penelitian ini digunakan *single regression* karena hanya terdapat 1 variabel independen yang diteliti yaitu EVA, yang diolah menggunakan program statistik *SPSS (Statistic Packages for the Social Sciences) 9.0 for Windows* untuk membuktikan hipotesis yang telah dirumuskan.

Formulasi model *single regression* dan pengertian komponen pembentuknya adalah sebagai berikut,

$$Y = \alpha + \beta X_1 + \varepsilon$$

Y = variabel dependen, MVA

X_1 = variabel independen, EVA

α = konstanta

β = koefisien parameter (regresi)

ε = faktor pengganggu dalam MVA

E.4 Pengujian Hipotesis dan Interpretasi Hasil

E.4.1 Uji t

Pengujian ini digunakan untuk menguji kelayakan model yang dirancang serta bertujuan untuk mengetahui apakah variabel independennya berpengaruh signifikan terhadap variabel dependennya. Dalam hal ini dilakukan beberapa langkah berikut untuk melihat apakah nilai H_0 atau H_a yang diterima, diantaranya :

- a. Melakukan uji 2 sisi (*two tailed*) dan menentukan tingkat signifikansi (α) 1% dengan tingkat kebebasan (*degree of freedom/d.f*) = $(n-K)$, untuk mengetahui nilai t -tabel yang merupakan patokan berada dalam wilayah penerimaan H_0 atau H_a . Nilai n adalah jumlah observasi dan nilai K adalah jumlah parameter (termasuk konstanta).
- b. Mencari t -hitung atau t^* untuk mengetahui apakah nilainya berada di wilayah H_0 apabila t -hitung $< t$ -tabel atau berada di wilayah H_a apabila t -hitung $> t$ -tabel.

Berdasarkan perumusan hipotesis, penolakan H_0 berarti variabel bebas yang diuji memiliki pengaruh terhadap variabel terikatnya.

Perumusannya sebagai berikut,

$H_0 : b_1 = 0$, berarti tidak ada pengaruh variabel independen X terhadap Y

$H_a : b_1 \neq 0$, berarti ada pengaruh variabel independen X terhadap Y

H_0 menunjukkan hipotesis nol, H_a menunjukkan hipotesis alternatif, dan b_1 adalah koefisien variabel bebas. Nilai t diperoleh dari hasil output regresi SPSS.

BAB IV

ANALISA DATA & PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan *pooling data* 32 perusahaan *go publik* di BEJ selama periode lima tahun pengamatan (1992-1996) yang dianalisa menggunakan alat statistik regresi sederhana (*single regression*).

A. Perhitungan EVA

Rumus yang digunakan untuk mendapatkan nilai EVA adalah, $NOPAT - WACC \times Capital$. Masing-masing komponen pembentuknya memiliki rumus perhitungan sendiri sebagaimana telah disebutkan pada bab sebelumnya. Contoh perhitungan EVA PT. Kurnia Kapuas Utama (KKGI) periode 1992 sebagai berikut :

- NOPAT merupakan penjumlahan dari laba setelah pajak (EAT) dengan bunga setelah pajak (IAT) periode tersebut. Perhitungan terdapat pada lampiran 3.1-3.5.
NOPAT (92) PT. KKGI = 9.770 tril.+ 135 tril. = 9.905 trilyun.
- WACC diperoleh dengan menjumlahkan hasil kali biaya modal setelah pajak dan bobot hutang dengan biaya ekuitas dan bobotnya. Biaya modal diperoleh dari hasil bagi biaya bunga dengan total hutang. $K_d (92) = 199 \text{ tril.} / 20.305 \text{ tril.} = 0.98\%$. Pajak yang dikenakan sebesar 32.3% diperoleh dari $(EAT-EBT)/EBT$, sehingga $k_d (1-t) = 0.98\% \times (1-32.3\%) = 0.66\%$. Biaya ekuitas diperoleh dari jumlah K_d dan resiko premium. $K_e (92) = 0.98\% + 5\% = 5.98\%$. Bobot hutang

dan modal diperoleh dari nilai hutang dan/atau nilai ekuitas dibagi total hutang dan modal perusahaan. $W_d = 20.305 \text{ tril} / (20.305 + 66.768) \text{ tril} = 23\%$. $W_e = 66.768 \text{ tril} / (20.305 + 66.768) \text{ tril} = 77\%$. Perhitungan k_d dan k_e terdapat pada lampiran 1.1-1.5. Nilai WACC (92) = $\{(0.98\% \times 23\%) + (5.98\% \times 77\%)\} = 5\%$. Perhitungan WACC terdapat pada lampiran 2.1-2.5.

- Capital merupakan total hutang dan modal perusahaan, yaitu $20.305 \text{ tril} + 66.768 \text{ tril} = 87.073 \text{ trilyun}$.
- EVA (92) PT. KKG I = $9.905 \text{ tril} - 5\% \times 87.073 \text{ tril} = 5.776 \text{ tril}$.

Untuk menghitung perubahannya dilakukan prosedur perhitungan yang sama misalnya EVA (93) PT. KKG I, nilainya 1.114 tril. Perubahan nilai EVA (92/93) = $(EVA_{t-1} - EVA_t) / EVA_{t-1}$, maka $(1.114 \text{ tril} - 5.776 \text{ tril}) / 5.776 \text{ tril} = -0.803 \text{ tril}$. Perhitungan EVA dapat dilihat pada lampiran 3.1-3.5.

B. Perhitungan MVA

Sebagai contoh digunakan perusahaan yang sama dengan perhitungan EVA sebelumnya yaitu PT. KKG I. Berdasarkan rumus perhitungan pada lampiran 3.1-3.5, dimana : $(\text{Nilai Pasar} - \text{Nilai Buku}) \times \text{Jumlah lembar saham}$, diperoleh hasil bahwa $MVA (92) \text{ PT. KKG I} = (6 \text{ tril} - 2.671 \text{ tril}) \times 33 \text{ juta lembar saham} = 108.52 \text{ tril}$.

Menghitung perubahan nilai MVA prosedurnya serupa dengan EVA. Misal nilai MVA (93) PT. KKG I diperoleh nilai 34.8 tril. Perubahan nilai MVA (92/93) = $(MVA_{t-1} - MVA_t) / MVA_{t-1}$, maka $(34.8 \text{ tril} - 108.52 \text{ tril}) / 108.52 \text{ tril} = -0.679 \text{ tril}$.

C. Hasil Persamaan Regresi Sederhana

Berkaitan dengan judul dan permasalahan yang dibahas pada thesis ini, seperti yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya bahwa hanya terdapat 2 variabel yang akan diteliti. Kedua variabel tersebut terdiri dari 1 variabel tidak bebas (Y) yaitu MVA dan variabel bebas (X) yaitu EVA. Oleh sebab itu, persamaan regresi yang terbentuk adalah persamaan regresi sederhana (*single regression*).

Dalam rangka pembuktian hipotesis, pada analisa perhitungan dilakukan pengembangan lebih lanjut model regresi sederhana $Y = \alpha + \beta X$, menjadi 4 variasi model regresi sederhana menggunakan *lag time* (disebut *single regression distribution lag*) dimana pada hasil akhir akan dipilih model yang sesuai dengan hipotesis.

Bentuk persamaan *single regression distribution lag* adalah, $Y_{it} = \alpha + \beta X_{it-m}$. Nilai t menunjukkan periode waktu dari variabel independen perusahaan i yang diamati, nilai m menunjukkan jumlah periode waktu *lag* dari variabel independen perusahaan yang diamati. Keempat variasi model tersebut diantaranya,

Model I : $Y_{it} = \alpha + \beta X_{it-1}$

$$MVA_{it} = \alpha + \beta EVA_{it-1}$$

Model II : $\Delta Y_{it-1/t} = \alpha + \beta \Delta X_{it-1/t}$

$$\Delta MVA_{it-1/t} = \alpha + \beta \Delta EVA_{it-1/t}$$

Model III : $\Delta Y_{it-1/t} = \alpha + \beta \Delta X_{it-2/t-1}$

$$\Delta MVA_{it-1/t} = \alpha + \beta \Delta EVA_{it-2/t-1}$$

Model IV : $Y_{it} = \alpha + \beta \Delta X_{it-2/t-1}$

$$MVA_{it} = \alpha + \beta \Delta EVA_{it-2/t-1}$$

D. Pengujian Hipotesis dan Interpretasi Hasil

D.1 Model I

Tabel 4.1 Hasil Regresi

R²	t-hitung	p-value
0.291	7.184	0.000

Uji t pada persamaan regresi model pertama ini menghasilkan nilai t -tabel d.f. $(n-K)$ atau $(128-2) = 126$ dengan tingkat kepercayaan $\alpha = 1\%$ adalah sebesar 2.617 yang dibandingkan dengan nilai t -hitung pada tabel 4.1. Hasil yang diperoleh adalah $7.184 > 2.617$ atau t -hitung $>$ t -tabel, menandakan bahwa nilai H_0 ditolak dan sebaliknya nilai H_a diterima. Artinya bahwa variabel EVA periode $t-1$ berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel MVA periode t .

Tingkat signifikansi yang diperoleh menggunakan uji t menghasilkan nilai p -value 0.000. Ini menunjukkan bahwa dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari probabilitas $\alpha/2$ atau $0.000 < 0.005$, menyatakan bahwa model persamaan regresi $MVA_{it} = \alpha + \beta EVA_{it-1}$ dapat digunakan untuk membuktikan hipotesis.

Nilai koefisien determinasi (R^2) sebagai pengukuran *goodness of fit* dari garis persamaan regresi nilai X terhadap Y menunjukkan hasil bahwa sebesar 29.1% dari variasi nilai variabel MVA pada tahun (t) dapat dijelaskan oleh variabel perubahan nilai EVA satu periode sebelumnya (t-1). Sisa variasi nilai variabel dependen yang dianalisa yaitu sebesar 70.9%, tidak dapat dijelaskan oleh persamaan regresi diatas atau dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak termasuk dalam model analisis. Perhitungan regresi dapat dilihat pada lampiran 4.

D.2 Model II

Tabel 4.2 Hasil Regresi

R^2	<i>t</i> -hitung	<i>p</i> -value
0.001	0.374	0.709

Uji *t* pada persamaan regresi model kedua ini menghasilkan nilai *t*-tabel sama dengan hipotesis pertama yaitu dengan d.f. (n-K) = 126 dan tingkat kepercayaan $\alpha = 1\%$ adalah sebesar 2.617, yang dibandingkan dengan nilai *t*-hitung pada tabel 4.2. Hasil yang diperoleh adalah $0.374 < 2.617$ atau *t*-hitung < *t*-tabel, menandakan bahwa nilai H_0 diterima dan sebaliknya nilai H_a ditolak. Artinya, tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara perubahan EVA periode t-1/t terhadap perubahan MVA periode t-1/t.

Tingkat signifikansi yang diperoleh menggunakan uji *t* menghasilkan nilai *p*-value 0.709. Ini menunjukkan bahwa dengan tingkat signifikansi lebih besar dari

probabilitas $\alpha/2$ atau $0.709 > 0.005$, menyatakan bahwa model persamaan regresi $\Delta MVA_{it-1/t} = \alpha + \beta \Delta EVA_{it-1/t}$ tidak dapat digunakan untuk membuktikan hipotesis.

Nilai koefisien determinasi (R^2) yang digunakan sebagai pengukuran *test goodness of fit* dari garis persamaan regresi nilai X terhadap Y menunjukkan hasil bahwa variasi perubahan variabel MVA pada periode t-1/t tidak dapat dijelaskan oleh perubahan variabel EVA periode t-1/t. Hal ini dapat dilihat dari nilai R^2 pada tabel 4.2 yang bernilai 0.001 atau 0.1%. Dengan kata lain, pada model kedua ini pengaruh variabel EVA periode t-1/t terhadap variabel MVA periode t-1/t sangat kecil bahkan cenderung tidak memiliki pengaruh. Sisa variasi nilai variabel dependen yang dianalisis sebesar 99.9% menandakan bahwa pada model ini hampir seluruh variabel dependennya tidak dipengaruhi oleh variabel EVA periode t-1/t, tetapi oleh faktor lain diluar model analisis. Perhitungan regresi dapat dilihat pada lampiran 5.

D.3 Model III

Tabel 4.3 Hasil Regresi

R^2	<i>t</i> -hitung	<i>p</i> -value
0.000	0.074	0.941

Uji *t* pada persamaan regresi ini menghasilkan nilai *t*-tabel d.f. $(96-2) = 94$ dengan tingkat kepercayaan $\alpha = 1\%$ adalah sebesar 2.617 yang dibandingkan dengan nilai *t*-hitung pada tabel 4.3. Hasil yang diperoleh adalah $0.074 < 2.617$ atau *t*-hitung $< t$ -tabel, menandakan bahwa nilai H_0 diterima dan sebaliknya nilai H_a ditolak.

Artinya, tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara perubahan EVA periode t-2/t-1 terhadap MVA periode t-1/t.

Tingkat signifikansi yang diperoleh menggunakan uji t menghasilkan nilai p -value 0.941. Ini menunjukkan bahwa dengan tingkat signifikansi lebih besar dari probabilitas $\alpha/2$ atau $0.941 > 0.005$, menyatakan bahwa model persamaan regresi $\Delta MVA_{it-1/t} = \alpha + \beta \Delta EVA_{it-2/t-1}$ tidak dapat digunakan untuk membuktikan hipotesis.

Nilai koefisien determinasi (R^2) sebagai pengukuran *goodness of fit* dari garis persamaan regresi nilai X terhadap Y menunjukkan hasil bahwa variasi perubahan variabel MVA periode t-1/t tidak dapat dijelaskan oleh variabel nilai perubahan EVA periode t-2/t-1. Hal ini dapat dilihat dari tabel 4.3 yang menyatakan bahwa nilai R^2 adalah 0.000 atau 0%. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa sebesar 100% variasi perubahan variabel MVA periode t-1/t yang diteliti tidak dipengaruhi oleh variasi perubahan variabel EVA periode t-2/t-1, tetapi dipengaruhi oleh variabel lain diluar model analisis. Perhitungan regresi dapat dilihat pada lampiran 6.

D.4 Model IV

Tabel 4.4 Hasil Regresi

R^2	t -hitung	p -value
0.021	-1.432	0.156

Uji t pada persamaan regresi ini menghasilkan nilai t -tabel d.f. $(96-2) = 94$ dengan tingkat kepercayaan $\alpha = 1\%$ adalah sebesar 2.617 yang dibandingkan dengan

nilai t -hitung pada tabel 4.4. Hasil yang diperoleh adalah $-1.432 < 2.617$ atau t -hitung $< t$ -tabel, menandakan bahwa nilai H_0 diterima dan sebaliknya nilai H_a ditolak. Artinya, tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara nilai EVA periode $t-2/t-1$ terhadap MVA periode (t).

Tingkat signifikansi yang diperoleh menggunakan uji t menghasilkan nilai p -value 0.156. Ini menunjukkan bahwa dengan tingkat signifikansi lebih besar dari probabilitas $\alpha/2$ atau $0.156 > 0.005$, menyatakan bahwa model persamaan regresi $Y_t = \alpha + \beta \Delta X_{t-2/t-1}$ tidak dapat digunakan untuk membuktikan hipotesis.

Nilai koefisien determinasi (R^2) sebagai uji pengukuran *goodness of fit* dari garis persamaan regresi nilai X terhadap Y menunjukkan hasil bahwa sebesar 2.1% variasi nilai variabel MVA pada periode (t) dapat dijelaskan oleh perubahan nilai variabel EVA periode $t-2/t-1$. Sisa nilai variasi perubahan variabel dependen yang dianalisa yaitu sebesar 97.9%, tidak dapat dijelaskan oleh persamaan regresi diatas atau dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak termasuk dalam analisis. Perhitungan regresi dapat dilihat pada lampiran 7.

Dari uraian pembahasan diatas yang telah dirangkum pada Tabel 4.5 berikut, diperoleh hasil bahwa hanya MVA perusahaan pada periode (t) yang dipengaruhi oleh EVA perusahaan pada periode ($t-1$). Dengan demikian hanya persamaan regresi model pertama yang dinyatakan memiliki pengaruh signifikan dan ini berarti telah memenuhi pengujian hipotesis.

Tabel 4.5 Rangkuman Hasil Interpretasi

Model	Persamaan Regresi	R ²	t-hitung	p-value
I	$MVA_t = 1.667 + 79.307 EVA_{t-1}$	0.291	7.184	0.000 *)
II	$MVA_{t-1/t} = 0.779 + 2.775E-02 EVA_{t-1/t}$	0.001	0.374	0.709
III	$MVA_{t-1/t} = 1.129 + 4.329E-03 EVA_{t-2/t-1}$	0.000	0.074	0.941
IV	$MVA_t = 2.833 - 6.16E02 EVA_{t-2/t-1}$	0.021	-1.432	0.156

Ket. *) signifikan 1%

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

Pada bab terakhir ini dibahas mengenai kesimpulan hasil analisa data serta saran bagi pihak yang menggunakan EVA sebagai pengukuran kinerja perusahaan.

A. Kesimpulan

Berdasarkan pembahasan bab sebelumnya, disimpulkan bahwa pada penelitian ini diperoleh hasil yang menyatakan bahwa hanya terdapat 1 variasi model yang mendukung hipotesis yaitu variasi model pertama, yaitu MVA perusahaan pada periode ke-t dipengaruhi oleh EVA perusahaan yang tercipta pada periode t-1.

Pembuktian tersebut didukung oleh hasil analisa regresi yang menunjukkan nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 29.1% dan hasil analisa uji t dengan menggunakan $\alpha = 1\%$ (*two tailed test*) sebesar 7.184, yang menunjukkan bahwa MVA periode ke-t dipengaruhi secara positif signifikan oleh EVA periode t-1. Sebaliknya ketiga model hipotesis lainnya menyimpulkan bahwa adanya perubahan nilai EVA baik yang di-lag 1 atau 2 tahun sebelumnya tidak mempengaruhi nilai MVA periode saat ini atau perubahan nilai MVA yang di-lag 1 atau 2 tahun sebelumnya.

B. Saran

Berdasarkan kesimpulan yang diambil, saran yang dapat disumbangkan pada penelitian ini antara lain :

1. EVA sebagaimana yang dicetuskan Stewart sebagai penemunya memiliki perhitungan yang cukup rumit untuk diterapkan pada kondisi perusahaan-perusahaan di Indonesia. Oleh karenanya, masih terdapat perbedaan metode perhitungan EVA yang diterapkan dan disesuaikan dengan kondisi di Indonesia. Pada penelitian lebih lanjut, perhitungan EVA yang akurat hendaknya dapat memasukkan unsur-unsur cadangan ekuivalen ekuitas agar hasil perhitungan yang diperoleh menjadi lebih akurat. Hal ini sesuai dengan saran Stewart yang melakukan penyesuaian-penyesuaian dalam laporan keuangan perusahaan untuk menghindari distorsi akuntansi.
2. Penggunaan sampel untuk penelitian lebih lanjut diharapkan jumlahnya dapat lebih banyak dan lebih bervariasi bidang industrinya.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene F., and Louis C Gapenski, *Intermediate Financial Management*, 5th Ed, The Dryden Press, 1996.
- Brigham, Eugene F., Louis C Gapenski, and Philip R. Daves, *Intermediate Financial Management*, 6th Ed, The Dryden Press, 1999.
- Chew, Donald H Jr., *The New Corporate Finance*, 2nd Ed, McGraw Hill International Editions, 1999.
- Cooper, Donald R and Pamela J. Schindler., *Business Research Methods*, 6th ed, McGraw Hill International Edition, 1998.
- Dodd, John L., and Shimin Chen, *EVA : A New Panacea ?*, Business and Economic Review, July-September, 1996.
- Gapenski, Louis C., *Using MVA and EVA to measure financial performance*, Healthcare Financial Management, 1996.
- Glasser, James J., *Shareholder Value : How EVA works against GATX*, Chief Executive, January-February, 1995.
- Hartono, Jogiyanto and Cendrawati., *ROA and EVA : A Comparative Empirical Study*, Gadjah Mada International Journal of Business, Vol 1 No 1, May 1999.
- Hendaryati, *Analisa Korelasi Economic Value Added dengan Harga Saham*, Laporan Penelitian Magister Manajemen Universitas Indonesia (tidak dipublikasikan), 1999.
- Hermeindito, Siprianus S. Sina, *Aplikasi SPSS for Windows untuk Riset Ilmu Sosial*, Lembaga Penelitian Unika Widya Mandala, Surabaya, 1998.
- Husnan, Suad., *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, Edisi 4, Buku 1, 1998.
- Husnan, Suad., *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi 3, Cetakan 1, 1998.

- , Indonesian Capital Market Directory, 1995.
- , Indonesian Capital Market Directory, 1997.
- , JSX News, Edisi 5 Oktober 1997.
- Koutsoyiannis, *Theory of Econometrics*, 2nd Ed, Macmillan, 1977.
- Lehn, Kenneth and Anil K. Makhija, *EVA & MVA as Performance Measures and Signals for Strategic Change*, Strategic & Leadership, May-June, 1996.
- O'Byrne, Stephen F., *EVA and Market Value*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol 9, Spring 1996.
- Rousana, Mike., *Tulisan utama : Memanfaatkan EVA untuk Menilai Perusahaan di Pasar Modal Indonesia*, Usahawan No.4 Th. XXVI, April, 1997.
- Ruky, Saiful M., *Lebih dalam Tentang Economic Value Added :EVA dan Penciptaan Nilai Perusahaan*, Usahawan No. 09 Th.XXVI, September 1997.
- Santoso, Singgih, *SPSS*, Elex Media Komputindo, 1998.
- Sartono, R. Agus dan Kusdianto Setiawan., *Adakah Pengaruh EVA terhadap Nilai Perusahaan dan Kemakmuran Pemegang Saham pada Perusahaan Publik*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia Vol. 14 No. 4, 1999.
- Stephens, Kenneth R., Ronald R. Bartunek, *What is Economic Value Added? A practioner's View (Corporate Performance Measure)*, Bussiness Credit vol. 99 #4, 1997.
- Stewart, George Bennet, *EVA Works But Not If You Make These Common Mistakes*, Fortune May 1, 1995
- Tully, Shawn, *America's Best Wealth Creators*, Fortune November 28, 1994.
- Utama, Siddharta, *Economic Value Added : Pengukur Penciptaan Nilai Perusahaan*, Usahawan No. 04 Th.XXVI, April 1997.
- Weston, J.Fred and Eugene F. Brigham, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Jilid 1, Edisi Kesembilan, Penerbit Erlangga, Jakarta, 1998.
- Weston, J.Fred and Eugene F. Brigham, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Jilid 2, Edisi Kesembilan, Penerbit Erlangga, Jakarta, 1997.