

**ANALISIS PENGUKURAN KINERJA PERUSAHAAN DENGAN  
MENGUNAKAN METODE DUPONT, *ECONOMIC VALUE ADDED*  
(EVA), *MARKET VALUE ADDED* (MVA) PADA PT. ASTRA AGRO  
LESTARI, Tbk DAN PT. BAKRIE SUMATERA PLANTATION, Tbk.**

**TESIS**

**AULIA FAJRA  
0606160373**



T  
25535

**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
AGUSTUS 2008**



**ANALISIS PENGUKURAN KINERJA PERUSAHAAN DENGAN  
MENGUNAKAN METODE DUPONT, *ECONOMIC VALUE ADDED*  
(EVA), *MARKET VALUE ADDED* (MVA) PADA PT. ASTRA AGRO  
LESTARI, Tbk DAN PT. BAKRIE SUMATERA PLANTATION, Tbk.**

**TESIS**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen**

**AULIA FAJRA  
0606160373**



**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
AGUSTUS 2008**

**AGUSTUS, 2008**  
**HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS**

Tesis ini adalah hasil karya sendiri,  
dan semua sumber pihak yang dikutip maupun  
dirujuk telah saya nyatakan dengan benar

Nama : Aulia Fajra

NPM : 0606160373

Tanda Tangan : 

Tanggal :

## HALAMAN PENGESAHAN

Karya Akhir ini diajukan oleh :  
Nama : **AULIA FAJRA**  
NPM : **0606160373**  
Program Studi : **MAGISTER MANAJEMEN**  
Judul Karya Akhir : **ANALISIS PENGUKURAN KINERJA PERUSAHAAN DENGAN MENGGUNAKAN METODE DUPONT, EVA, MVA PADA PT. ASTRO AGRO LESTARI, TBK & PT. BAKRIE SUMATERA PLANTATION, TBK.**

**Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia**

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : **Eko Rizkianto, ME**

Penguji : **Dr. Indra Widjaja**

Penguji : **Dr. Irwan Adi Ekaputra**

Ditetapkan di : **Jakarta**

Tanggal : **22 Agustus 2008**

## KATA PENGANTAR

Dengan menyebut nama Allah SWT yang Maha Pengasih lagi Maha Penyayang. Segala puji hanya untuk Allah, shalawat dan salam semoga senantiasa tercurah bagi junjungan ku Nabi besar Muhammad SAW beserta para keluarga, para sahabat, dan para pengikutnya. Puji dan syukur penulis panjatkan atas berkah dan rahmat yang telah diberikan-Nya sehingga akhirnya penulis dapat menyelesaikan karya akhir ini yang berjudul **“Analisis Pengukuran Kinerja Perusahaan Dengan Menggunakan Metode DUPONT, EVA, MVA Pada PT. Astra Agro Lestari, Tbk Dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk”**.

Karya akhir ini dibuat bertujuan agar mahasiswa memiliki analisa terhadap masalah-masalah pengukuran kinerja dan menuangkannya dalam sebuah tulisan yang nantinya berguna bagi pembaca. Terlaksananya penelitian ini dan terselesaikannya penulisan karya akhir ini diakui penulis karena adanya bantuan dan dukungan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis menyampaikan ucapan terimakasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Rhenald Kasali, Ph.D selaku ketua program MM FEUI.
2. Bapak Eko Rizkianto, ME selaku Pembimbing yang telah menyediakan waktu untuk berbagi pengetahuan kepada penulis dalam penyusunan karya akhir ini.
3. Yang tercinta, kedua orang tua penulis (Drs. H. Yulius Said dan Magdalena, SE) yang telah melahirkan, membesarkan dan membantu baik moril maupun materiil selama penyusunan karya akhir ini.
4. Yang tercinta, adik-adik penulis (Afif Yulius, SE, Ak dan Aufa Fitria Yulius) yang telah memberikan inspirasi kepada penulis dalam kehidupan ini supaya menjadi pribadi yang lebih baik dan lebih baik lagi.
5. Yang tercinta teman-teman A 064 (Stevan, Andri Yusuf, Andry Rihardika, Bogi, Hadean, Irwan, Jusep, Pak Andi, Pak Fikra, Mas Haris, Emmanuel,

- Andini, Ayu, Ucok, Dian Dewinta, Siska) yang selama enam belas bulan ini telah menjadi tempat berbagi suka maupun duka.
6. Yang tercinta teman-teman satu bimbingan (Jerry, Arjo, Fanny, Yona, Alfian, Mba Wiwik) yang telah berjuang bersama dalam menyelesaikan karya akhir. Semangaaattt...!!!!
  7. Yang tercinta teman-teman KP 064 (Eko, Tinur, Mba Lina, Ceceu) yang terus memberikan dukungannya kepada penulis selama penulisan karya akhir ini.
  8. Yang tercinta teman-teman BADBOYZ MMUI A 064 (Erasmus, Jerry, Ferry, Fajar, Begin) yang selalu memberikan keceriaan dengan menginap bersama dikampus selama mengerjakan karya akhir ini.
  9. Yang tercinta teman-teman BACKDORS (Raihan, Hadlim, Ziko, Trio, Pierre, Toni, Arief) yang terus memberikan pencerahan ketika penulis mengalami kebuntuan dalam mengerjakan karya akhir.
  10. Karyawan dan karyawan MM FEUI yang telah banyak membantu dalam penyelesaian perkuliahan selama di MM FEUI.

“Tiada Gading Yang Tidak Retak”, demikian pula didalam penulisan karya akhir ini penulis telah berusaha semaksimal mungkin untuk menyusun karya akhir ini dengan sebaik-baiknya, namun dengan berbagai keterbatasan penulis baik kemampuan dan pengetahuan yang dimiliki, penulis sangat menyadari sepenuhnya bahwa karya akhir ini masih jauh dari sempurna, oleh karena itu setiap masukan dan saran dalam rangka perbaikan karya akhir ini sangatlah diharapkan oleh penulis.

Jakarta, Agustus 2009

Penulis

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR  
UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Aulia Fajra  
NPM : 0606160373  
Program Studi : Magister Manajemen  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis karya : Tesis

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul:

**"ANALISIS PENGUKURAN KINERJA PERUSAHAAN DENGAN MENGGUNAKAN METODE DUPONT, *ECONOMIC VALUE ADDED* (EVA), *MARKET VALUE ADDED* (MVA) PADA PT. ASTRA AGRO LESTARI, Tbk DAN PT. BAKRIE SUMATERA PLANTATION, Tbk".**

Beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta ijin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di :  
Pada Tanggal :

Yang menyatakan



AULIA FAJRA  
(.....)

## ABSTRAK

Nama : Aulia Fajra  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul : Analisis Pengukuran Kinerja Perusahaan Dengan Menggunakan Metode Dupont, EVA, MVA Pada PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk

Penilaian kinerja perlu dilakukan untuk mengevaluasi keberhasilan tujuan perusahaan. Beberapa pendekatan penilaian kinerja keuangan diantaranya adalah *Return on Equity* (ROE), *Economic Value Added* (EVA), dan *Market Value Added* (MVA). Penggunaan pendekatan EVA dan MVA dilakukan untuk mengatasi kekurangan pada pendekatan ROE, dimana ROE tidak memasukkan faktor biaya modal untuk pengukuran apakah perusahaan berhasil menciptakan nilai tambah bagi para pemegang sahamnya. Penulisan ini bertujuan untuk mengukur kinerja keuangan PT. Astra Argo Lestari, Tbk, dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk pada periode 2003-2007, dengan menggunakan ketiga pendekatan yang sudah disebutkan. Dengan ketiga pendekatan penilaian kinerja yang digunakan, dapat disimpulkan bahwa kedua perusahaan memiliki kinerja yang bagus yang ditandai dengan kenaikan nilai MVA. Sedangkan untuk meningkatkan nilai EVA perusahaan dapat mempertimbangkan pinjaman kepada institusi yang menawarkan bunga yang lebih kecil sehingga bisa mengurangi nilai *cost of debt*. Selain itu perusahaan juga sebaiknya menurunkan nilai *cost of equity*, dengan cara menurunkan nilai beta perusahaan.

Kata kunci:

Penilaian kinerja, ROE, EVA, MVA, *Cost of Debt*, *Cost of Equity* .



## ABSTRACT

Name : Aulia Fajra  
Study Program : Magister Management  
Title : Analisis Pengukuran Kinerja Perusahaan Dengan Menggunakan Metode Dupont, EVA, MVA Pada PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk

Analysis of financial performance has to be done to evaluate the implementation and realization on company's goal. There are several approaches to analyze financial performance; *Return on Equity* approach (ROE), *Economic Value Added* approach (EVA), and *Market Value Added* approach (MVA). EVA and MVA were used to eliminate the drawbacks in ROE approach, which is excluding capital expenditure to measure the accomplishment of a company to create value added to its shareholders. This thesis aim to measure financial performances of PT. Astra Argo Lestari, Tbk. and PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk. in 2003-2007, using three approaches mentioned above. In conclusion, the increase in MVA shows that both companies have a good financial performance. While to increase EVA, company should consider finding a lower interest source of debt to reduce the cost of debt. Another way to increase EVA is reduce the cost of equity by lower company's beta.

**Keywords:**

Financial Performance, ROE, EVA, MVA, Cost of Debt, Cost of Equity.

## DAFTAR ISI

|  |           |
|--|-----------|
| HALAMAN JUDUL.....   | i         |
| HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....                       | ii        |
| LEMBAR PENGESAHAN .....                                    | iii       |
| KATA PENGANTAR .....                                       | iv        |
| LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....             | vi        |
| ABSTRAK .....  | vii       |
| DAFTAR ISI.....  | ix        |
| DAFTAR TABEL.....  | xi        |
| DAFTAR GRAFIK.....   | xii       |
| DAFTAR LAMPIRAN.....                                       | xiii      |
| <b>BAB I PENDAHULUAN.....</b>                              | <b>1</b>  |
| 1.1. Latar Belakang.....                                   | 1         |
| 1.2. Perumusan Masalah .....                               | 4         |
| 1.3. Tujuan Penelitian .....                               | 5         |
| 1.4. Metodologi Penelitian.....                            | 5         |
| 1.5. Sistematika Penulisan .....                           | 5         |
| <b>BAB II LANDASAN TEORI.....</b>                          | <b>7</b>  |
| 2.1. ROE (Metode DuPont) .....                             | 7         |
| 2.1.1. <i>Net Profit Margin</i> .....                      | 8         |
| 2.1.2. <i>Total Asset Turnover</i> .....                   | 9         |
| 2.1.3. <i>Financial Leverage</i> .....                     | 10        |
| 2.2. <i>Economic Value Added</i> (EVA).....                | 10        |
| 2.2.1. Kelebihan EVA.....                                  | 12        |
| 2.2.2. Kelemahan EVA .....                                 | 13        |
| 2.2.3. <i>Net Operating After Tax</i> (NOPAT).....         | 14        |
| 2.2.4. Penyesuaian Akuntansi Dalam EVA .....               | 15        |
| 2.2.5. Biaya Modal ( <i>Cost Of Capital</i> ).....         | 18        |
| 2.2.5.1. Biaya Hutang ( <i>Cost Of Debt</i> ).....         | 19        |
| 2.2.5.2. Biaya Ekuitas ( <i>Cost Of Equity</i> ).....      | 20        |
| 2.2.6. <i>Invested Capital</i> .....                       | 21        |
| 2.3. <i>Market Value Added</i> (MVA) .....                 | 22        |
| <b>BAB III GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN.....</b>               | <b>23</b> |
| 3.1. Perkembangan Industri Perkebunan Indonesia.....       | 23        |
| 3.2. Perkembangan Industri Kelapa Sawit Di Indonesia ..... | 26        |
| 3.3. PT. Astra Agro Lestari, Tbk .....                     | 27        |
| 3.3.1. Visi dan Misi.....                                  | 27        |
| 3.3.2. Sejarah Singkat Perusahaan .....                    | 27        |
| 3.3.3. Struktur Organisasi .....                           | 29        |
| 3.3.4. Tinjauan Operasional .....                          | 30        |
| 3.4. PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk .....             | 32        |
| 3.4.1. Visi dan Misi.....                                  | 32        |
| 3.4.2. Sejarah Singkat Perusahaan .....                    | 33        |
| 3.4.3. Bidang Usaha .....                                  | 34        |
| 3.4.4. Bidang Pengembangan Usaha.....                      | 35        |

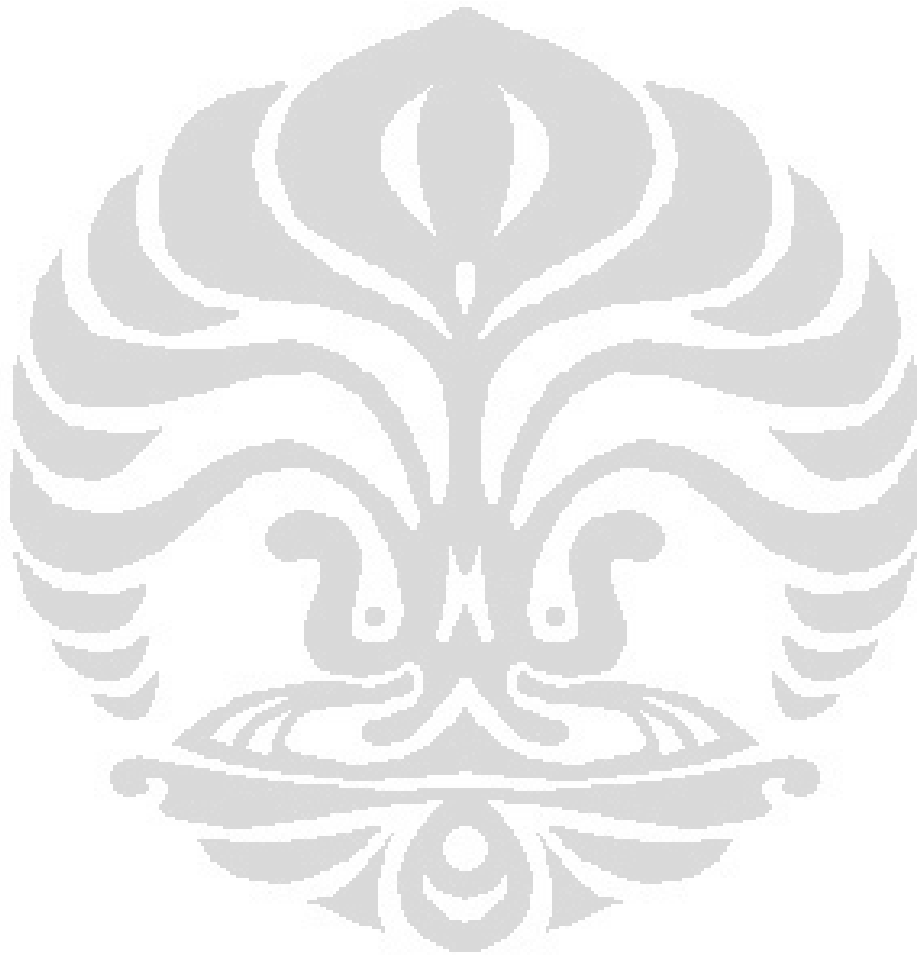
|   |           |
|---|-----------|
| 3.4.5. Struktur Organisasi .....  | 36        |
| 3.4.6. Gambaran Umum Operasi Perseroan.....                                     | 36        |
| <b>BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN .....</b>                                     | <b>38</b> |
| 4.1. Analisis Pengukuran Kinerja Perusahaan Dengan Menggunakan Metode ROE ..... | 38        |
| 4.1.1. Perhitungan Rasio <i>Net Profit Margin</i> .....                         | 38        |
| 4.1.2. Perhitungan <i>Total Asset Turnover</i> .....                            | 40        |
| 4.1.3. Perhitungan <i>Financial Leverage</i> .....                              | 42        |
| 4.1.4. Perhitungan Dengan Analisis DuPont.....                                  | 44        |
| 4.2. Analisis Pengukuran Kinerja Perusahaan Dengan Menggunakan Metode EVA ..... | 46        |
| 4.2.1. Perhitungan <i>Adjusted NOPAT</i> .....                                  | 46        |
| 4.2.2. Perhitungan Biaya Hutang ( <i>Cost of Debt</i> ) .....                   | 50        |
| 4.2.3. Perhitungan Biaya Ekuitas ( <i>Cost of Equity</i> ) .....                | 52        |
| 4.2.4. Perhitungan <i>Weighted Average Cost of Capital</i> (WACC).....          | 55        |
| 4.2.5. Perhitungan <i>Invested Capital</i> .....                                | 58        |
| 4.2.6. Perhitungan <i>Economic Value Added</i> (EVA).....                       | 59        |
| 4.3. Analisis Pengukuran Kinerja Perusahaan Dengan Menggunakan Metode MVA.....  | 61        |
| <b>BAB V KESIMPULAN DAN SARAN .....</b>   | <b>65</b> |
| 5.1. Kesimpulan .....   | 65        |
| 5.2. Saran .....  | 67        |
| DAFTAR PUSTAKA  |           |
| LAMPIRAN  |           |

## DAFTAR TABEL

|  |    |
|--|----|
| Tabel 2.1 Penyesuaian Akuntansi dalam EVA .....                    | 18 |
| Tabel 2.2 Perhitungan <i>Invested Capital</i> .....                | 22 |
| Tabel 4.1 Perhitungan NPM PT. Astra Agro Lestari, Tbk .....        | 39 |
| Tabel 4.2 Perhitungan NPM PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk..... | 39 |
| Tabel 4.3 Perhitungan <i>Total Asset Turnover</i> AALI .....       | 40 |
| Tabel 4.4 Perhitungan <i>Fixed Assets Turnover</i> AALI .....      | 41 |
| Tabel 4.5 Perhitungan <i>Total Assets Turnover</i> UNSP .....      | 41 |
| Tabel 4.6 Perhitungan <i>Fixed Assets Turnover</i> UNSP.....       | 42 |
| Tabel 4.7 Perhitungan <i>Financial Leverage</i> AALI.....          | 43 |
| Tabel 4.8 Perhitungan <i>Financial Leverage</i> UNSP .....         | 43 |
| Tabel 4.9 Perhitungan ROE AALI .....                               | 44 |
| Tabel 4.10 Perhitungan ROE UNSP .....                              | 44 |
| Tabel 4.11 Perhitungan <i>Adjusted NOPAT</i> AALI.....             | 47 |
| Tabel 4.12 Perhitungan <i>Adjusted NOPAT</i> UNSP .....            | 49 |
| Tabel 4.13 Perhitungan <i>Cost of Debt</i> AALI .....              | 50 |
| Tabel 4.14 Perhitungan <i>Cost of Debt</i> UNSP.....               | 51 |
| Tabel 4.15 Perhitungan <i>Market Risk Premium</i> .....            | 53 |
| Tabel 4.16 Perhitungan <i>Beta</i> AALI dan UNSP .....             | 53 |
| Tabel 4.17 Perhitungan <i>Cost of Equity</i> AALI.....             | 54 |
| Tabel 4.18 Perhitungan <i>Cost of Equity</i> UNSP.....             | 54 |
| Tabel 4.19 Perhitungan Proporsi Modal AALI.....                    | 55 |
| Tabel 4.20 Perhitungan Proporsi Modal UNSP .....                   | 56 |
| Tabel 4.21 Perhitungan WACC AALI .....                             | 56 |
| Tabel 4.22 Perhitungan WACC UNSP.....                              | 57 |
| Tabel 4.23 Perhitungan <i>Invested Capital</i> AALI.....           | 58 |
| Tabel 4.24 Perhitungan <i>Invested Capital</i> UNSP .....          | 59 |
| Tabel 4.25 Perhitungan EVA AALI.....                               | 60 |
| Tabel 4.26 Perhitungan EVA UNSP .....                              | 60 |
| Tabel 4.27 Perhitungan MVA AALI.....                               | 62 |
| Tabel 4.28 Perhitungan MVA UNSP .....                              | 63 |

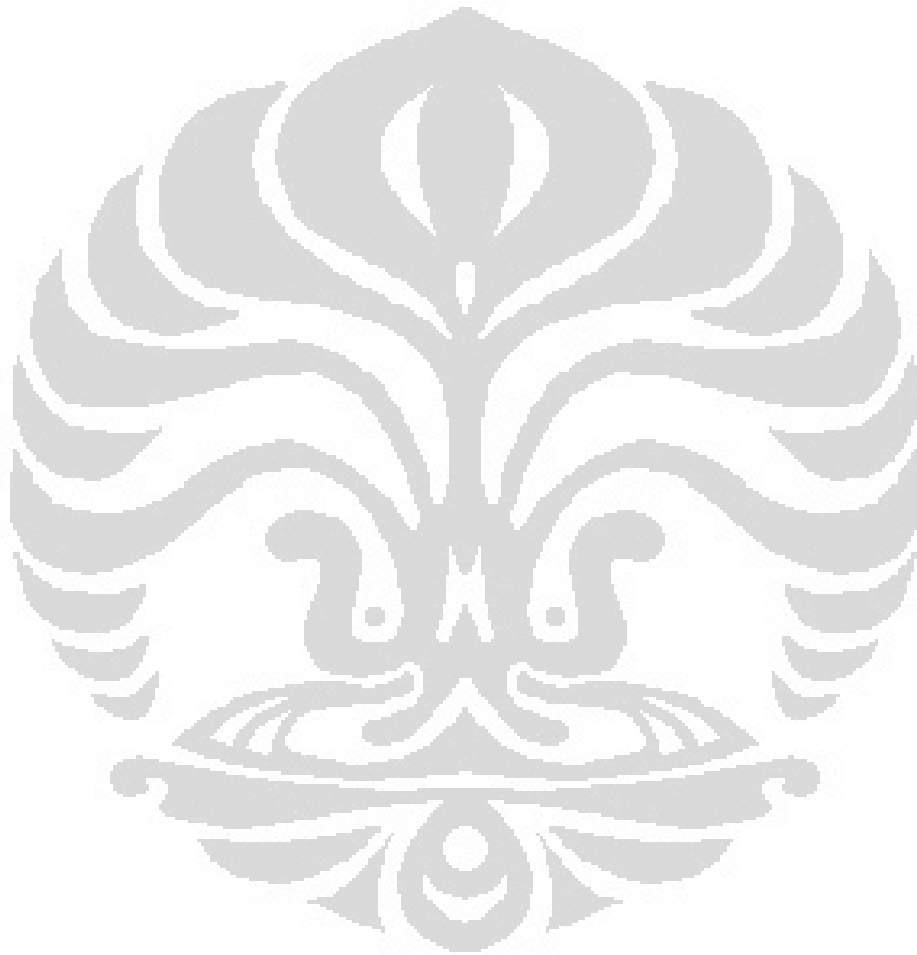
## DAFTAR GRAFIK

|   |    |
|---|----|
| Grafik 2.1 Harga CPO Sumatera di Rotterdam.....         | 4  |
| Grafik 3.1 Distribusi Luas Lahan Kelapa Sawit 2005..... | 27 |
| Grafik 3.2 Penjualan PT. Astra Agro Lestari, Tbk.....   | 31 |
| Grafik 4.1 Perbandingan ROE AALI dan UNSP.....          | 39 |
| Grafik 4.2 Perbandingan Nilai EVA AALI dan UNSP.....    | 61 |
| Grafik 4.3 Perbandingan MVA AALI dan UNSP.....          | 64 |



## DAFTAR LAMPIRAN

|            |                                  |    |
|------------|----------------------------------|----|
| Lampiran 1 | SBI Rate Tahun 2003 – 2007 ..... | L1 |
|------------|----------------------------------|----|



# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Pada umumnya tujuan dari suatu perusahaan adalah untuk memaksimalkan dan meningkatkan kekayaan serta kesejahteraan pemegang saham. Hal tersebut dapat dilakukan manajemen dengan cara meningkatkan nilai dari perusahaan itu sendiri. Perusahaan harus mempertimbangkan setiap keputusan strategis yang akan diambil yang berhubungan dengan kegiatan bisnis perusahaan karena akan berdampak terhadap para pemegang saham.

Kesejahteraan pemegang saham akan meningkat seiring dengan meningkatnya harga saham perusahaan. Peningkatan tersebut dapat tercapai apabila perusahaan mampu memberikan pengembalian investasi yang lebih besar dari biaya modal investasi yang dikeluarkan. Oleh karena itu, manajemen perusahaan harus mampu untuk mengelola sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan secara efektif dan efisien sehingga pada akhirnya bisa meningkatkan nilai perusahaan.

Untuk dapat mengukur efisiensi dan efektivitas dari kegiatan keuangan perusahaan maka perlu dilakukan penilaian atas kinerja keuangan. Selain itu, penilaian kinerja juga dapat diperlukan untuk menentukan keberhasilan perusahaan dalam mencapai tujuan yang telah ditetapkan tersebut. Terdapat beberapa metode yang dapat digunakan untuk melakukan penilaian atas kinerja sebuah perusahaan. Metode yang biasa digunakan adalah *Return on Equity* (ROE). Metode ini merupakan metode konvensional, dimana merupakan rasio antara laba bersih perusahaan terhadap ekuitas yang dimiliki.

Semakin tinggi ROE maka semakin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan terhadap ekuitas yang dimilikinya. Metode ini memiliki keunggulan yaitu kemudahan dalam melakukan perhitungan, dengan menggunakan informasi yang terdapat pada laporan keuangan. Akan tetapi, metode ini juga memiliki beberapa kelemahan, yaitu adanya distorsi yang disebabkan oleh penggunaan standar akuntansi dalam membuat laporan keuangan, sehingga menyebabkan kinerja perusahaan tidak

dapat diukur secara akurat. Selain itu metode ROE juga tidak memasukkan biaya modal sehingga kita sulit untuk mengetahui bahwa apakah perusahaan berhasil menciptakan nilai atau tidak.

Selain itu ada juga beberapa metode lain yang dapat digunakan dalam melakukan perhitungan terhadap kinerja keuangan perusahaan, yaitu *Economic Value Added (EVA)* dan *Market Value Added (MVA)*. Kedua metode tersebut diharapkan memperbaiki kelemahan-kelemahan dari metode konvensional sebelumnya, dimana selain dapat memberikan informasi tentang kinerja perusahaan juga dapat memberikan informasi tentang berapa nilai tambah yang berhasil diciptakan oleh perusahaan.

EVA merupakan hasil selisih antara *Net Operating Profit After Tax* dengan jumlah *capital* yang diinvestasikan (*invested capital*) yang kemudian hasilnya dikalikan dengan *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. Nilai EVA positif menggambarkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai tambah bagi para pemegang saham. Sebaliknya, nilai EVA negatif menggambarkan bahwa perusahaan tidak berhasil dalam menciptakan nilai tambah bagi para pemegang sahamnya, bahkan menurunkan nilai perusahaan.

Hal yang sama juga berlaku dengan menggunakan metode MVA, dimana nilai MVA positif memberikan gambaran bahwa perusahaan mempunyai kinerja yang baik, dimana penilaian pasar terhadap nilai perusahaan lebih tinggi bila dibandingkan dengan penilaian perusahaan yang sebenarnya. Sebaliknya, nilai MVA yang negatif memberikan gambaran bahwa manajemen perusahaan memiliki kinerja yang kurang baik, dikarenakan bahwa nilai perusahaan lebih tinggi bila dibandingkan dengan nilai perusahaan menurut pasar.

Metode EVA dan MVA bisa digunakan untuk berbagai macam perusahaan, tidak terkecuali untuk PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Sumatera Bakrie Plantation, Tbk. Kedua perusahaan tersebut tergabung kedalam industri perkebunan, dimana pada saat sekarang ini industri perkebunan kelapa sawit merupakan suatu bisnis yang sangat menjanjikan. Hal ini dikarenakan saat ini dunia sedang hangat-hangatnya mencari sumber energi baru pengganti minyak bumi yang pasokan

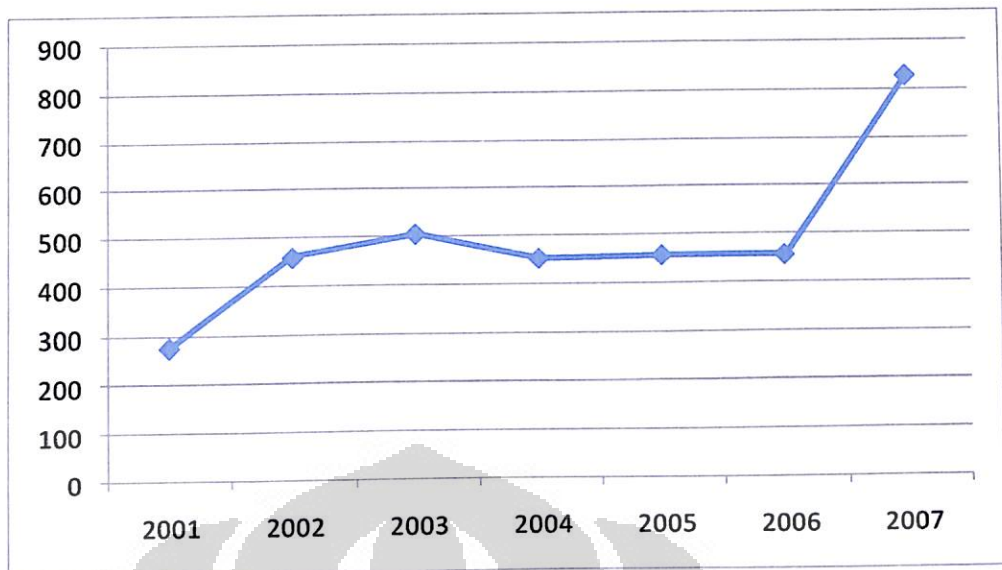


cadangannya semakin menipis. Salah satu alternatif pengganti tersebut adalah energi *bio diesel* dimana bahan baku utamanya adalah minyak mentah kelapa sawit atau yang lebih dikenal dengan nama *Crude Palm Oil* (CPO).

*Bio diesel* ini merupakan energi alternatif yang ramah lingkungan, selain itu sumber energinya dapat terus dikembangkan, sangat berbeda dengan minyak bumi yang jika cadangannya sudah habis tidak dapat dikembangkan kembali. Selain itu energi tersebut juga dapat berguna bagi masyarakat maupun bagi industri. Konsumsi minyak sawit (CPO) dunia dari tahun ke tahun terus menunjukkan tren meningkat. Pertumbuhan akan permintaan CPO dunia dalam 5 (lima) tahun terakhir, rata-rata tumbuh sebesar 9,92%. Seiring dengan meningkatnya konsumsi dunia, ekspor CPO dalam 5 (lima) tahun terakhir juga menunjukkan tren meningkat Rata-rata peningkatannya adalah sebesar 11%. Eksportir terbesar didunia didominasi oleh Malaysia dan Indonesia, menguasai 91% pangsa pasar ekspor dunia.

Peningkatan kebutuhan CPO dunia yaitu sekitar 3 juta ton per tahun menggambarkan bahwa industri perkebunan kelapa sawit memiliki prospek yang cerah. Disisi lain, produksi CPO dunia hanya mengalami peningkatan sekitar 1.5 juta ton per tahun. Dikarenakan tidak terjadinya keseimbangan peningkatan kebutuhan dan produksi CPO mengakibatkan kenaikan harga CPO yang melambung. Dimana harga CPO pada awal bulan Agustus 2008 melebihi USD 1.000 per ton. Peningkatan ini merupakan dua kali lipat jika dibandingkan dengan harga CPO pada bulan januari tahun 2007 yang hanya USD 500 per ton. Peningkatan harga tersebut mendorong produsen CPO untuk meningkatkan ekspornya karena keuntungan yang diperoleh akan sangat besar. Hal ini dapat menjadi alasan kenapa industri ini sangat menjanjikan.

Pergerakan harga CPO dapat dijelaskan dalam grafik dibawah ini:



**Grafik 1.1 Harga CPO Sumatera di Rotterdam**

Sumber: CIC bulan Februari 2008

Dengan semakin berkembangnya iklim persaingan usaha pada industri perkebunan di Indonesia yang ditandai dengan banyaknya pemain didalam industri tersebut maka pengukuran kinerja perusahaan yang dapat menciptakan nilai di mata pemegang saham semakin dibutuhkan. Sehingga, penulis tertarik untuk melakukan penelitian dalam mengukur kinerja PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk.

## 1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dijelaskan sebelumnya, maka diperoleh beberapa permasalahan, antara lain:

1. Bagaimana kinerja PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk pada periode tahun 2003-2007 jika diukur dengan menggunakan metode ROE?
2. Bagaimana kinerja PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk pada periode tahun 2003-2007 jika diukur dengan menggunakan metode *Economic Value Added (EVA)*?

3. Bagaimana kinerja PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk pada periode tahun 2003-2007 jika diukur dengan menggunakan metode *Market Value Added (MVA)*?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah dijelaskan sebelumnya, maka tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui kinerja PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk pada periode tahun 2003-2007 dengan menggunakan metode ROE.
2. Untuk mengetahui kinerja PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk pada periode tahun 2003-2007 dengan menggunakan Metode EVA.
3. Untuk mengetahui kinerja PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk pada periode tahun 2003-2007 dengan menggunakan metode MVA.

### 1.4 Metodologi Penelitian

Pengumpulan data yang dilakukan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan metode kepustakaan (*library research*) dengan cara mencari landasan teoritis yang relevan pada beberapa buku teks serta jurnal dalam melakukan analisis terhadap laporan keuangan PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk untuk periode tahun 2003-2007. Data laporan keuangan perusahaan yang digunakan adalah data laporan keuangan yang listed di BEJ dan telah diaudit.

### 1.5 Sistematika Penulisan

Penulisan karya akhir ini terdiri dari lima bab yang masing-masing bab terdiri dari beberapa sub bab dengan sistematika penulisan sebagai berikut:

## BAB I: PENDAHULUAN

Bab ini akan membahas mengenai latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan dari penelitian, metode evaluasi, dan sistematika penulisan.

## BAB II: LANDASAN TEORI

Bab ini akan membahas mengenai sejumlah metode yang digunakan dalam menyusun karya akhir ini, seperti ROE, *Economic Value Added (EVA)*, *Market Value Added (MVA)*. Selain itu juga dibahas mengenai cara perhitungan terhadap masing-masing metode tersebut.

## BAB III: GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN

Bab ini membahas mengenai gambaran umum perusahaan, yaitu profil, visi, misi PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk berdasarkan data-data yang dipublikasikan.

## BAB IV: ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini akan membahas secara rinci tentang hasil perhitungan kinerja perusahaan baik dengan menggunakan ROE, *Economic Value Added (EVA)*, dan *Market Value Added (MVA)*.

## BAB V: KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini akan membahas mengenai kesimpulan yang diperoleh dengan hasil analisa laporan keuangan yang telah dilakukan terhadap PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk baik dengan menggunakan ROE, *Economic Value Added (EVA)*, dan *Market Value Added (MVA)*. Selain itu, bab ini juga berisi tentang saran-saran yang dapat diusulkan oleh penulis yang diharapkan bisa dipertimbangkan di dalam menerapkan ROE, EVA dan MVA.

## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### 2.1 Metode ROE (Metode DuPont)

“Return On Equity relates income earned to the investment made by the owners” (Libby, Libby, & Short, 2004). Dengan kata lain, Return On Equity (ROE) menggambarkan hasil yang diperoleh oleh pemegang saham atas investasi yang dilakukannya di perusahaan. Menurut Libby, Libby, & Short (2004), Rasio ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Average Owners' Equity}} \quad (2.1)$$

Ada pendekatan lain yang dapat digunakan dalam menentukan nilai dari ROE. Pendekatan tersebut dikenal dengan metode DuPont. Metode ini membagi perhitungan rasio ROE menjadi tiga faktor yang sering disebut dengan *profit drivers* atau *profit levers*. Hal ini dikarenakan bahwa faktor tersebut menggambarkan tiga cara manajemen dalam meningkatkan ROE.

Menurut Ross, Westerfield, Jaffe, & Jordan (2008), metode Dupont menjelaskan bahwa ROE dipengaruhi oleh 3 hal yaitu:

1. *Operating efficiency* (diukur dengan *profit margin*).
2. *Asset use efficiency* (diukur dengan *total asset turnover*).
3. *Financial leverage* (diukur dengan *equity multiplier*).

Berdasarkan penjelasan diatas, maka metode ROE dapat digambarkan seperti dibawah ini:



Gambar 2.1 Metode ROE

Sumber: (Ross, Westerfield, Jaffe, & Jordan, 2008)

### 2.1.1 *Net Profit Margin*

*Net Profit Margin* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan bila dibandingkan dengan total penjualan perusahaan. Walaupun *profit margin* merupakan indikator yang cukup baik dalam mengukur efisiensi operasional, tetapi harus digunakan secara hati-hati karena tidak mempertimbangkan sumber yang dibutuhkan dalam menghasilkan *income* (Libby, Libby, & Short, 2004). *Profit margin* yang tinggi adalah hal yang sangat diinginkan oleh perusahaan, meskipun kenyataannya hal tersebut susah untuk dicapai. Hal ini disebabkan oleh besarnya nilai dari biaya-biaya yang menjadi faktor pengurang penjualan perusahaan.

Menurut White, Sondhi, & Fried (2003), *Net Profit Margin* dapat tunjukkan dengan rumus dibawah ini:

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Sales}} \quad (2.2)$$

Rasio *profit margin* yang tinggi menggambarkan bahwa perusahaan semakin efisien dalam melakukan kegiatan operasionalnya. Akan tetapi, perusahaan yang memiliki *net profit margin* yang kecil tetap bisa memberikan *return* yang besar terhadap *shareholder* (Brigham & Ehrhardt, 2002). Hal ini dikarenakan oleh perusahaan memiliki kebijakan *financing* yang berbeda. Sehingga dapat meningkatkan nilai dari komponen lain pembentuk ROE.

Ada tiga hal yang dapat dilakukan dalam meningkatkan *profit margin* (Libby, Libby, & Short, 2004), antara lain:

1. Meningkatkan volume penjualan..
2. Meningkatkan harga jual.
3. Mengurangi biaya.

### 2.1.2 *Total Asset Turnover*

*Total Asset Turnover* menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan penjualan dengan menggunakan *total asset* yang dimilikinya. Jadi dalam hal ini, *Total Asset Turnover* menggambarkan efektivitas dari perusahaan dalam memanfaatkan *asset* yang dimilikinya. Menurut Wild, Subramanyam, & Halsey (2007), *Total Asset Turnover* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Total Asset Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}} \quad (2.3)$$

Nilai TATO yang tinggi menggambarkan bahwa perusahaan semakin efisien dalam memanfaatkan *asset* yang dimilikinya dalam meningkatkan harga dan volume penjualan. Menurut Libby, Libby, & Short (2004), *Total Asset Turnover* dapat ditingkatkan dengan dua cara, yaitu:

1. Meningkatkan volume penjualan.
2. Mengurangi *asset-aset* yang tidak produktif.

### 2.1.3 *Financial Leverage (equity multiplier)*

*Financial Leverage* merupakan rasio yang mengukur berapa banyak *asset* yang digunakan oleh perusahaan yang didanai dari hutang dari para kreditur. Menurut Libby, Libby, & Short (2004), *financial leverage* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Financial Leverage} = \frac{\text{Average Total Assets}}{\text{Average Stockholders' Equity}} \quad (2.4)$$

Terdapat dua cara yang dapat digunakan dalam meningkatkan *financial leverage*, yaitu:

1. Memperbanyak pinjaman.
2. Membeli kembali (mengurangi) jumlah saham yang beredar.

## 2.2 *Economic Value Added (EVA)*

*Economic Value Added* merupakan suatu alat pengukuran kinerja bagi manajemen yang pertama kali diperkenalkan oleh Stern dan Stewart Co, merupakan sebuah perusahaan konsultan di Amerika Serikat, pada tahun 1989. Pengukuran kinerja dengan menggunakan metode *Economic Value Added (EVA)* sangat berbeda dengan alat pengukuran kinerja manajemen yang lainnya, hal ini dikarenakan EVA memasukkan unsur biaya dari seluruh modal perusahaan, sehingga hasil perhitungannya dapat digunakan untuk melihat kemampuan manajemen dalam menciptakan nilai tambah bagi perusahaan.

EVA sangat berguna untuk mengetahui kinerja manajemen perusahaan dalam menciptakan nilai bagi perusahaan sehingga pada akhirnya dapat memberikan kekayaan kepada para pemegang saham atas investasi yang dilakukannya terhadap perusahaan. Menurut Grant (2003), EVA merupakan alat ukur modern atas kesuksesan perusahaan, hal ini dikarenakan bahwa EVA sejalan dengan kebutuhan dalam memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Dengan kata lain, EVA merupakan alat ukur yang dapat memperbaiki kelemahan dari alat ukur terdahulu.



*“The Economic Value Added (EVA) is a measure of the dollar surplus value created by an investment or a portfolio of investment”* (Damodaran, 2002). Menurut Stewart (1991), *“EVA is a residual income measure that subtract the cost of capital from the operating profits generated in the business.”* Sedangkan menurut Paterson & Paterson (1996), *“Economic Value Added (EVA) is the difference between operating profits and the cost of capital”*

EVA menurut Stewart (1991) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$EVA = Net\ Operating\ After\ Tax - Capital\ Charge \quad (2.5)$$

Dimana:

$$Capital\ Charge = Cost\ of\ capital * Capital \quad (2.6)$$

Menurut Ehbar & Stewart (1998), EVA bukan hanya sebagai alat ukur perusahaan, terhadap kinerja keuangan dalam meningkatkan nilai bagi para pemegang saham, akan tetapi juga merupakan kerangka manajemen keuangan dan sistem kompensasi insentif sebagai dasar dalam pengambilan perusahaan. Hal ini bertujuan untuk mengarahkan manajemen dalam bertindak seperti para pemegang saham dimana para manajer harus berusaha untuk meningkatkan nilai EVA perusahaan jika ingin mendapatkan kompensasi insentif yang besar atas kinerjanya. Oleh karena itu manajemen harus pintar dalam mengelola dana dan dalam memilih investasi yang dapat memaksimalkan tingkat pengembalian investasi dan meminimalkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat meningkat.

EVA bukan merupakan sesuatu ide yang baru. Esensi EVA adalah pengemasan ulang dari manajemen keuangan yang dapat dipercaya dan prinsip keuangan yang sudah lama ada (Young & O'Byrne, 2001). Namun, EVA merupakan inovasi terpenting, karena EVA membuat teori keuangan modern, dan implikasi manajerial dari teori ini lebih mudah untuk diakses oleh manajer perusahaan. EVA membantu para manajer untuk lebih memahami tujuan keuangan, dan dengan demikian, membantu mereka untuk mencapai tujuan.

Nilai EVA yang positif menggambarkan bahwa manajemen telah berhasil menciptakan nilai bagi para pemegang saham, dimana tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal atas investasi yang dilakukan. Hal tersebut selaras dengan tujuan perusahaan yaitu meningkatkan kekayaan pemegang saham dengan cara memaksimalkan nilai perusahaan. Sebaliknya EVA yang negatif menggambarkan bahwa manajemen tidak berhasil dalam menciptakan nilai tambah bagi para pemegang saham. Hal ini diakibatkan karena tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah dari tingkat biaya modal atas investasi yang dilakukan.

### 2.2.1 Kelebihan EVA

Menurut Grant (2003), pengukuran kinerja perusahaan yang dilakukan dengan menggunakan *Economic Value Added* (EVA) memberikan beberapa kelebihan, antara lain:

1. Dalam menghitung EVA, seluruh biaya modal (*Cost of Capital*) diikutsertakan termasuk biaya modal atas utang maupun biaya atas modal itu sendiri sehingga nilai yang diperoleh menggambarkan hasil *profit* ekonomis yang sebenarnya dihasilkan bagi perusahaan. Dengan demikian, EVA memberikan ukuran yang lebih akurat terhadap penciptaan nilai sehingga tujuan utama perusahaan dalam meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dapat tercapai.
2. Konsep EVA mampu menghilangkan distorsi ekonomi terhadap standar akuntansi. Hal ini dikarenakan bahwa didalam laporan keuangan mengandung berbagai potensi distorsi yang ditimbulkan oleh standar akuntansi yang berbeda-beda, maka diperlukan penyesuaian sehingga hasil perhitungan yang dihasilkan dengan metode EVA menggambarkan keadaan yang sebenarnya. Menurut Stern Stewart terdapat sekitar lebih dari 160 distorsi potensial dari GAAP. Penyesuaian-penyemuain tersebut meliputi penyusutan, *leasing*, amortisasi *goodwill*, dan lain-lain.
3. Konsep EVA mengintegrasikan proses pengambilan keputusan dalam aktivitas bisnis perusahaan. Hal ini dikarenakan bahwa konsep ini dapat

memberikan pengetahuan yang lebih dalam lagi bagi para manajer untuk mengalokasikan modal dalam investasi. Dengan demikian, para manajer mampu melakukan pengambilan keputusan yang tepat bagi bisnis perusahaan.

4. Konsep EVA sangat mudah untuk diterapkan. Hal ini dikarenakan selain perhitungan EVA dapat dilakukan dalam periode yang singkat/pendek, EVA dapat dihitung dengan hanya melibatkan sedikit komponen-komponen dasar dalam kalkulasi yaitu dengan mengurangi NOPAT (*Net Operating After Tax*) dengan modal investasi (*Invested Capital*) yang hasilnya dikalikan dengan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).
5. Konsep EVA tidak hanya bertujuan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham tapi juga meningkatkan kesejahteraan manajemen dengan adanya system kompensasi bonus.

### 2.2.2 Kelemahan EVA

Konsep EVA juga tidak terlepas dari berbagai kelemahan (ibid), antara lain:

1. Adanya keterbatasan informasi yang diberikan kepada manajer dengan menggunakan konsep EVA. Hal ini dikarenakan perhitungan dengan menggunakan EVA dilakukan dengan menggunakan komponen hasil akhir dari suatu proses. Dengan demikian, EVA tidak mampu mengidentifikasi permasalahan atas suatu proses aktivitas bisnis.
2. Mengakomodir kompensasi yang diterima oleh manajemen. Hal itu terjadi karena pada saat manajemen berhasil meningkatkan EVA dalam jangka pendek, kompensasi atas peningkatan EVA tersebut baru akan dicatatkan di akhir tahun bahkan di tahun yang akan datang sehingga besarnya bonus yang diterima tidak benar-benar mencerminkan besarnya peningkatan EVA.
3. Pengukuran EVA masih berdasarkan data historis dan tidak bisa mengukur hal-hal yang tidak berhubungan dengan data keuangan. EVA

dihitung berdasarkan metode akuntansi keuangan yaitu penerimaan pendapatan dan pengakuan beban, sehingga tidak sepenuhnya terlepas dari kemungkinan adanya manipulasi angka dengan cara mengubah proses pembuatan keputusan.

### 2.2.3 *Net Operating After Tax (NOPAT)*

Menurut Ehbar & Stewart (1998), *Net Operating After Tax (NOPAT)* merupakan penjumlahan laba bersih, penghasilan bunga, beban/penghasilan pajak penghasilan, *tax shield on interest expense*, *equity gain/loss*, dan laba/rugi lainnya yang terkait dengan kegiatan operasional perusahaan, yang telah disesuaikan dengan penyesuaian-penyesuaian yang disebut ekuivalen ekuitas dan untuk modal diperoleh dari total hutang dan ekuitas ekuivalen yang telah disesuaikan.

Perhitungan NOPAT tidak memasukkan faktor non operasional, seperti laba/rugi dari penghentian usaha, penjualan investasi, laba/rugi penjualan aktiva tetap. Beberapa akun yang sama sekali tidak berhubungan dengan kegiatan operasional perusahaan dan tidak ada keterangan yang jelas didalam catatan atas laporan keuangan juga tidak diikutsertakan dalam perhitungan NOPAT.

Perhitungan NOPAT dapat dijelaskan sebagai berikut:

|                                       |   |
|---------------------------------------|---|
| Laba bersih                           |   |
| <i>Equity gain/loss</i>               | + |
| <hr/>                                 |   |
| Laba bersih yang disesuaikan          |   |
| Beban/penghasilan pajak penghasilan   |   |
| <i>Tax shield on interest expense</i> | + |
| <hr/>                                 |   |
| <b>NOPAT</b>                          |   |

Sumber: [www.valuebasedmanagement.net/methods.com](http://www.valuebasedmanagement.net/methods.com)

#### 2.2.4 Penyesuaian Akuntansi dalam EVA

Young & O'Byrne (2001) menyatakan bahwa perlu dilakukan beberapa penyesuaian akuntansi sebelum menghasilkan nilai EVA. Terdapat lebih dari 150 penyesuaian yang memungkinkan telah diidentifikasi oleh para konsultan EVA, namun tidak lebih dari 15 penyesuaian yang perlu dibuat dalam melakukan perhitungan terhadap EVA (ibid). Akan tetapi, banyak perusahaan yang hanya menggunakan tidak lebih dari lima penyesuaian yang *applicable* dan praktis. Menurut G. Bennet Stewart III, angka-angka yang dimasukkan dalam perhitungan EVA tidak serta merta langsung diambil dari laporan keuangan saja, akan tetapi dilakukan penyesuaian dahulu sebelumnya Widjaja (2008).

Penyesuaian ini dilakukan untuk mengeliminasi kemungkinan berbagai macam distorsi yang timbul. Penyesuaian yang dilakukan dengan menambahkan perubahan periodik dan cadangan ekuivalen ekuitas (*equity equivalent reserve*) ke laba operasi setelah pajak yang akan membuat nilai buku modal berubah menjadi nilai modal yang sebenarnya dimiliki perusahaan. akan membuat nilai buku modal berubah menjadi nilai modal yang sebenarnya dimiliki oleh perusahaan. Hal ini akan menyebabkan NOPAT akan menjadi lebih akurat di dalam merefleksikan aliran kas yang dihasilkan dari kegiatan operasi perusahaan.

Secara umum, ada beberapa kriteria penyesuaian terhadap penyesuaian yang dilakukan ([www.markplusnco.com](http://www.markplusnco.com)), antara lain:

1. Mempunyai nilai yang cukup signifikan.
2. Penyesuaian yang dilakukan dapat mempengaruhi nilai EVA yang dihasilkan.
3. Data-data yang diperlukan dalam melakukan penyesuaian tersedia dengan lengkap di dalam catatan atas laporan keuangan.
4. Penyesuaian yang dilakukan dapat dimengerti oleh para manajer non keuangan.

Dalam melakukan perhitungan terhadap NOPAT ada beberapa penyesuaian yang dapat dilakukan (Young & O'Byrne, 2001), yaitu:

### 1. *Deferred Income Tax Reserve*

*Deferred income Tax Reserve* adalah kumulatif perbedaan pajak yang dicatat secara akuntansi dengan pajak yang benar-benar dibayar. *Deferred income tax* ini pada dasarnya tidak pernah dibayarkan sehingga dapat diperlakukan sebagai penambah ekuitas. Dengan menambahkan peningkatan *deferred income tax* ke dalam laba, NOPAT hanya akan terbebani oleh pajak yang benar-benar dibayar. Penyesuaian ini menghasilkan perhitungan yang benar-benar menyatakan aliran kas yang ada.

### 2. *LIFO reserve*

Penerapan metode penilaian persediaan yang berbeda dapat menghasilkan laporan keuangan yang berbeda pula. Metode LIFO menilai persediaan berdasarkan nilai historisnya sehingga tidak mencerminkan yang berlaku pada saat laporan keuangan dibuat, sedangkan laporan keuangan FIFO menghasilkan nilai persediaan yang mendekati nilai pasar pada saat laporan keuangan dibuat.

LIFO *reserve* yaitu perbedaan antara perhitungan persediaan menggunakan metode LIFO dengan FIFO. LIFO *reserve* menunjukkan besarnya penurunan nilai persediaan karena penggunaan metode LIFO. Menambahkan LIFO *reserve* ke modal sebagai *equity equivalent* akan mengubah nilai persediaan dari metode LIFO menjadi FIFO sehingga menghasilkan perkiraan biaya yang benar-benar terjadi.

### 3. *Cumulative goodwill amortization*

*Goodwill* timbul ketika perusahaan membeli perusahaan lain dengan suatu harga yang melebihi nilai pasar yang pantas dari seluruh aktiva yang dapat diidentifikasi setelah dikurangi dengan hutang. Berdasarkan metode akuntansi, *goodwill* diamortisasi selama periode maksimal 40 tahun. Amortisasi *goodwill* dilakukan untuk memenuhi *matching principle* di dalam akuntansi. Pada dasarnya nilai *goodwill* tidak berkurang dari tahun ke tahun. Oleh karena itu, akumulasi

amortisasi *goodwill* ditambahkan kembali pada modal dan NOPAT. Dengan menambahkan akumulasi amortisasi *goodwill* ke dalam *equity equivalent* dan amortisasi *goodwill* setiap periode ke dalam NOPAT, maka akan mencerminkan aliran kas yang sebenarnya.

#### 4. *Unrecorded goodwill*

Merupakan perbedaan nilai buku perusahaan yang diakuisisi dengan nilai pasar saham. *Goodwill* tidak seluruhnya dapat dicatat jika teknik yang digunakan adalah *pooling of interest*, karena dengan teknik ini biaya yang dicatat oleh pihak pembeli adalah nilai buku akuntansi dari perusahaan yang diakuisisi. Oleh karena itu, *goodwill* yang tidak tercatat ini ditambahkan ke dalam modal.

#### 5. *Intangible*

Pengeluaran terhadap *Research and Development* harus dikapitalisasi ke neraca sebagai ekuivalen ekuitas dan di amortisasi selama keberhasilan umur proyek. Dengan alasan yang sama dengan akumulasi amortisasi *goodwill*, maka kapitalisasi bersih dari *intangible* ditambahkan pada modal dan perubahannya ditambahkan kedalam NOPAT.

#### 6. *Successful Effort to Full Cost*

Penyesuaian perlu dilakukan dalam melakukan perubahan *successful effort* menjadi *full cost*. Penyesuaian tersebut dilakukan dengan menghilangkan laba atau rugi yang bukan berasal dari kegiatan operasi. Akumulasi dari laba atau rugi tersebut ditambahkan ke dalam modal.

#### 7. *Other equity equivalent reserves*

Terdapat banyak penyesuaian lain yang dapat dilakukan untuk mendekati kepada aliran kas yang sebenarnya, misalnya *bad debt reserve*, *inventory obsolescence reserve*, *warranties*, *deferred income reserve*.

Penyesuaian-penyesuaian terhadap EVA seperti yang telah dijelaskan sebelumnya dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 2.1

Tabel Penyesuaian dalam EVA

| <i><b>Add to Capital:<br/>Equity Equivalent</b></i> | <i><b>Add to NOPAT:<br/>Increase in Equity Equivalent</b></i> |
|---|---|
| <i>Deferred tax reserve</i>                         | <i>Increase in deferred tax reserve</i>                       |
| <i>LIFO reserve</i>                                 | <i>Increase in LIFO reserve</i>                               |
| <i>Cumulative goodwill amortization</i>             | <i>Goodwill amortization</i>                                  |
| <i>Unrecorded goodwill</i>                          | <i>Increase in (net) capitalized intangibles</i>              |
| <i>(Net) capitalized intangibles</i>                | <i>Increase in full-cost reserve</i>                          |
| <i>Full cost reserve</i>                            | <i>Unusual loss (gain) AT</i>                                 |
| <i>Cumulative unusual loss (gain) AT</i>            | <i>Increase other reserve</i>                                 |
| <i>Other reserve:</i>                               |   |
| <i>    Bad debt expense</i>                         |   |
| <i>    Inventory obsolescence reserve</i>           |   |
| <i>    Warranty reserve</i>                         |   |
| <i>    Deferred income reserve</i>                  |   |

Sumber: (Stewart, The quest for value: a guide for senior managers, 1991)

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

Biaya modal merupakan return minimal yang diharapkan oleh para pemegang saham jika para pemegang saham tersebut menginvestasikan dana yang dimilikinya di tempat lain dengan risiko yang sebanding. Melakukan perhitungan terhadap biaya modal sangat penting untuk dilakukan bagi perusahaan, karena biaya modal merupakan tingkat pengembalian yang harus diperoleh untuk memberikan kepuasan kepada investor dalam suatu tingkat risiko tertentu.

Ada dua komponen yang membentuk biaya modal, yaitu utang dan ekuitas. Dalam menghitung biaya modal perusahaan, sebelumnya harus melakukan pembobotan terhadap komponen-komponen pembentuk biaya modal yaitu biaya hutang dan biaya ekuitas. Pembobotan tersebut dilakukan dikarenakan oleh tiap-tiap pembiayaan masing masing memiliki risiko yang berbeda bagi investor.



Rumus dalam melakukan perhitungan terhadap biaya modal (Ross, Westerfield, Jaffe, & Jordan, 2008) :

$$WACC = \frac{S}{S+B} R_S + \frac{B}{B+S} R_B(1-T) \quad (2.7)$$

Dimana:

$S = Equity$

$B = Debt$

$R_S = Cost\ of\ Equity$

$R_B = Cost\ of\ Debt$

$T = Tax\ rate$

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

Menurut Young & O'Byrne (2001), Biaya hutang adalah tingkat sebelum pajak yang dibayar perusahaan kepada para pemberi pinjamannya. Dalam melakukan perhitungan terhadap biaya hutang, hanya komponen hutang yang memiliki beban bunga (*interest bearing debt*) baik untuk hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang yang dimasukkan kedalam perhitungan. Sehingga tidak semua hutang yang dimiliki perusahaan diperhitungkan sebagai biaya hutang.

Menurut Damodaran (2002), ada beberapa variable-variabel yang dapat menentukan *cost of debt*, antara lain:

1. *Riskless rate*. *Cost of debt* perusahaan akan meningkat apabila *riskless* (tingkat bunga bebas risiko) juga meningkat.
2. *Default risk*. Hal ini berhubungan dengan risiko gagal bayar yang akan dialami perusahaan. Kenaikan terhadap *default risk* suatu perusahaan akan dapat menyebabkan kenaikan *cost of debt*.

3. *The tax advantage associated with debt.* Biaya hutang yang digunakan adalah biaya hutang setelah pajak. Hal ini dikarenakan adanya pembayaran bunga hutang yang dapat menyebabkan penurunan pembayaran pajak perusahaan.

Rumusan perhitungan biaya hutang dapat dijelaskan dengan rumus dibawah ini:

$$Kd = R_b \times (1 - T_c) \quad (2.8)$$

Dimana:

$R_b = \text{Cost of Debt}$

$T_c = \text{Tax rate}$

### 2.2.5.2 Biaya ekuitas (*Cost of Equity*)

Menurut Damodaran (2002), *Cost of equity* adalah tingkat pengembalian investor yang diharapkan atas suatu investasi ekuitas yang dilakukan. *Cost of equity* merupakan biaya internal ekuitas yang harus ditanggung oleh perusahaan. Dalam melakukan perhitungan terhadap biaya ekuitas dapat menggunakan beberapa pendekatan, salah satunya adalah CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Dalam metode ini kita dapat melihat *cost of equity* sebagai penjumlahan dari tingkat bunga tanpa risiko dan selisih antara tingkat pengembalian yang diharapkan dari *portfolio* pasar dengan tingkat bunga tanpa risiko dikalikan dengan risiko sistematis perusahaan.

Langkah-langkah dalam melakukan perhitungan dengan menggunakan CAPM dapat dijelaskan dengan rumus dibawah ini (White, Sondhi, & Fried, 2003):

$$R_S = R_F + \beta \times (R_M - R_F) \quad (2.9)$$

Dimana:

$R_S = \text{Cost of equity}$

$R_F = \text{Risk free rate}$

$\beta = \text{Koefisien beta}$

$R_M = \text{Expected return on the market}$

Berdasarkan persamaan diatas, CAPM bergantung kepada tiga hal yaitu tingkat pengembalian tanpa risiko ( $R_F$ ), *Market Risk Premium* (MRP) dan faktor risiko yang berupa koefisien beta ( $\beta$ ). MRP merupakan selisih antara tingkat pengembalian pasar saham ( $R_M$ ) dengan tingkat pengembalian tanpa risiko ( $R_F$ ).

Menurut Iqbal dan Brooks (2007), Koefisien beta ( $\beta$ ) merupakan nilai yang relevan dalam mengukur risiko sistematis dari suatu perusahaan yang bisa didiversifikasi. Nilai  $\beta$  untuk tiap perusahaan berbeda-beda. Beta merupakan angka yang mengukur tingkat sensitifitas tiap perusahaan terhadap fluktuasi pasar. Nilai beta pasar biasanya dinyatakan dengan angka 1. Perusahaan yang memiliki beta lebih besar dari satu berarti perusahaan tersebut lebih berisiko. Sebaliknya perusahaan yang memiliki nilai beta kurang dari satu mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki risiko yang lebih rendah. Perhitungan nilai beta dengan menggunakan *historical data* yang dilakukan dengan melakukan regresi antara return saham suatu perusahaan terhadap return pasar (IHSG).

### 2.2.6 *Invested Capital*

*Invested capital* adalah jumlah dari seluruh pembiayaan perusahaan yang sudah terlepas dari seluruh kewajiban yang tidak mengandung beban bunga.

Berdasarkan Grant (2003), *invested capital* dapat dirumuskan sebagai berikut:

**Tabel 2.2**

**Perhitungan *Invested Capital***

*Net Operating Assets*  
**Add:**  
*Net Plant, Property, and equipment*  
*Intangible*  
*Other Assets*  
*LIFO reserve*  
*Accumulated goodwill amortization*  
*Bad-debt reserve*  
*Capitalized research and development*  
*Cumulative write-offs of special items*  
*Present value of operating lease*  
**Equals:**  
**Capital**

**2.3 Market Value Added (MVA)**

Menurut Stern & Shiely (2001), "*Market Value Added is defined as the difference between the market value of a company and the sums invested in it over the years*". MVA memberikan gambaran tentang keberhasilan perusahaan atas *invested capital* yang telah dilakukan dimasa lalu dan bagaimana keberhasilan yang akan diperoleh dimasa yang akan datang. Menurut Young & O'Byrne (2001), MVA dapat dijelaskan dengan rumus dibawah ini:

$$MVA = \text{Market Value} - \text{Invested Capital} \quad (2.11)$$

*Total market value* di peroleh dari penjumlahan *market value of equity* dengan *total debt*. Nilai MVA yang tinggi menggambarkan perusahaan telah mampu menciptakan kekayaan bagi para pemegang sahamnya. Sebaliknya jika nilai MVA negatif memberikan gambaran bahwa hasil dari aktivitas pendanaan operasional yang dilakukan manajemen lebih rendah daripada modal yang telah diinvestasikan dalam perusahaan oleh investor melalui pasar modal, hal ini menunjukkan adanya penurunan nilai.

## **BAB III**

### **GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN**

#### **3.1 Perkembangan Industri Perkebunan Indonesia**

Subsektor perkebunan merupakan salah satu subsektor yang mengalami pertumbuhan paling konsisten, baik ditinjau dari areal maupun produksi. Secara keseluruhan, areal perkebunan meningkat dengan laju 2.6% per tahun pada periode tahun 2000-2003, dengan total areal pada tahun 2003 mencapai 16.3 juta ha. Dari beberapa komoditas perkebunan yang penting di Indonesia (karet, kelapa sawit, kelapa, kopi, kakao, teh, dan tebu), kelapa sawit, karet dan kakao tumbuh lebih pesat dibandingkan dengan tanaman perkebunan lainnya dengan laju pertumbuhan diatas 5% per tahun. Pertumbuhan yang pesat dari ketiga komoditas tersebut pada umumnya berkaitan dengan tingkat keuntungan pengusahaan komoditas tersebut relatif lebih baik dan juga kebijakan pemerintah untuk mendorong perluasan areal komoditas tersebut.

Sejalan dengan pertumbuhan areal produksi perkebunan, total produksi juga mengalami peningkatan dimana mencapai 19.6 juta ton pada tahun 2003. CPO dari kelapa sawit dan karet merupakan dua komoditas yang mempunyai kontribusi yang dominan. Produksi kelapa sawit tumbuh pesat dengan laju 12.1% per tahun. Pertumbuhan produksi komoditas kakao dan kopi juga relatif pesat pada periode tersebut. Meningkatnya harga-harga produk perkebunan pada tahun 2003 merupakan salah satu faktor pendorong peningkatan produksi tersebut

Sebagai salah satu subsektor penting dalam sektor pertanian, subsektor perkebunan secara tradisional mempunyai kontribusi yang signifikan terhadap perekonomian Indonesia. Sebagai negara berkembang dimana penyediaan lapangan kerja merupakan masalah yang mendesak, subsektor perkebunan mempunyai

kontribusi yang cukup signifikan. Sampai dengan tahun 2003, jumlah tenaga kerja yang terserap oleh subsektor perkebunan diperkirakan mencapai sekitar 17 juta jiwa. Jumlah lapangan kerja tersebut belum termasuk yang bekerja pada industri hilir perkebunan. Kontribusi dalam penyediaan lapangan kerja menjadi nilai tambah tersendiri, karena subsektor perkebunan menyediakan lapangan kerja di pedesaan dan daerah terpencil.

Subsektor perkebunan merupakan salah satu subsektor yang mempunyai kontribusi penting dalam hal penciptaan nilai tambah yang tercermin dari kontribusinya terhadap Produk Domestik Bruto (PDB). Dari segi nilai absolut berdasarkan harga yang berlaku, PDB perkebunan terus meningkat dari sekitar Rp 33.7 triliun pada tahun 2000 menjadi sekitar Rp 47.0 triliun pada tahun 2003, atau meningkat dengan laju sekitar 11.7% per tahun. Dengan peningkatan tersebut, kontribusi PDB subsektor perkebunan terhadap PDB sektor pertanian adalah sekitar 16%. Terhadap PDB secara nasional tanpa migas, kontribusi subsektor perkebunan adalah sekitar 2.9% atau sekitar 2.6% PDB total. Jika menggunakan PDB dengan harga konstan tahun 1993, pangsa subsektor perkebunan terhadap PDB sektor pertanian adalah 17.6%, sedangkan terhadap PDB nonmigas dan PDB nasional masing-masing adalah 3.0% dan 2.8%.

Sejalan dengan pertumbuhan PDB, subsektor perkebunan mempunyai peran strategis terhadap pertumbuhan ekonomi. Ketika Indonesia mengalami krisis ekonomi yang dimulai tahun 1997, subsektor perkebunan kembali menunjukkan peran strategisnya. Pada saat itu, kebanyakan sektor ekonomi mengalami kemunduran bahkan kelumpuhan dimana ekonomi Indonesia mengalami krisis dengan laju pertumbuhan  $-13\%$  pada tahun 1998. Dalam situasi tersebut, subsektor perkebunan kembali menunjukkan kontribusinya dengan laju pertumbuhan antara  $4\%-6\%$  per tahun. Ketika ekonomi Indonesia mulai membaik, kontribusi dalam hal pertumbuhan, terus menunjukkan kinerja yang konsisten. Selama periode 2000-2003, laju pertumbuhan subsektor perkebunan selalu diatas laju pertumbuhan ekonomi secara nasional. Sebagai contoh, pada tahun 2001, ketika laju pertumbuhan ekonomi

secara nasional adalah sekitar 3.4%, subsektor perkebunan tumbuh dengan laju sekitar 5.6%.

Subsektor perkebunan merupakan salah satu subsektor andalan dalam menyumbang devisa karena mempunyai orientasi pasar ekspor. Produk karet, kopi, kakao, teh dan minyak sawit adalah produk-produk dimana lebih dari 50% dari total produksi adalah untuk ekspor. Pada lima tahun terakhir, subsektor perkebunan secara konsisten menyumbang devisa dengan dengan rata-rata nilai ekspor produk primernya mencapai US\$ 4 miliar per tahun. Nilai tersebut belum termasuk nilai ekspor produk olahan perkebunan, karena ekspor olahan perkebunan dimasukkan pada sektor perindustrian.

Terhadap isu global yang kini menjadi sorotan internasional seperti kemiskinan, ketahanan pangan, dan isu lingkungan/pembangunan berkelanjutan, subsektor perkebunan mempunyai kontribusi yang juga tidak dapat diabaikan. Terlepas kegagalan dalam beberapa proyek PIR, pengembangan berbagai program perkebunan juga telah terbukti mampu mengurangi jumlah penduduk miskin. Suatu studi oleh Susila (2004) menunjukkan bahwa jumlah orang miskin di wilayah perkebunan kelapa sawit secara umum kurang dari 6%, sedangkan secara nasional jumlah penduduk miskin adalah sekitar 17%.

Peran strategis lain dari subsektor perkebunan dalam isu global yang perlu mendapat perhatian adalah kontribusinya dalam ketahanan pangan. Minyak goreng dan gula merupakan produk perkebunan yang mempunyai peran penting dalam memelihara ketahanan pangan. Negara-negara maju seperti Amerika, Jepang, Eropa, berusaha memaksimalkan tingkat produksi pangannya dalam upaya mencapai ketahanan pangan. Seperti diketahui, ketahanan pangan merupakan salah satu syarat penting dalam ketahanan nasional. Akhirnya, subsektor perkebunan juga berperan penting dalam hal isu lingkungan yang merupakan isu global yang secara konsisten gaungnya semakin menguat. Pengembangan komoditas perkebunan di areal yang marginal merupakan wujud kontribusi subsektor perkebunan dalam memelihara

lingkungan/konservasi. Sebagai contoh, pengembangan tanaman teh di daerah pegunungan dengan kemiringan yang tajam dengan kondisi lahan yang kritis, berperan penting dalam konservasi lingkungan. Pengembangan komoditas karet di lahan kering dan kritis juga memberi kontribusi nyata dalam memelihara bahkan memperbaiki lingkungan. Pengembangan komoditas kelapa sawit di lahan rawa juga merupakan wujud kontribusi subsektor perkebunan dalam memelihara lingkungan.

### **3.2 Perkembangan Industri Kelapa Sawit di Indonesia**

Industri/perkebunan kelapa sawit merupakan salah satu sektor unggulan Indonesia dan kontribusinya terhadap ekspor non migas nasional cukup besar. Dalam enam tahun terakhir rata-rata share per tahun adalah 6,17% dan setiap tahun cenderung terus mengalami peningkatan. Ekspor CPO Indonesia setiap tahunnya juga menunjukkan tren meningkat dengan rata-rata peningkatan adalah 12,97%.

Sampai dengan tahun 2005 luas perkebunan kelapa sawit yang teranam di Indonesia adalah 5,6 juta ha, yang terdiri dari: perkebunan rakyat 1,9 juta ha, perkebunan pemerintah 0,7 juta ha, dan perkebunan swasta 3,0 juta ha. Rata-rata pertumbuhan lahan per tahun sebesar 15% atau 200.000 ha per tahun. Sementara itu, produksi kelapa sawit Indonesia di tahun 2005 telah mencapai 17 juta ton meningkat 63,7% dibandingkan tahun 2003 yang mencapai 10,4 juta ton.

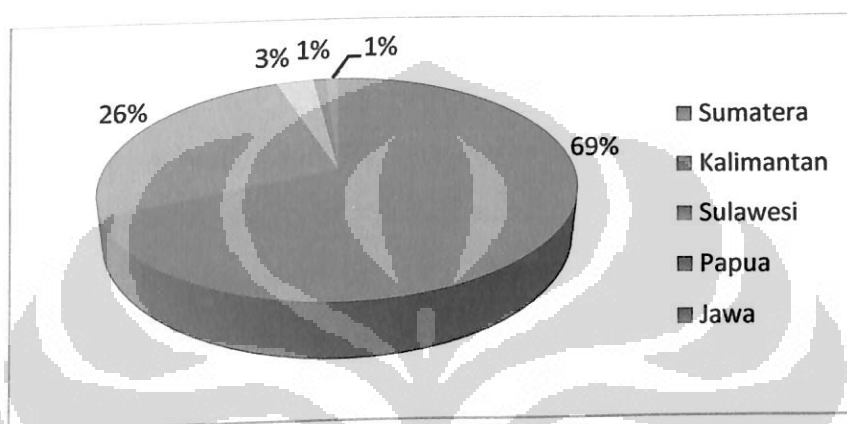
Sebagian besar lahan perkebunan kelapa sawit di Indonesia terletak di Pulau Sumatera (69%) disusul Pulau Kalimantan (26%). Dengan adanya rencana pemerintah membangun 850 km perkebunan kelapa sawit di sepanjang perbatasan Indonesia dan Malaysia di Pulau Kalimantan maka pada tahun 2020 diprediksikan luas perkebunan kelapa sawit di Indonesia akan menjadi 9 juta ha sehingga share lahan kelapa sawit di Kalimantan naik menjadi 35% sebaliknya Sumatera turun menjadi 56%.

Produktifitas kebun kelapa sawit di Indonesia masih kalah dibandingkan Malaysia. Produktifitas Indonesia berkisar 3,04 ton/ha sedangkan Malaysia berkisar 3,83 ton/ha. Hal ini lebih disebabkan oleh pemilihan bibit yang kurang baik, sistem pemupukan yang kurang optimal dan kondisi perkebunan kelapa sawit di Indonesia



yang sudah banyak melewati usia produktif akibat keterlambatan dalam melakukan regenerasi pohon kelapa sawit.

Pengembangan industri kelapa sawit nasional dimasa yang akan datang sangat prospektif karena saat ini pemerintah Indonesia sedang menjalankan program pengembangan bio diesel yang menggunakan CPO sebagai bahan bakunya. Dengan demikian kapasitas penyerapan CPO akan jauh lebih besar lagi disamping nilai tambahnya juga akan semakin tinggi



**Grafik 3.1 Distribusi Luas Lahan Kelapa Sawit 2005**

Sumber: Economic Review, Desember 2006

### 3.3 PT. Astra Agro Lestari, Tbk

#### 3.3.1 Visi dan Misi PT. Astra Agro Lestari, Tbk

Visi PT. Astra Agro Lestari adalah menjadi sebuah perusahaan agribisnis yang ramah lingkungan-terintegrasi-inovatif dan luas. Sedangkan misi perusahaan adalah menjadi perusahaan agribisnis panutan.

#### 3.3.2 Sejarah Singkat Perusahaan

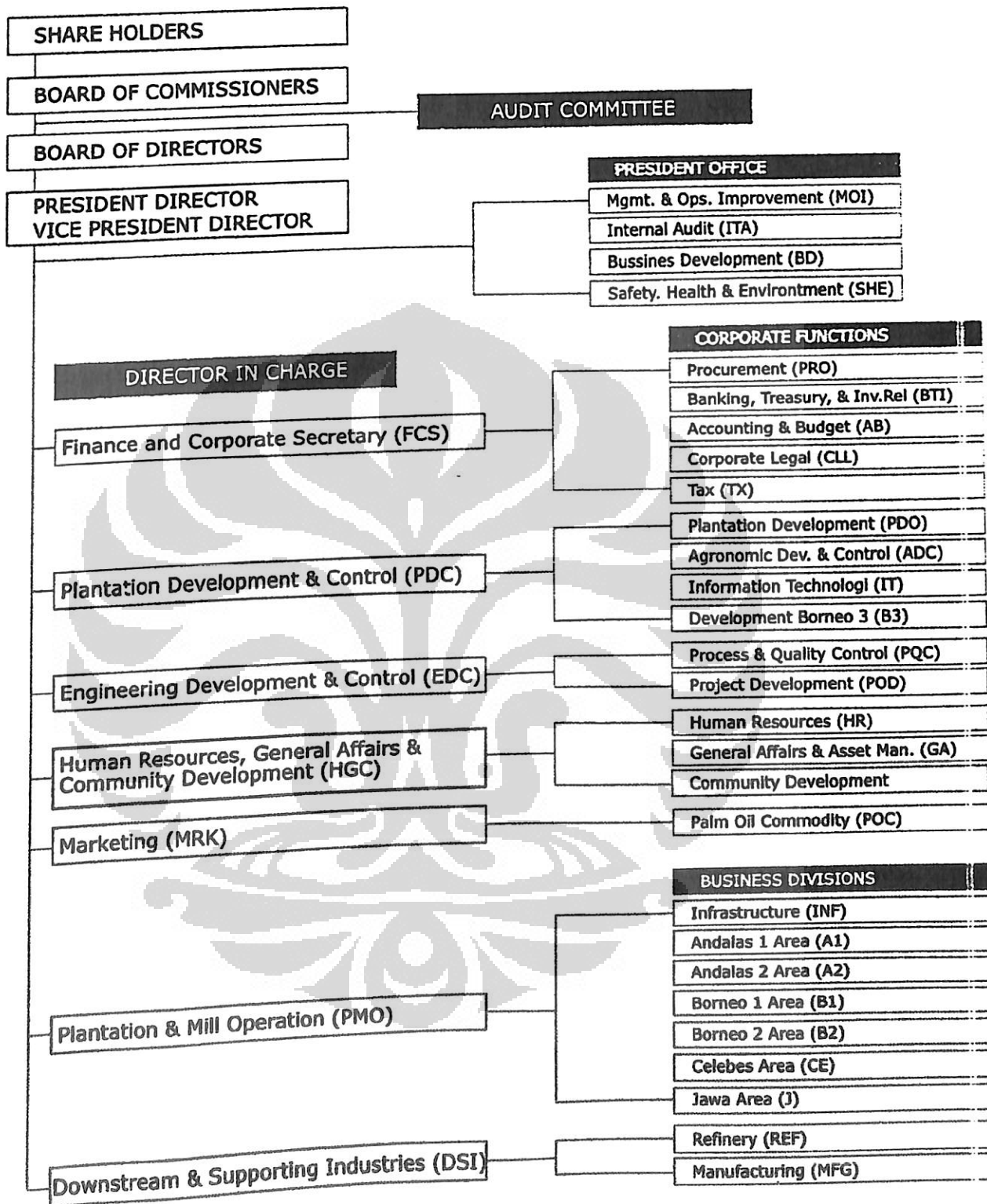
PT. Astra Agro Lestari, Tbk memfokuskan bisnisnya dalam bidang pengelolaan perkebunan kelapa sawit dan produksi CPO di Indonesia. Kegiatan bisnisnya dimulai pada tahun 1981 sejak didirikannya PT. Pandu Dian Pertiwi, sebuah perusahaan yang dimiliki oleh keluarga Soeryadjaya, Bapak T.P. Rachmat, Bapak Benny Subianto, Bapak Kiki Sutantyo dan Bapak Rahadi Santoso.

Pada tahun 1983, PT. Astra Internasional (AI) mendirikan divisi agribisnis, dimulai dengan 2000 hektar perkebunan ubi kayu yang kemudian dikonversi menjadi perkebunan karet. Pada tahun 1984, AI masuk ke bisnis minyak kelapa sawit dengan mengakuisisi PT. Tunggal Perkasa Plantation. Pada tahun 1986, AI memiliki 10,000 hektar perkebunan kelapa sawit di Riau Sumatera, dibawah program pemerintah Perkebunan Inti Rakyat (PIR). Kemudian di tahun 1988, PT. Astra Agro Lestari yang dahulu bernama PT. Suryaraya Cakrawala dan PT. Suryaraya Bahtera didirikan sebagai perusahaan *sun holding* untuk mengelola semua perkebunan.

Pada tahun 1990, PT. Astra Internasional mengakuisisi 20% saham PT. Astra Agro Niaga dan 50% saham PT. Suryaraya Bahtera. Kemudian pada tanggal 30 Juni 1997, PT. Astra Agro Niaga dan PT. Suryaraya Bahtera meleburkan diri menjadi perusahaan *holding* PT. Astra Agro Niaga. Pada tanggal 21 Agustus 1997, PT. Astra Agro Niaga mengubah namanya menjadi PT. Astra Agro Lestari, Tbk. Pada tanggal 9 Desember 1997, PT. Astra Agro Lestari, Tbk berhasil mencatatkan diri di Bursa Efek Jakarta maupun Bursa Efek Surabaya dengan menawarkan 125,800,000 lembar saham ke publik dengan harga Rp. 1,550 per lembar saham.

Pada bulan Maret 2000, PT. Astra Agro Lestari, Tbk berhasil menerbitkan obligasi di Bursa Efek Surabaya sebesar Rp.500 milyar dalam jangka waktu lima tahun. Saat ini PT. Astra Agro Lestari, Tbk mengelola 201.412 hektar perkebunan kelapa sawit. PT. Astra Internasional, Tbk adalah pemegang saham mayoritas PT. Astra Agro Lestari, Tbk dengan 79,7%, sisanya dimiliki oleh publik.

### 3.3.3 Struktur Organisasi



Sumber: Annual Report PT. Astra Agro Lestari, Tbk

### 3.3.4 Tinjauan Operasional

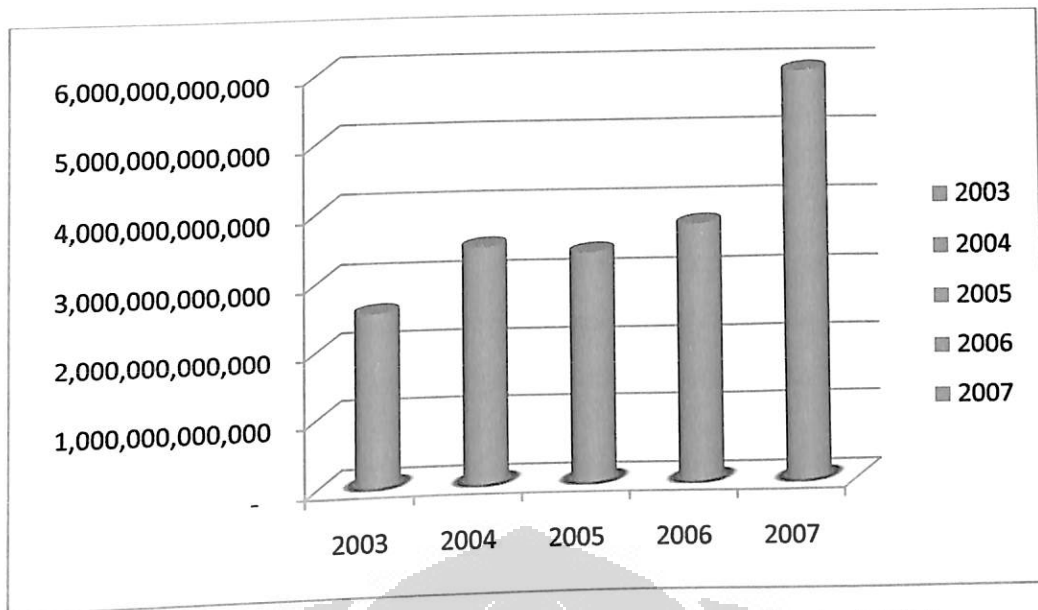
- **Produksi**

Keberhasilan telah diraih dalam peningkatan produksi, terkait dengan manajemen perkebunan yang efektif dan peningkatan infrastruktur serta utilisasi pabrik. Tahun 2005, AALI mengalami peningkatan produktivitas Tandan Buah Segar (TBS) per hektar menjadi 19,2 ton/hektar, naik 13% dibandingkan tahun 2004 sebesar 17 ton/hektar. Potensi produksi dari 27 perkebunan yang dimiliki oleh AALI beragam dari 60% samapi 108% dari standar yang diterapkan oleh lembaga penelitian kelapa sawit di Indonesia. Tujuh perkebunan AALI mencapai potensial produksi diatas 95%, 12 kebun mencapai 85% sampai 95% dari potensial maksimum dan hanya 8 kebun yang potensial produksinya berada dibawah 80%.

Untuk mendapatkan produktivitas optimal dari pohon kelapa sawit, perseroan melakukan upaya penyempurnaan sedini mungkin yang berawal dari pembibitan dan pemeliharaan tanaman muda. Ditahun 2005, AALI memulai proyek untuk membangun kebun induk dimulai dengan menanam pohon induk terpilih yang dibeli dari kebun induk yang sudah teruji kualitasnya yang nantinya akan digunakan untuk *replanting* dan ekspansi.

- **Penjualan dan Pemasaran**

Penjualan CPO *domestic* meningkat 32.7% di tahun 2005 menjadi Rp 1,869 miliar dari Rp 1,408 miliar pada tahun 2004. Penurunan harga jual *domestic* sebesar 7.4% menjadi Rp 3,335/kg masih lebih baik dibanding dari penurunan harga jual ekspor sebesar 10.1% yaitu Rp 3,507/kg dimana penurunan harga ekspor dipengaruhi oleh *demurrage penalty* yang terjadi pada 3 bulan pertama tahun 2005 disebabkan oleh masalah infrastruktur di pelabuhan muat Belawan dan Dumai. Selain dari itu penjualan *domestic* juga mempunyai keuntungan sendiri dimana pembeli membayar dimuka sebelum barang dikirim, sementara untuk ekspor, pembayaran baru diterima sekitar dua minggu setelah barang dikirim.



**Grafik 3.2 Penjualan PT. Astra Agro Lestari, Tbk**

Sumber: hasil olahan

- **Keselamatan Pekerja dan Kepedulian Terhadap Lingkungan**

Sesuai dengan misi perusahaan untuk menjadi panutan bagi industri CPO Indonesia, maka AALI telah mencanangkan program pembudayaan lingkungan, keselamatan dan kesehatan kerja atau program LK3. Program LK3 termasuk di dalam orientasi untuk para karyawan baru di AALI. Program ini meliputi pelatihan dasar mengenai mengemudi kendaraan bermotor dan prosedur standar dimasing-masing tempat kerja dalam kondisi darurat. Semua karyawan di perusahaan diwajibkan untuk mengikuti latihan evakuasi dan *emergency* sedikitnya satu tahun sekali.

Kepedulian perusahaan terhadap lingkungan, keselamatan dan kesehatan secara aktif disosialisasikan melalui rambu-rambu, papan informasi, majalah *agrovania*, spanduk serta penyebaran informasi melalui media elektronika. Peran manajemen dalam menciptakan kepedulian terhadap LK3 sangat vital untuk menggalang kebersamaan dan menjadikan LK3 suatu karakteristik yang unik dari pegawai AALI.

### 3.4 PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk

#### 3.4.1 Visi dan Misi PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk

Visi perusahaan adalah memiliki peranan penting dalam pengembangan sektor agribisnis Indonesia dan dunia, dengan memperkuat posisi yang ada di industri hulu sebagai perusahaan bertaraf internasional, menyediakan lapangan kerja bagi rakyat Indonesia, serta dikenal sebagai perusahaan beretika bisnis tinggi.

Misi perusahaan adalah menjadi perusahaan di bidang perkebunan karet dan kelapa sawit yang berkualitas prima dan berkelanjutan, memiliki hubungan yang kokoh dengan pelanggan lokal dan internasional atas dasar pelayanan terbaik dan kepuasan konsumen, menjaga kepedulian yang tinggi terhadap lingkungan sosial dan alam, serta mampu meningkatkan nilai perusahaan secara terus menerus demi kepentingan seluruh *stakeholder*.

Perusahaan menetapkan strategi jangka panjang, yaitu:

1. Memperluas lahan perkebunan hingga mencapai 150 ribu ha pada tahun 2012.
2. Mengembangkan rantai nilai dengan mengembangkan produk bernilai tambah tinggi.
3. Menyempurnakan korporasi sesuai dengan prinsip-prinsip tata kelola perusahaan yang baik.

Adapun sasaran strategis jangka waktu menengah dan pendek bidang usaha karet mencakup penanaman kembali lahan tanaman dan peningkatan pendapatan dari penjualan karet nilai tambah. Untuk bidang kelapa sawit, sasaran strategis jangka waktu menengah dan pendek adalah mendesain konstruksi pabrik minyak sawit dekat lahan pengembangan, membangun pabrik bio-diesel, serta mengadakan perjanjian beli CPO dengan pihak ketiga.

Sementara itu, sasaran strategis jangka waktu menengah dan pendek yang bersifat umum untuk kedua bidang usaha BSP adalah: meningkatkan produktivitas

lahan tanaman, melanjutkan program efisiensi biaya dan *control*, melakukan penanaman baru, serta mendapatkan lebih banyak sertifikasi ISO guna mengembangkan citra BSP sebagai sebuah *brand*.

### 3.4.2 Sejarah Singkat Perusahaan

Sejarah Bakrie Sumatera Plantation berawal dari tahun 1911 dengan berdirinya NV Hollandsch Amerikaanse Plantage Maatschapij, serta mencakup berbagai perkembangan seperti nasionalisasi, privatisasi, dan penjualan saham ke masyarakat. BSP telah meningkatkan jumlah saham ke masyarakat. BSP telah meningkatkan jumlah saham sebanyak tujuh kali dan sejak akhir 2004 jumlah sahamnya adalah 2,331 milyar lembar.

Dalam perkembangannya, BSP telah membangun infrastruktur yang kokoh, termasuk kebun pembibitan, jalan dan sistem transportasi kelas satu, serta praktek perkebunan dan pengembangan sumber daya manusia yang unggul. Berikut ini adalah sejarah berdirinya perusahaan:

- Awalnya didirikan sebagai NV Hollandsch Amerikaanse Plantage Maatschapij, sebuah perusahaan karet.
- Diakuisisi oleh Bakrie & Brothers dan berganti nama menjadi United Sumatera Plantation
- Terdaftar di BEJ dan BES. Diversifikasi ke minyak sawit dengan mendirikan anak perusahaan, PT. Bakrie Pasaman Plantation, di Pasaman.
- Berganti nama menjadi PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk. Mengakuisisi perkebunan kelapa sawit, PT. Agrowiyana, di Jambi.
- Mendapatkan sertifikasi ISO 9002: 1994. Membangun pabrik minyak sawit di pasaman. Mengakuisisi pengilangan minyak sawit, PT. Kilang Vecolina, di Kerawang. Memperoleh fasilitas kredit USD 75 juta (CSFB, HSBC) → Tahun 1996

- Memperbaharui ISO 9002: 1994 menjadi ISO 9001: 2000 → Tahun 2003
- *Stock Split* dan *Rights Issue*. Mengakuisisi perusahaan perkebunan karet, PT. Huma Indah Mekar. Mengakuisisi perusahaan pabrik minyak sawit, PT. Agro Mitra Madani. → Tahun 2004
- Mendapatkan sertifikasi ISO 14001: 1996. Mengakuisisi perusahaan perkebunan karet, PT. Air Muring. → Tahun 2005
- Memperoleh fasilitas kredit USD 69 juta (RZB, *Barclays*). Mengeluarkan *Senior Secured Notes* senilai USD 110 juta. → Tahun 2006

Kepercayaan para *stakeholder* berhasil diraih dan terus dijaga, sehingga perseroan dapat tumbuh secara berkesinambungan, baik secara industrial maupun social, atas dasar prinsip *People-Profit-Planet*. Secara historis, BSP dikenal sebagai produsen karet terkemuka dunia. Namun, sepuluh tahun terakhir, Perseroan berkembang seimbang pada dua bidang usaha utama, yaitu industri karet dan industri minyak sawit, mulai dari perkebunan hingga industri pengolahannya.

### 3.4.3 Bidang Usaha

- **Karet Alam**

BSP mengusahakan perkebunan dan pengolahan karet alam, yang mencakup pengelolaan lahan dan tanaman, kebun bibit, pengelolaan karet cair menjadi bahan baku industri, pemasarannya, serta kegiatan-kegiatan pendukungnya. Produk utama: *Cream Latex*, *Centrifuge Latex*, SIR 3 CV, SIR 10/20, RSS 1, dan BSR.

Lokasi dan besaran perkebunan: Kabupaten Asahan, Sumatera Utara (13,952 ha lahan tanaman); Kabupaten Tulang Bawang, Lampung (3,699 ha lahan tanaman); serta Kabupaten Air Muring, Bengkulu (2,470 ha lahan tanaman). Lokasi dan besaran pabrik pengelolaan: Asahan (57,950 ton per tahun), Tulang Bawang (8,390 ton per tahun), dan Air Muring, Bengkulu (3,000 ton per tahun).



- **Kelapa Sawit**

BSP juga mengusahakan perkebunan dan pengelolaan kelapa sawit, yang mencakup: pengelolaan lahan dan tanaman, pengelolaan kebun bibit, permanenan dan pengelolaan buah segar dan inti kelapa sawit menjadi bahan baku industri minyak sawit, pemasarannya, serta kegiatan-kegiatan pendukungnya. Produk utama yang telah dipasarkan: sawit mentah dan inti sawit.

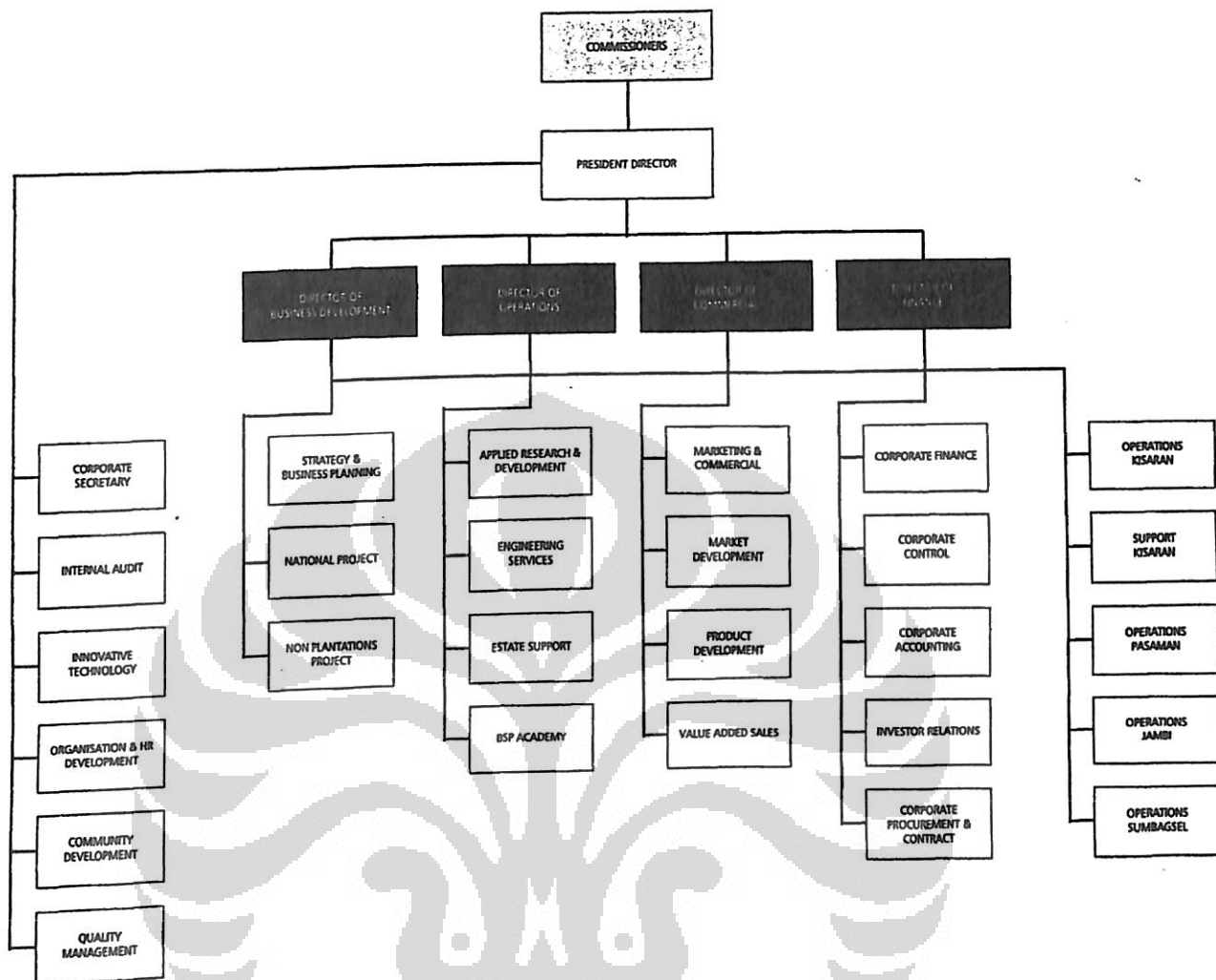
Lokasi dan besaran perkebunan: Kabupaten Asahan, Sumatera Utara 6,270 ha lahan tanaman); Kabupaten Pasaman, Sumatera Barat (13,564 ha lahan tanaman); Kabupaten Tanjung Jabung, Jambi (12,119 ha lahan tanaman); serta lahan pengembangan di Kabupaten Tebo (684 ha lahan tanaman) dan Kabupaten Sarolangun (255 ha lahan tanaman), keduanya di Jambi, serta satu di Kalimantan Tengah (62 ha lahan tanaman).

Lokasi dan besaran pabrik: Kabupaten Pasaman, Sumatera Barat (60 ton per jam); Kabupaten Tanjung Jabung (60 ton per jam); serta proyek pembangunan pabrik baru di Kabupaten Asahan (45 ton per jam).

#### **3.4.4 Bidang Pengembangan Usaha**

Pada tahun 2006, BSP mulai mengembangkan usaha produksi bio-diesel dengan sebuah perusahaan nasional sebagai mitra di Batam. Perusahaan itu, diharapkan akan mampu memberikan kontribusi pendapatan secara signifikan dimasa depan. Juga pada tahun 2006, sehubungan dengan tindakan korporasi yang bertujuan untuk menghimpun dana bagi masyarakat bagi pengembangan usaha, perseroan membentuk sebuah perusahaan di Belanda untuk mengurus penghimpunan dana bagi belanja modal dan pengembangan usaha BSP.

### 3.4.5 Struktur Organisasi



Sumber: Annual Report PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk

### 3.4.6 Gambaran Umum Operasi Perseroan

Perseroan merupakan produsen lateks terbesar di Indonesia, serta produsen minyak sawit mentahnya yang terkemuka. Produk karet alamnya berkualitas prima serta diminati oleh industri karet dalam dan luar negeri. Sementara itu, produksi minyak sawit mentah perseroan diserap terutama oleh pasar domestik.

Di dalam proses operasi, perseroan memusatkan perhatian pada pengelolaan kebun dan pengelolaan bahan baku menjadi bahan mentah bermutu tinggi. Secara teknologi, perseroan mengandalkan pusta riset dan pengembangan untuk mengalihkan teknologi perkebunan yang diperlukan. Secara geografis, fokus kegiatan produksi terletak di pulau Sumatera, sementara kegiatan pemasaran menjangkau pasar ekspor dan domestik.

Sejalan dengan sifat tanaman karet dan kelapa sawit yang diandalkan perseroan, kegiatan operasi sangat dipengaruhi oleh siklus hidup tanaman. Perusahaan menjaga kesinambungan operasi dengan melakukan penanaman secara berkala, didukung persediaan lahan strategis dan teknologi perkebunan yang handal. Teknologi dan pengawasan kualitas pun menjadi andalan untuk meningkatkan produksi fasilitas pengolahan.

Dalam menjaga kinerja pemasaran di dalam kompetisi yang kian ketat, perusahaan mengandalkan peningkatan sinergi dengan mitra usaha. Jika terjadi ketersediaan fasilitas, pengawasan kualitas dan teknologi dilihat sebagai faktor krusial dalam pengembangan operasi perseroan, maka sumber daya manusia yang handal dilihat sebagai landasannya. SDM berkualitas bukan hanya menjaga produktivitas, melainkan juga menjaga kesinambungan usaha.

## BAB IV

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Analisis Pengukuran Kinerja Perusahaan dengan Menggunakan Metode ROE (Metode DuPont)

Analisis pengukuran kinerja perusahaan terhadap PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk dilakukan dengan menggunakan metode DuPont. Ada beberapa rasio-rasio yang terkait dengan perhitungan yang menggunakan metode DuPont tersebut, antara lain *Net Profit Margin*, *Total Asset turnover*, dan *Financial Leverage*. Pengukuran kinerja dengan menggunakan analisis DuPont berguna untuk melihat efektivitas kinerja manajemen perusahaan, yang meliputi kinerja operasi, investasi dan kegiatan pendanaan.

##### 4.1.1 Perhitungan Rasio *Net Profit Margin*

Perhitungan terhadap rasio *net profit margin* dilakukan untuk mengukur tingkat keuntungan bersih dari kegiatan operasional perusahaan. Dengan kata lain, *net profit margin* mengukur seberapa besar kontribusi dari setiap penjualan bersih yang merupakan laba bersih. Dibawah ini merupakan hasil perhitungan rasio *net profit margin* PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk:

Tabel 4.1

##### Perhitungan *Net Profit Margin* PT. Astra Agro Lestari, Tbk

|                   | 2003              | 2004              | 2005              | 2006              | 2007              |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Net Income        | 280,660,000,000   | 800,764,000,000   | 790,410,000,000   | 787,318,000,000   | 1,973,428,000,000 |
| : Net Sales       | 2,543,157,000,000 | 3,472,524,000,000 | 3,370,936,000,000 | 3,757,987,000,000 | 5,960,954,000,000 |
| Net Profit Margin | 11.04%            | 23.06%            | 23.45%            | 20.95%            | 33.11%            |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan AALI, diolah langsung oleh penulis

Tabel 4.2

Perhitungan *Net Profit Margin* PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk

|                   | 2003            | 2004            | 2005            | 2006              | 2007              |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| Net Income        | 80,069,111,000  | 95,567,152,000  | 115,715,575,000 | 172,897,520,000   | 206,575,272,000   |
| : Net Sales       | 457,221,021,000 | 696,447,294,000 | 883,309,955,000 | 1,180,622,019,000 | 1,949,017,782,000 |
| Net Profit Margin | 17.51%          | 13.72%          | 13.10%          | 14.64%            | 10.60%            |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan UNSP, diolah langsung oleh penulis

Berdasarkan tabel 4.1 dapat dilihat bahwa terjadi kenaikan dan penurunan pada rasio *net profit margin* PT. Astra Agro Lestari, Tbk. Kenaikan terbesar terjadi pada tahun 2007, dimana *net profit margin* perusahaan sebesar 33.11%. Hal ini disebabkan oleh kenaikan penjualan perusahaan yang berasal dari kenaikan volume penjualan minyak kelapa sawit mentah (*CPO/crude palm oil*). Kenaikan penjualan tersebut juga mengakibatkan kenaikan laba bersih perusahaan, yaitu sebesar 150.65%.

Pada tahun 2006 terjadi penurunan *net profit margin* yaitu sebesar 2.5% dari tahun sebelumnya. Hal ini dikarenakan oleh kenaikan harga pokok penjualan yang mencapai 19.40% dari tahun sebelumnya. Kenaikan harga pokok penjualan tersebut secara otomatis juga menyebabkan penurunan terhadap laba bersih perusahaan.

Berdasarkan tabel 4.2 dapat dilihat bahwa dari periode 2003-2005 *net profit margin* PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk terus mengalami penurunan. Pada periode tersebut terjadi kenaikan terhadap penjualan perusahaan. akan tetapi kenaikan penjualan tersebut juga diikuti dengan kenaikan harga pokok penjualan. Walaupun terjadi kenaikan harga pokok penjualan, perusahaan juga berhasil meningkatkan laba bersih.

Pada tahun 2006 terjadi kenaikan *net profit margin* bagi perusahaan. Hal ini diakibatkan oleh kenaikan volume penjualan *Crude Palm Oil* (CPO). Selain itu juga ditambah dengan kenaikan volume penjualan terhadap karet. Karet mendominasi

penjualan UNSP dimana kontribusi karet naik menjadi 56% dari sebelumnya sebesar 49%. Kenaikan penjualan ini dipicu oleh kenaikan harga jual karet sebesar 45% menjadi Rp17.3 juta. Pada tahun 2007 kembali terjadi penurunan *net profit margin*. Ini juga diakibatkan oleh terjadi kenaikan penjualan yang kemudian diikuti dengan kenaikan harga pokok penjualan.

#### 4.1.2 Perhitungan *Total Asset Turnover*

Perhitungan terhadap TATO dilakukan untuk memperoleh gambaran efisiensi manajemen dalam memanfaatkan *asset* yang dimilikinya dalam menghasilkan pendapatan bagi perusahaan. Dibawah ini merupakan hasil perhitungan TATO terhadap PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk:

Tabel 4.3

#### Perhitungan *Total Asset Turnover* PT. Astra Agro Lestari, Tbk

|                        | 2003              | 2004              | 2005              | 2006              | 2007              |
|------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Net Sales              | 2,543,157,000,000 | 3,472,524,000,000 | 3,370,936,000,000 | 3,757,987,000,000 | 5,960,954,000,000 |
| : Average Total Assets | 2,727,712,000,000 | 3,113,752,500,000 | 3,287,268,000,000 | 3,344,335,000,000 | 4,424,970,500,000 |
| TATO                   | 0.93              | 1.12              | 1.03              | 1.12              | 1.35              |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan AALI, diolah langsung oleh penulis

Berdasarkan tabel 4.3 dapat dilihat bahwa terjadi kenaikan dan penurunan TATO perusahaan. Pada tahun 2005 terjadi penurunan TATO perusahaan. Ini disebabkan oleh penurunan penjualan, sedangkan di sisi lain pada tahun tersebut terjadi penambahan total *asset*. Pada tahun 2007 terjadi kenaikan yang cukup signifikan terhadap TATO. Hal ini menggambarkan bahwa kinerja manajemen semakin efektif dalam memanfaatkan *asset* yang dimilikinya dalam menghasilkan pendapatan bagi perusahaan. Untuk memperoleh gambaran yang lebih jelas terhadap efisiensi yang dilakukan manajemen PT. Astra Agro Lestari, Tbk maka dapat kita telusuri pada tabel 4-4 dibawah ini:

Tabel 4.4

Perhitungan *Fixed Assets Turnover* PT. Astra Agro Lestari, Tbk

|                       | 2003              | 2004              | 2005              | 2006              | 2007              |
|-----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Sales                 | 2,543,157,000,000 | 3,472,524,000,000 | 3,370,936,000,000 | 3,757,987,000,000 | 5,960,954,000,000 |
| : Average Fixed Asset | 2,174,269,000,000 | 2,159,558,500,000 | 2,319,936,000,000 | 2,752,565,000,000 | 3,354,946,000,000 |
| FATO                  | 1.17              | 1.61              | 1.45              | 1.37              | 1.78              |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan AALI, diolah langsung oleh penulis

Berdasarkan tabel 4.4 dapat dilihat bahwa terjadi kenaikan dan penurunan *Fixed Assets TO*. Kenaikan FATO terbesar terjadi pada tahun 2004 yaitu sebesar 37.60%. Hal ini disebabkan peningkatan sales yang lebih besar yang diikuti dengan penurunan *fixed asset* perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa manajemen PT. Astra Agro Lestari, Tbk semakin efisien dalam menghasilkan penjualan bagi perusahaan dengan menggunakan aktiva tetap yang dimilikinya. Meskipun pada periode 2005-2006 terjadi penurunan, Pada tahun 2007 kembali terjadi kenaikan FATO yang cukup signifikan. Hal ini dikarenakan kenaikan penjualan perusahaan yang lebih besar bila dibandingkan dengan kenaikan aktiva tetap perusahaan.

Tabel 4.5

Perhitungan *Total Asset Turnover* PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk

|                        | 2003            | 2004            | 2005              | 2006              | 2007              |
|------------------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Net Sales              | 457,221,021,000 | 696,447,294,000 | 883,309,955,000   | 1,180,622,019,000 | 1,949,017,782,000 |
| : Average Total Assets | 850,880,015,500 | 985,912,639,000 | 1,184,827,397,000 | 1,513,954,984,500 | 3,046,952,389,500 |
| TATO                   | 0.54            | 0.71            | 0.75              | 0.78              | 0.64              |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan UNSP, diolah langsung oleh penulis

Berdasarkan tabel 4.5 dapat dilihat bahwa selama periode 2003-2007 secara keseluruhan TATO perusahaan mengalami kenaikan, walaupun terjadi penurunan pada tahun 2007. Hal ini menggambarkan bahwa kinerja manajemen semakin efektif dalam memanfaatkan *asset* yang dimilikinya dalam menghasilkan pendapatan bagi perusahaan. Akan tetapi terjadi penurunan TATO yang cukup signifikan pada tahun 2007. Untuk memperoleh gambaran yang lebih jelas terhadap efisiensi yang

dilakukan manajemen PT. Bakrie Sumatera Plantation , Tbk maka dapat kita telusuri pada tabel dibawah ini:

**Tabel 4.6**

**Perhitungan *Fixed Assets Turnover* PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk**

|                       | 2003            | 2004            | 2005            | 2006              | 2007              |
|-----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| Sales                 | 457,221,021,000 | 696,447,294,000 | 883,309,955,000 | 1,180,622,019,000 | 1,949,017,782,000 |
| : Average Fixed Asset | 758,908,593,000 | 842,161,608,500 | 953,348,292,500 | 1,038,086,379,000 | 1,997,487,822,000 |
| FATO                  | 0.60            | 0.83            | 0.93            | 1.14              | 0.98              |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan UNSP, diolah langsung oleh penulis

Berdasarkan tabel 4.6 dapat diketahui bahwa dari periode 2003-2006 *Fixed Assets TO* perusahaan mengalami kenaikan. Hal ini disebabkan oleh terjadinya kenaikan penjualan yang lebih besar jumlah bila dibandingkan dengan kenaikan jumlah aktiva tetap yang dimiliki perusahaan. Ini menggambarkan bahwa perusahaan semakin efisien dalam menggunakan aktiva tetapnya dalam meningkatkan penjualan., meskipun pada tahun 2007 terjadi penurunan *Fixed Assets TO*.

#### 4.1.3 Perhitungan *Financial Leverage*

Perhitungan terhadap rasio *financial leverage* memberikan gambaran strategi pendanaan yang dipilih manajemen untuk memperoleh *asset*, bisa dengan menggunakan modal utang atau modal ekuitas. Dibawah ini merupakan perhitungan rasio *financial leverage* terhadap PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk.



Tabel 4.7

Perhitungan *Financial Leverage* PT. Astra Agro Lestari, Tbk

|                                | 2003              | 2004              | 2005              | 2006              | 2007              |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Average total Assets           | 2,727,712,000,000 | 3,113,752,500,000 | 3,287,268,000,000 | 3,344,335,000,000 | 4,424,970,500,000 |
| : Average Stockholder's equity | 1,411,239,500,000 | 1,790,439,000,000 | 2,343,988,500,000 | 2,685,604,500,000 | 3,404,584,500,000 |
| Financial Leverage             | 1.93              | 1.74              | 1.40              | 1.25              | 1.30              |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan AALI, diolah langsung oleh penulis

Berdasarkan tabel 4.7 dapat diketahui bahwa terjadi penurunan rasio *financial leverage* dari tahun 2003-2006. Menurunnya rasio *financial leverage* PT. Astra Agro Lestari, Tbk diakibatkan oleh peningkatan ekuitas perusahaan yang lebih besar bila dibandingkan dengan peningkatan *total asset*.

Selain itu, penurunan rasio *financial leverage* mengindikasikan bahwa manajemen perusahaan mulai untuk mengurangi menggunakan pendanaan yang berasal dari modal utang dan kemudian beralih untuk menggunakan modal ekuitas dalam melakukan penambahan-penambahan terhadap asset perusahaan. Hal tersebut dilakukan manajemen untuk mengurangi risiko yang dihadapi oleh para pemegang saham perusahaan.

Tabel 4.8

Perhitungan *Financial Leverage* PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk

|                                | 2003            | 2004            | 2005              | 2006              | 2007              |
|--------------------------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Average total Assets           | 850,880,015,500 | 985,912,639,000 | 1,184,827,397,000 | 1,513,954,984,500 | 3,046,952,389,500 |
| : Average Stockholder's equity | 58,988,254,500  | 255,048,217,000 | 439,862,684,000   | 566,606,395,000   | 1,513,845,649,500 |
| Financial Leverage             | 14.42           | 3.87            | 2.69              | 2.67              | 2.01              |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan UNSP, diolah langsung oleh penulis

Pada tabel 4.8 dapat dilihat bahwa selama 5 tahun terakhir rasio *financial leverage* PT. Bakrie Sumatera Plantation mengalami penurunan. Penurunan rasio *financial leverage* tersebut mengindikasikan bahwa manajemen perusahaan mulai

untuk mengurangi menggunakan pendanaan yang berasal dari modal utang dan kemudian beralih untuk menggunakan modal ekuitas dalam melakukan penambahan-penambahan terhadap asset perusahaan.

#### 4.1.4 Perhitungan dengan Analisis DuPont

Setelah melakukan perhitungan terhadap rasio-rasio yang terkait, kemudian langkah selanjutnya adalah menentukan rasio ROE dengan menggunakan analisis DuPont. Tabel 4.9 dan tabel 4.10 dibawah ini menggambarkan perhitungan ROE – DuPont pada PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk.

**Tabel 4.9**

#### Perhitungan ROE – DuPont PT. Astra Agro Lestari, Tbk

|                         | 2003          | 2004          | 2005          | 2006          | 2007          |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Net Profit Margin       | 11.04%        | 23.06%        | 23.45%        | 20.95%        | 33.11%        |
| Asset TO                | 0.93          | 1.12          | 1.03          | 1.12          | 1.35          |
| Financial Leverage      | 1.93          | 1.74          | 1.40          | 1.25          | 1.30          |
| <b>Return on Equity</b> | <b>19.89%</b> | <b>44.72%</b> | <b>33.72%</b> | <b>29.32%</b> | <b>57.96%</b> |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan AALI, diolah langsung oleh penulis

**Tabel 4.10**

#### Perhitungan ROE – DuPont PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk

|                         | 2003           | 2004          | 2005          | 2006          | 2007          |
|-------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Net Profit Margin       | 17.51%         | 13.72%        | 13.10%        | 14.64%        | 10.60%        |
| Asset TO                | 0.54           | 0.71          | 0.75          | 0.78          | 0.64          |
| Financial Leverage      | 14.42          | 3.87          | 2.69          | 2.67          | 2.01          |
| <b>Return on Equity</b> | <b>135.74%</b> | <b>37.47%</b> | <b>26.31%</b> | <b>30.51%</b> | <b>13.65%</b> |

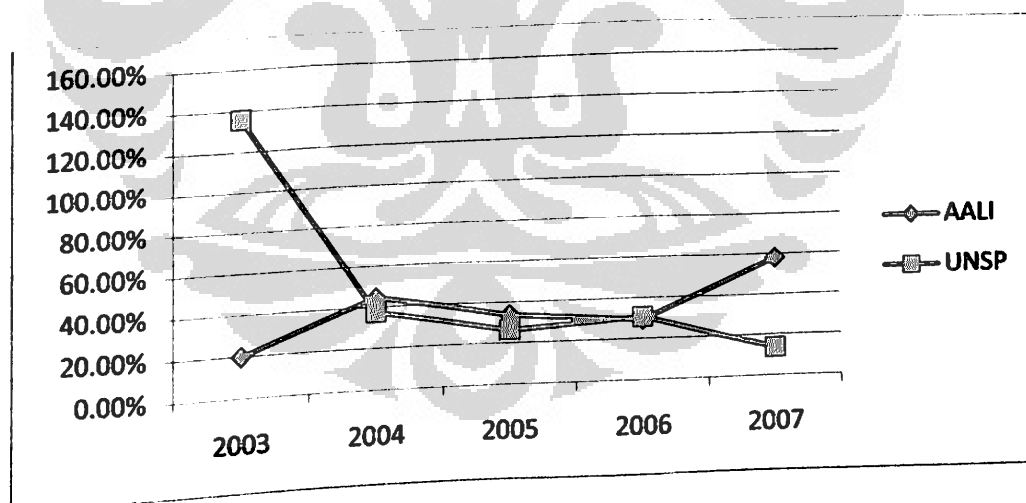
Sumber: Laporan Keuangan Tahunan UNSP, diolah langsung oleh penulis

Pada tabel 4.9 dapat dilihat bahwa secara keseluruhan selama 5 tahun terakhir terjadi kenaikan dan penurunan ROE PT. Astra Agro Lestari, Tbk. Kenaikan terbesar terjadi pada tahun 2004 yaitu sebesar 124.83%. Kenaikan rasio ROE tersebut diakibatkan oleh kenaikan *net profit margin* dan *asset turnover* perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan semakin efektif dalam menciptakan

tingkat pengembalian yang tinggi bagi para pemegang sahamnya sehingga penting bagi manajemen untuk terus meningkatkan kinerja operasionalnya agar nilai perusahaan di mata para investornya dapat terus meningkat.

Pada tabel 4.10 dapat dilihat bahwa secara keseluruhan selama 5 tahun terakhir terjadi penurunan ROE PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk, walaupun terjadi kenaikan pada tahun 2006. Pada tahun 2003 nilai ROE perusahaan melebihi 100%, yaitu sebesar 135.74%. Ini merupakan nilai ROE terbesar selama periode penelitian. Nilai ROE yang tinggi ini disebabkan oleh rendahnya jumlah ekuitas yang dimiliki perusahaan sehingga menyebabkan besarnya nilai financial leverage perusahaan. Pada tahun 2007 terjadi penurunan nilai ROE kembali. Hal ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan kurang efektif dalam menciptakan tingkat pengembalian yang tinggi bagi para pemegang sahamnya sehingga hal ini perlu diperbaiki oleh manajemen untuk terus meningkatkan kinerja operasionalnya agar nilai perusahaan di mata para investornya dapat terus meningkat.

Dibawah ini merupakan gambar perbandingan dari hasil perhitungan rasio ROE antara PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk.



**Grafik 4.1 Perbandingan ROE AALI dan UNSP**

Sumber: Data hasil olahan penulis

## 4.2 Analisis Pengukuran Kinerja Perusahaan dengan Menggunakan Metode EVA

Pengukuran kinerja perusahaan dengan menggunakan metode EVA, merupakan metode pengukuran kinerja yang bertujuan untuk mengukur *true economic profit* perusahaan. Hasil perhitungan ini menjadi indikator bagi para calon investor untuk menilai keberhasilan manajemen didalam meningkatkan nilai pemegang saham.

Nilai EVA merupakan selisih antara *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT) dengan tingkat biaya modal yang telah dikalikan dengan total modal (*capital charge*). Untuk dapat mengetahui nilai EVA tersebut diperlukan beberapa langkah yang harus dilakukan berupa perhitungan-perhitungan terhadap komponen-komponen pembentuk EVA yang meliputi: *Adjusted Net Operating Profit After Tax* (NOPAT), *Invested Capital*, *Cost of Debt*, *Cost Of Equity*, *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

### 4.2.1 Perhitungan *Adjusted* NOPAT

NOPAT diperoleh dengan cara menambahkan kembali beban bunga setelah pajak ke dalam laba bersih perusahaan. Sedangkan penyesuaian-penyesuaian dilakukan pada NOPAT untuk menghilangkan distorsi pada laporan keuangan yang disebabkan karena adanya perbedaan standar atau penerapan kebijakan akuntansi yang dianut oleh perusahaan.

Adapun penyesuaian akuntansi yang dilakukan antara lain adalah penyesuaian terhadap *bad debt reserve* dalam hal ini penyesuaian terhadap akun *provision for doubtful account*. Selanjutnya, penyesuaian juga dilakukan terhadap *deferred income tax liabilities*, *cumulative intangible assets amortization*, *inventory obsolescence reserve*. Untuk penyesuaian terhadap cadangan LIFO tidak dilakukan karena kedua perusahaan, baik PT. Astra Agro Lestari, Tbk maupun PT. Bakrie Sumatra Plantation, Tbk menggunakan metode rata-rata tertimbang terhadap persediaannya.

Adapun tingkat pajak efektif masing-masing perusahaan yang digunakan selama penelitian adalah 30%. Tabel di bawah ini menyajikan perhitungan NOPAT dan perubahan pada *equity equivalent* untuk mendapatkan nilai *adjusted* NOPAT.

Tabel 4.11

**Adjusted NOPAT AALI**

|   | 2002           | 2003                   | 2004                    | 2005                   | 2006                   | 2007                     |
|---|----------------|------------------------|-------------------------|------------------------|------------------------|--------------------------|
| Net Income                                    |                | 280,660,000,000        | 800,764,000,000         | 790,410,000,000        | 787,318,000,000        | 1,973,428,000,000        |
| Interest Expense                              |                | 133,081,000,000        | 115,642,000,000         | 31,958,000,000         | 25,040,000,000         | 7,434,000,000            |
| After Tax Interest Expense                    |                | 93,156,700,000         | 80,949,400,000          | 22,370,600,000         | 17,528,000,000         | 5,203,800,000            |
| <b>NOPAT</b>                                  |                | <b>373,816,700,000</b> | <b>881,713,400,000</b>  | <b>812,780,600,000</b> | <b>804,846,000,000</b> | <b>1,978,631,800,000</b> |
| Bad Debt Reserve                              | 3,025,000,000  | 3,681,000,000          | 9,133,000,000           | 9,133,000,000          | 1,681,000,000          | 410,000,000              |
| Deferred Income Tax Liabilities               | 35,969,000,000 | 44,368,000,000         | 32,074,000,000          | 36,226,000,000         | 34,185,000,000         | 32,971,000,000           |
| Cummulative Intangible Assets Amortization    | 27,919,000,000 | 37,178,000,000         | 33,237,000,000          | 37,530,000,000         | 41,859,000,000         | 47,566,000,000           |
| LIFO Reserve                                  |                |                        |                         |                        |                        |                          |
| Inventory Obsolescence Reserve                |                | 145,000,000            | 26,000,000              | 433,000,000            | 225,000,000            | -                        |
| Restructuring                                 |                |                        |                         |                        |                        |                          |
| <b>Total Equity Equivalent</b>                |                | <b>85,372,000,000</b>  | <b>74,470,000,000</b>   | <b>83,322,000,000</b>  | <b>77,950,000,000</b>  | <b>80,947,000,000</b>    |
| Bad Debt Reserve                              |                | 656,000,000            | 5,452,000,000           | -                      | (7,452,000,000)        | (1,271,000,000)          |
| Deferred Income Tax Liabilities               |                | 8,399,000,000          | (12,294,000,000)        | 4,152,000,000          | (2,041,000,000)        | (1,214,000,000)          |
| Cummulative Intangible Assets Amortization    |                | 9,259,000,000          | (3,941,000,000)         | 4,293,000,000          | 4,329,000,000          | 5,707,000,000            |
| LIFO Reserve                                  |                |                        |                         |                        |                        |                          |
| Inventory Obsolescence Reserve                |                | 145,000,000            | (119,000,000)           | 407,000,000            | (208,000,000)          | (225,000,000)            |
| Restructuring                                 |                |                        |                         |                        |                        |                          |
| <b>Total Perubahan pada Equity Equivalent</b> |                | <b>18,459,000,000</b>  | <b>(10,902,000,000)</b> | <b>8,852,000,000</b>   | <b>(5,372,000,000)</b> | <b>2,997,000,000</b>     |
| <b>Adjusted NOPAT</b>                         |                | <b>392,275,700,000</b> | <b>870,811,400,000</b>  | <b>821,632,600,000</b> | <b>799,474,000,000</b> | <b>1,981,628,800,000</b> |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan AALI, diolah langsung oleh penulis

Berdasarkan tabel diatas dapat dilihat bahwa terjadi fluktuasi *adjusted* NOPAT pada PT.Astra Agro Lestari, Tbk. Dimana pada tahun 2004 terjadi kenaikan yang cukup signifikan terhadap *adjusted* NOPAT perusahaan, yaitu sebesar sebesar 121.98%. Hal ini disebabkan oleh adanya kenaikan laba bersih sebesar 185.31%. Kenaikan tersebut terutama didorong oleh volume penjualan minyak kelapa sawit mentah (CPO/*crude palm oil*) yang mencapai 523.250 ton, meningkat 35,4% dibandingkan tahun lalu sebesar 386.381 ton.

Kenaikan volume penjualan tersebut juga didukung dengan adanya kenaikan produksi Tandan Buah Segar (TBS). Produksi TBS mencapai 2,301 juta ton atau naik 29,9% dibanding tahun sebelumnya yang 1,771 juta ton. Perkebunan Astra Agro di Sumatera memberikan kontribusi terbesar, yaitu 1.199.286 ton atau 52% dari total produksi, disusul Kalimantan 688.428 ton (30%) dan Sulawesi 413.386 ton (18%).

Di samping itu, peningkatan laba juga didorong oleh harga rata-rata CPO yang membaik, yaitu Rp 3.881 per kilogram dibandingkan dengan harga rata-rata tahun sebelumnya, Rp 3,316 per kilogram. Dari sisi penjualan ke luar negeri, pada kuartal ketiga 2003 jumlah ekspor CPO adalah 107,455 ton, sedangkan saat ini sebesar 261.466 ton atau melonjak 143.3%. Adapun negara tujuan ekspor CPO Astra Agro Lestari terutama ke India (42.9%), Malaysia (23.3%), Vietnam (14,3%), Belanda (11%), dan negara-negara lainnya (8.4%).

Selain itu, kenaikan laba bersih tersebut juga disebabkan oleh meningkatnya volume penjualan minyak goreng Cap Sendok yang mencapai 12.243 ton atau naik 38,6% dibandingkan tahun lalu. Permintaan minyak goreng menjelang akhir tahun ini cenderung meningkat berkaitan dengan perayaan Idul Fitri, Natal, dan Tahun Baru.

Kemudian pada tahun 2005 dan 2006 terjadi penurunan *adjusted* NOPAT. Penurunan tersebut disebabkan oleh penurunan laba bersih perusahaan sebesar 2.93% menjadi Rp.3,370 Triliun dibanding tahun sebelumnya sebesar Rp 3,472 Triliun. Hal ini disebabkan oleh penurunan rata-rata harga jual minyak kelapa sawit mentah (CPO) sebanyak 9.4%, dari Rp 3,739/kg menjadi Rp 3,389/kg. Pada tahun 2006 terjadi penurunan laba bersih sebesar 0.4%, dari Rp 790.4 miliar menjadi Rp 787.3 miliar. Penurunan tersebut disebabkan oleh kenaikan harga pokok penjualan akibat peningkatan upah tenaga kerja, harga material serta pembelian buah dari plasma dan pihak ketiga.

Kemudian pada tahun 2007 kembali terjadi kenaikan cukup signifikan sebesar 147.86% terhadap *adjusted* NOPAT. Kenaikan tersebut disebabkan oleh kenaikan

penjualan sebesar 150.65%. Selain itu kenaikan penjualan tersebut disebabkan oleh melonjaknya harga CPO di tahun tersebut.

Tabel 4.12

**Adjusted NOPAT UNSP**

|   | 2002           | 2003                   | 2004                   | 2005                    | 2006                   | 2007                   |
|---|----------------|------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|------------------------|
| Net Income                                    |                | 80,069,111,000         | 95,567,152,000         | 115,715,575,000         | 172,897,520,000        | 206,575,272,000        |
| Interest Expense                              |                | 32,084,464,000         | 41,485,385,000         | 45,289,671,000          | 70,179,893,000         | 169,803,767,000        |
| After Tax Interest Expense                    |                | 22,459,124,800         | 29,039,769,500         | 31,702,769,700          | 49,125,925,100         | 118,862,636,900        |
| <b>NOPAT</b>                                  |                | <b>102,528,235,800</b> | <b>124,606,921,500</b> | <b>147,418,344,700</b>  | <b>222,023,445,100</b> | <b>325,437,908,900</b> |
| Bad Debt Reserve                              | 20,501,526,000 | 26,245,250,000         | 26,245,250,000         | 22,313,251,000          | 24,424,387,000         | 30,719,956,000         |
| Deferred Income Tax Liabilities               | 4,430,673,000  | 6,218,897,000          | 27,587,852,000         | 10,774,812,000          | 13,526,305,000         | 18,208,716,000         |
| Cummulative Intangible Assets Amortization    | 1,270,099,000  | 1,524,119,000          | 1,019,804,000          | 5,738,403,000           | 10,457,002,000         | 19,431,697,000         |
| LIFO Reserve                                  |                |                        |                        |                         |                        |                        |
| Inventory Obsolescence Reserve                |                |                        |                        |                         |                        | 203,099,000            |
| Restructuring                                 |                |                        |                        |                         |                        |                        |
| <b>Total Equity Equivalent</b>                |                | <b>33,988,266,000</b>  | <b>54,852,906,000</b>  | <b>38,826,466,000</b>   | <b>48,407,694,000</b>  | <b>68,563,468,000</b>  |
| Bad Debt Reserve                              |                | 5,743,724,000          | -                      | (3,931,999,000)         | 2,111,136,000          | 6,295,569,000          |
| Deferred Income Tax Liabilities               |                | 1,788,224,000          | 21,368,955,000         | (16,813,040,000)        | 2,751,493,000          | 4,682,411,000          |
| Cummulative Intangible Assets Amortization    |                | 254,020,000            | (504,315,000)          | 4,718,599,000           | 4,718,599,000          | 8,974,695,000          |
| LIFO Reserve                                  |                |                        |                        |                         |                        |                        |
| Inventory Obsolescence Reserve                |                |                        |                        |                         |                        | 203,099,000            |
| Restructuring                                 |                |                        |                        |                         |                        |                        |
| <b>Total Perubahan pada Equity Equivalent</b> |                | <b>7,785,968,000</b>   | <b>20,864,640,000</b>  | <b>(16,026,440,000)</b> | <b>9,581,228,000</b>   | <b>20,155,774,000</b>  |
| <b>Adjusted NOPAT</b>                         |                | <b>110,314,203,800</b> | <b>145,471,561,500</b> | <b>131,391,904,700</b>  | <b>231,604,673,100</b> | <b>345,593,682,900</b> |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan UNSP, diolah langsung oleh penulis

Berdasarkan tabel 4.12 dapat dilihat bahwa terdapat *trend* kenaikan terhadap *adjusted* NOPAT pada PT. Bakrie Sumatera Plantations, Tbk, walaupun pada tahun 2005 terjadi penurunan *adjusted* NOPAT. Pada tahun 2004 terjadi kenaikan *adjusted* NOPAT perusahaan, yaitu sebesar sebesar 31.87%. Hal ini disebabkan oleh adanya kenaikan laba bersih sebesar 19.35%. Pada tahun 2006 terjadi kenaikan *adjusted* NOPAT yang cukup signifikan, yaitu sebesar 76.27%. Kenaikan ini disebabkan oleh kenaikan laba bersih perusahaan. Kenaikan laba bersih ini dihasilkan dari kenaikan harga jual dan volume penjualan *Crude Palm Oil* (CPO). Selain itu juga ditambah dengan kenaikan volume penjualan terhadap karet. Karet mendominasi penjualan UNSP dimana kontribusi karet naik menjadi 56% dari sebelumnya sebesar 49%. Kenaikan penjualan ini dipicu oleh kenaikan harga jual karet sebesar 45% menjadi Rp17.3 juta.

Dari tabel diatas juga dapat dilihat bahwa terjadi peningkatan adjusted NOPAT sebesar 49.21% pada tahun 2007. Hal ini kembali diakibatkan oleh terjadinya peningkatan laba bersih, dimana laba bersih perusahaan meningkat sebesar 19.47%. peningkatan laba bersih disebabkan oleh membaiknya harga jual minyak kelapa sawit yang berdampak sangat signifikan terhadap penjualan perolehan perusahaan. Harga CPO pada tahun tersebut meningkat 79% menjadi Rp 8,3 juta per ton.

#### 4.2.2 Perhitungan Biaya Hutang (*Cost of debt*)

Komponen utang perusahaan yang dimasukkan kedalam perhitungan biaya utang hanyalah komponen utang perusahaan, baik itu komponen utang jangka pendek maupun jangka panjang, yang mengandung beban bunga (*interest bearing debt*). Biaya hutang diperoleh dengan membagikan beban bunga dalam satu tahun dengan komponen hutang yang mengandung beban bunga pada tanggal neraca. Tingkat pajak yang digunakan didalam perhitungan ini adalah 30% yang merupakan tingkat pajak efektif yang dibayarkan masing-masing perusahaan selama periode penelitian.

Berikut ini adalah perhitungan *cost of debt* bagi PT. Astra Agro Lestari, Tbk untuk periode 2003-2007:

**Tabel 4.13**

#### *Cost of Debt AALI*

| Tahun                  | 2003                   | 2004                   | 2005                   | 2006                   | 2007                   |
|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Short Term Debt        | 7,214,000,000          | 5,000,000,000          | 5,000,000,000          | 255,250,000,000        | 5,000,000,000          |
| Current Portion        | 82,532,000,000         | 562,614,000,000        | 187,593,000,000        | 10,921,000,000         |                        |
| Senior Long Term Debt  | 663,753,000,000        | 106,812,000,000        | 18,996,000,000         | 0                      | 100,000,000,000        |
| <b>Total Debt</b>      | <b>753,499,000,000</b> | <b>674,426,000,000</b> | <b>211,589,000,000</b> | <b>266,171,000,000</b> | <b>105,000,000,000</b> |
| Income Tax Rate        | 30.00%                 | 30%                    | 30%                    | 30%                    | 30%                    |
| Interest Expense       | 133,081,000,000        | 115,642,000,000        | 31,159,000,000         | 25,040,000,000         | 7,396,000,000          |
| Cost of Debt           | 17.66%                 | 17.15%                 | 14.73%                 | 9.41%                  | 7.04%                  |
| After Tax-Cost of Debt | 12.36%                 | 12.00%                 | 10.31%                 | 6.59%                  | 4.93%                  |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan AALI, diolah langsung oleh penulis



Berdasarkan tabel diatas dapat diketahui secara keseluruhan bahwa terjadi penurunan *total debt* dari tahun ke tahun, walaupun terjadi sempat terjadi kenaikan pada tahun 2006. Jumlah total debt terbesar terbesar yang dimiliki perusahaan terjadi pada tahun 2003, yaitu sebesar Rp 753,499 juta. Adapun komponen terbesar dari total debt tersebut disebabkan oleh besarnya hutang jangka panjang (*senior long term debt*) perusahaan, yaitu sebesar Rp 663,753 juta.

Kemudian berdasarkan tabel diatas juga dapat dilihat bahwa biaya hutang yang paling tinggi terjadi pada tahun 2003, yaitu sebesar 17.66%, sedangkan biaya hutang yang paling kecil terjadi pada tahun 2007, yaitu sebesar 7.04%. Tingginya biaya hutang pada tahun 2003 disebabkan oleh besarnya beban bunga yang dibayarkan oleh perusahaan, yaitu sebesar Rp 133,081 juta

**Tabel 4.14**  
**Cost of Debt UNSP**

| Tahun                  | 2003                   | 2004                   | 2005                   | 2006                   | 2007                     |
|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|--------------------------|
| Short Term Debt        | 42,325,000,000         | 33,000,000,000         | -                      | -                      | -                        |
| Current Portion        | 46,926,790,000         | 75,431,840,000         | 2,019,145,000          | 778,445,000            | 3,113,002,000            |
| Senior Long Term Debt  | 485,523,427,000        | 476,128,466,000        | 560,060,251,000        | 900,881,616,000        | 1,415,196,210,000        |
| <b>Total Debt</b>      | <b>574,775,217,000</b> | <b>584,560,306,000</b> | <b>562,079,396,000</b> | <b>901,660,061,000</b> | <b>1,418,309,212,000</b> |
| Income Tax Rate        | 30.00%                 | 30%                    | 30%                    | 30%                    | 30%                      |
| Interest Expense       | 32,084,464,000         | 41,485,385,000         | 45,289,671,000         | 70,179,893,000         | 169,803,767,000          |
| Cost of Debt           | 5.58%                  | 7.10%                  | 8.06%                  | 7.78%                  | 11.97%                   |
| Country Risk           | 8.25%                  | 8.25%                  | 12.30%                 | 10.16%                 | 9.29%                    |
| Cost of debt adjusted  | 13.83%                 | 15.35%                 | 20.36%                 | 17.94%                 | 21.26%                   |
| After tax-Cost of Debt | 9.68%                  | 10.74%                 | 14.25%                 | 12.56%                 | 14.88%                   |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan UNSP, diolah langsung oleh penulis

Berdasarkan tabel diatas diperoleh bahwa terjadi kenaikan dan penurunan *total cost of debt*. Dimana pada perhitungan awal nilai *total cost of debt* perusahaan berada di bawah nilai SBI. Secara teori, hal tersebut tidak mungkin terjadi, dimana perusahaan tidak mungkin meminjam dengan bunga di bawah SBI. Hal ini dikarenakan SBI merupakan tingkat suku bunga bebas risiko. Oleh karena itu, penulis menambahkan variabel lain yaitu *country risk* Indonesia ke dalam perhitungan *cost of*

*debt* perusahaan. Hal ini dikarenakan bahwa sebagian besar *debt* perusahaan diperoleh dari hasil pinjaman dari luar negeri, yaitu *Credit Suisse Singapore*.

Setelah dilakukan *adjustment* dengan memasukkan unsur *country risk* Indonesia dapat dilihat bahwa dalam lima tahun terakhir terjadi tren kenaikan dalam perhitungan *cost of debt* UNSP. *Cost of debt* terbesar terjadi pada tahun 2007 yaitu sebesar 21.26%. sedangkan *cost of debt* terkecil terjadi pada tahun 2003 yaitu sebesar 13.83%.

Berdasarkan tabel diatas dapat diketahui secara keseluruhan bahwa terjadi kenaikan *total debt* dari tahun ke tahun, walaupun terjadi sempat terjadi penurunan pada tahun 2005. Komposisi terbesar dari *total debt* selama 5 tahun berasal dari hutang jangka panjang (*senior long term debt*) perusahaan. *Total debt* terbesar terjadi pada tahun 2007 yaitu sebesar 1,4 trilyun.

#### 4.2.3 Perhitungan Biaya Ekuitas (*cost of equity*)

Biaya ekuitas PT. Astra Agro Lestari dan PT. Bakrie Sumatera Plantation diperoleh dengan menggunakan rumus *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yaitu:

$$Re = Rf + \beta(Rm - Rf) \quad (4.1)$$

Untuk memperoleh hasil perhitungan tersebut, maka diperlukan beberapa unsur, antara lain:

- *Risk free rate* diperoleh dengan menggunakan data tingkat suku bunga SBI jangka waktu 1 bulan yang telah dirata-ratakan untuk masing-masing tahun selama periode penelitian.
- *Risk Premium* diperoleh dengan merujuk kepada asumsi perhitungan yang diberikan oleh Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), dengan menggunakan *base premium* pada pasar modal di Amerika Serikat yang diasumsikan sebagai pasar modal saham yang telah *mature* yang kemudian disesuaikan terhadap *country risk premium* di Indonesia yang dihitung

berdasarkan *spread* antara tingkat pengembalian dari obligasi pemerintah Amerika dan obligasi pemerintah Indonesia.

Dibawah ini merupakan hasil perhitungan *Market Risk Premium* Indonesia:

**Tabel 4.15**  
**Perhitungan *Market Risk Premium* Indonesia**

|                      | 2003          | 2004          | 2005          | 2006          | 2007         |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| US Market Risk       | 4.82%         | 4.84%         | 4.80%         | 4.91%         | 4.79%        |
| Country Risk         | 8.25%         | 8.25%         | 7.50%         | 5.25%         | 4.50%        |
| <b>MRP Indonesia</b> | <b>13.07%</b> | <b>13.09%</b> | <b>12.30%</b> | <b>10.16%</b> | <b>9.29%</b> |

Sumber: Damodaran, per 1 Januari 2008

- *Beta* ( $\beta$ ) diperoleh dari hasil perhitungan yang telah dilakukan oleh Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) baik terhadap PT. Astra Agro Lestari maupun terhadap PT. Bakrie Sumatera Plantation. Dibawah ini merupakan perhitungan *Beta* AALI dan UNSP:

**Tabel 4.16**  
**Perhitungan *Beta* AALI dan UNSP**

|                                     | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|
| PT. Astra Agro Lestari, Tbk         | 1.09 | 0.88 | 1.33 | 0.94 | 1.44 |
| PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk | 1.09 | 0.96 | 1.43 | 1.31 | 1.5  |

Sumber: Damodaran, per 1 Januari 2004-2008

Setelah mengetahui unsur-unsur tersebut kemudian kita dapat melakukan perhitungan terhadap biaya ekuitas kedua perusahaan, yaitu PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Platation, Tbk.

Dibawah ini merupakan hasil perhitungan terhadap biaya ekuitas PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk:

Tabel 4.17

*Cost of Equity AALI*

|                       | 2003          | 2004          | 2005          | 2006          | 2007          |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Risk free rate        | 10.09%        | 7.48%         | 9.30%         | 11.83%        | 8.60%         |
| Risk Premium          | 13.07%        | 13.09%        | 12.30%        | 10.16%        | 9.29%         |
| Market Risk           | 1.09          | 0.88          | 1.33          | 0.94          | 1.44          |
| <b>Cost of Equity</b> | <b>24.34%</b> | <b>19.00%</b> | <b>25.66%</b> | <b>21.38%</b> | <b>21.98%</b> |

Sumber: <http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/BI+Rate/>, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>,

yang diolah kembali oleh penulis.

Tabel 4.18

*Cost of equity UNSP*

|                       | 2003          | 2004          | 2005          | 2006          | 2007          |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Risk free rate        | 10.09%        | 7.48%         | 9.30%         | 11.83%        | 8.60%         |
| Risk Premium          | 13.07%        | 13.09%        | 12.30%        | 10.16%        | 9.30%         |
| Market Risk           | 1.09          | 0.96          | 1.43          | 1.31          | 1.50          |
| <b>Cost of Equity</b> | <b>24.34%</b> | <b>20.05%</b> | <b>26.89%</b> | <b>25.14%</b> | <b>22.55%</b> |

Sumber: <http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/BI+Rate/>, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, yang

diolah kembali oleh penulis.

Berdasarkan tabel 4.17 dapat dilihat bahwa biaya ekuitas tertinggi terjadi pada tahun 2005 sebesar 25.66%, sedangkan biaya ekuitas terendah terjadi pada tahun 2004 sebesar 19%. Kemudian, jika berdasarkan tabel 4.18 juga dapat diketahui bahwa biaya ekuitas tertinggi terjadi pada tahun 2005 sebesar 26.89%, sedangkan biaya ekuitas terkecil terjadi pada tahun 2004 sebesar 20.05%.

Perhitungan biaya ekuitas baik untuk AALI maupun untuk UNSP hanya dibedakan oleh nilai  $\beta$  perusahaan. Dimana  $\beta$  menggambarkan volatilitas suatu

investasi saham dibandingkan dengan volatilitas rata-rata saham di pasar. Semakin tinggi nilai  $\beta$ , berarti semakin berisiko suatu investasi.

Berdasarkan tabel 4.16 di atas, nilai  $\beta$  UNSP dari tahun ke tahun selalu berada di atas nilai  $\beta$  AALI. Sehingga hal ini menyebabkan biaya ekuitas UNSP lebih besar bila dibandingkan dengan biaya ekuitas AALI. Ini mengindikasikan bahwa investasi pada saham UNSP lebih berisiko bila dibandingkan bila investasi pada saham AALI.

#### 4.2.4 Perhitungan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC)

WACC adalah rata-rata tertimbang biaya berdasarkan proporsi masing-masing *instrument* pembiayaan perusahaan, pembobotan dilakukan karena setiap bentuk pembiayaan yang berbeda mengundang risiko berbeda bagi kreditor maupun investor.

Sebelum memperoleh nilai WACC, terlebih dahulu harus melakukan proporsi antara utang dan ekuitas terhadap modal masing-masing perusahaan, baik terhadap PT. Astra Agro Lestari, Tbk maupun terhadap PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk. Didalam perhitungan modal ekuitas masing-masing perusahaan perlu ditambahkan dengan penyesuaian *Equity Equivalent* yang telah dilakukan sebelumnya. Adapun hasil perhitungan terhadap proporsi modal PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk dapat dilihat pada tabel 4.19 dan tabel 4.20 dibawah ini:

**Tabel 4.19**

#### Perhitungan Proporsi Modal PT. Astra Agro Lestari, Tbk

|                        | 2003                 | 2004              | 2005              | 2006              | 2007              |
|------------------------|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Interest bearing debt  | 753,499,000,000.00   | 674,426,000,000   | 211,589,000,000   | 266,171,000,000   | 105,000,000,000   |
| (+) Equity             | 1,515,543,000,000.00 | 2,065,335,000,000 | 2,622,642,000,000 | 2,748,567,000,000 | 4,060,602,000,000 |
| (+) Equity Equivalents | 85,372,000,000.00    | 74,470,000,000    | 83,322,000,000    | 77,950,000,000    | 80,947,000,000    |
| Total Capital          | 2,354,414,000,000.00 | 2,814,231,000,000 | 2,917,553,000,000 | 3,092,688,000,000 | 4,246,549,000,000 |
| Proportion             |                      |                   |                   |                   |                   |
| Debt to Capital        | 32.00%               | 23.96%            | 7.25%             | 8.61%             | 2.47%             |
| Equity to Capital      | 68.00%               | 76.04%            | 92.75%            | 91.39%            | 97.53%            |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan AALI, diolah langsung oleh penulis

Tabel 4.20

## Perhitungan Proporsi Modal PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk

|                        | 2003            | 2004              | 2005              | 2006              | 2007              |
|------------------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Interest bearing debt  | 574,775,217,000 | 584,560,306,000   | 562,079,396,000   | 901,660,061,000   | 1,418,309,212,000 |
| (+) Equity             | 99,022,810,000  | 408,575,996,000   | 490,727,471,000   | 642,485,319,000   | 2,385,205,980,000 |
| (+) Equity Equivalents | 33,988,266,000  | 54,852,906,000    | 38,826,466,000    | 48,407,694,000    | 68,563,468,000    |
| Total Capital          | 707,786,293,000 | 1,047,989,208,000 | 1,091,633,333,000 | 1,592,553,074,000 | 3,872,078,660,000 |
| <b>Proportion</b>      |                 |                   |                   |                   |                   |
| Debt to Capital        | 81.21%          | 55.78%            | 51.49%            | 56.62%            | 36.63%            |
| Equity to Capital      | 18.79%          | 44.22%            | 48.51%            | 43.38%            | 63.37%            |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan UNSP, diolah langsung oleh penulis

Biaya modal PT. Astra Agro Lestari dan PT. Bakrie Sumatera Plantation diperoleh dengan menjumlahkan biaya utang dan biaya ekuitasnya yang telah dilakukan pembobotan sesuai dengan proporsinya masing-masing. Kemudian hasil perhitungan terhadap biaya modal PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 4.21

## Perhitungan WACC PT. Astra Agro Lestari, Tbk

|                            | 2003          | 2004          | 2005          | 2006          | 2007          |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Cost of Equity             | 24.34%        | 19.00%        | 25.66%        | 21.38%        | 21.98%        |
| (*) Proportion to Equity   | 68.00%        | 76.04%        | 92.75%        | 91.39%        | 97.53%        |
| (+) Cost of Debt After Tax | 12.36%        | 12.00%        | 10.31%        | 6.59%         | 4.93%         |
| (*) Proportion Debt        | 32.00%        | 23.96%        | 7.25%         | 8.61%         | 2.47%         |
| <b>WACC</b>                | <b>20.50%</b> | <b>17.32%</b> | <b>24.55%</b> | <b>20.11%</b> | <b>21.56%</b> |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan UNSP, diolah langsung oleh penulis

Tabel 4.22

## Perhitungan WACC PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk

|                            | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Cost of Equity             | 24.34% | 20.05% | 26.89% | 25.14% | 22.55% |
| (*) Proportion to Equity   | 18.79% | 44.22% | 48.51% | 43.38% | 63.37% |
| (+) Cost of Debt After Tax | 9.68%  | 10.74% | 14.25% | 12.56% | 14.88% |
| (*) Proportion Debt        | 81.21% | 55.78% | 51.49% | 56.62% | 36.63% |
| WACC                       | 12.44% | 14.86% | 20.38% | 18.02% | 19.74% |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan UNSP, diolah langsung oleh penulis

Pada tabel 4.21 dapat diketahui bahwa PT. Astra Agro Lestari, Tbk lebih banyak menggunakan modal yang berasal dari ekuitas dari pada utang, hal ini bisa dilihat dari proporsi modal ekuitas perusahaan yang terus berada diatas 60%. WACC perusahaan mengalami kenaikan dan penurunan. Kenaikan terbesar terjadi pada tahun 2005, yaitu sebesar 41.74%, dimana 17.32% pada tahun 2004 meningkat menjadi 24.55% pada tahun 2005. Hal ini disebabkan oleh peningkatan *cost of equity* dan diikuti dengan kenaikan *proportion to equity* perusahaan. *Cost of capital* terbesar bagi perusahaan terjadi pada tahun 2005 sebesar 24.55%. Sedangkan *cost of capital* terkecil bagi perusahaan terjadi pada tahun 2004 sebesar 17.32%.

Pada tabel 4.22 diperoleh informasi bahwa selama periode tahun 2003-2006 PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk lebih banyak menggunakan modal yang berasal dari utang dari pada menggunakan modal yang berasal dari ekuitas. Hal ini merupakan kebalikan dari PT. Astra Agro Lestari, Tbk dimana lebih banyak menggunakan modal yang berasal dari ekuitas dari pada utang. Kemudian pada tahun 2007, PT. Bakrie Sumatera Plantation lebih banyak menggunakan modal yang berasal dari ekuitas dari pada utang. Hal ini dikarenakan oleh besarnya proporsi ekuitas yang melebihi 60%.

#### 4.2.5 Perhitungan *Invested Capital*

Ada beberapa pendekatan sumber-sumber pendanaan dalam menghitung modal yang diinvestasikan ke dalam operasi perusahaan (*invested capital*). Dalam penelitian ini, *invested capital* akan dilakukan dengan menggunakan *asset approach*. Dalam pendekatan ini, perhitungan dimulai dengan menghitung *net working capital* terlebih dahulu atau yang biasa disebut dengan *net operating assets*. *Net working capital* merupakan selisih antara aktiva lancar yang dimiliki perusahaan dengan kewajiban lancar. Kemudian, hasil selisih dari kedua komponen tersebut ditambahkan dengan jumlah aktiva tetap bersih yang sebelumnya telah dikurangi dengan akumulasi penyusutan. Selain itu juga ditambahkan dengan *intangible assets* dan aktiva lain-lain yang dimiliki perusahaan.

Selain itu dalam melakukan perhitungan *invested capital* juga perlu untuk menambahkan beberapa penyesuaian yang dimiliki masing-masing perusahaan terhadap unsur-unsur *equity equivalents* yang sebelumnya telah dihitung pada tabel 4.11 untuk PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan tabel 4.12 untuk PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk.

Dibawah ini adalah perhitungan *invested capital* yang dilakukan terhadap PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk:

**Tabel 4.23**

#### *Invested Capital* PT. Astra Agro Lestari, Tbk

|                                      | 2003              | 2004              | 2005              | 2006              | 2007              |
|--------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Net operating Asset                  | 145,945,000,000   | 215,033,000,000   | 283,794,000,000   | (71,404,000,000)  | 619,896,000,000   |
| Net plant, property, and equipment   | 927,345,000,000   | 1,063,592,000,000 | 1,294,715,000,000 | 2,544,653,000,000 | 1,755,574,000,000 |
| Intangibles                          | 48,655,000,000    | 49,721,000,000    | 48,709,000,000    | 45,092,000,000    | 66,947,000,000    |
| Other Assets                         | 29,192,000,000    | 32,101,000,000    | 32,095,000,000    | 52,031,000,000    | 74,702,000,000    |
| LIFO reserve                         | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| Accumulated goodwill amortization    | 37,178,000,000    | 33,237,000,000    | 37,530,000,000    | 41,859,000,000    | 47,566,000,000    |
| Bad-debt reserve                     | 3,681,000,000     | 9,133,000,000     | 9,133,000,000     | 1,681,000,000     | 410,000,000       |
| Capitalized research and development | -                 | -                 | -                 | -                 | -                 |
| Invested Capital                     | 1,191,996,000,000 | 1,402,817,000,000 | 1,705,976,000,000 | 2,613,912,000,000 | 2,565,095,000,000 |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan AALI, diolah langsung oleh penulis



Tabel 4.24

**Invested Capital PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk**

|                                      | 2003             | 2004            | 2005            | 2006              | 2007              |
|--------------------------------------|------------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| Net operating Asset                  | (98,240,361,000) | 7,383,338,000   | 146,010,447,000 | 482,306,235,000   | 977,499,625,000   |
| Net plant, property, and equipment   | 229,142,133,000  | 313,948,691,000 | 269,228,894,000 | 340,382,280,000   | 741,088,723,000   |
| Intangibles                          | 2,675,881,000    | 92,688,446,000  | 87,969,847,000  | 83,251,248,000    | 511,688,495,000   |
| Other Assets                         | 17,726,475,000   | 31,024,206,000  | 35,499,744,000  | 126,629,177,000   | 169,606,468,000   |
| LIFO reserve                         | -                | -               | -               | -                 | -                 |
| Accumulated goodwill amortization    | 1,524,119,000    | 1,019,804,000   | 5,738,403,000   | 10,457,002,000    | 19,431,697,000    |
| Bad-debt reserve                     | 26,245,250,000   | 26,245,250,000  | 22,313,251,000  | 24,424,387,000    | 30,719,956,000    |
| Capitalized research and development | -                | -               | -               | -                 | -                 |
| Invested Capital                     | 179,073,497,000  | 472,309,735,000 | 566,760,586,000 | 1,067,450,329,000 | 2,450,034,964,000 |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan UNSP, diolah langsung oleh penulis

Pada tabel 4.23 dapat dilihat bahwa terjadi *trend* kenaikan *invested capital* pada PT. Astra Agro Lestari, Tbk pada periode 2003-2007, walaupun pada tahun 2007 terjadi penurunan, tetapi penurunan tidak terlalu besar. Kenaikan terbesar dari *invested capital* terjadi pada tahun 2006 sebesar Rp 2,613,912,000,000. Kenaikan yang terjadi tersebut sebesar 53.22%. hal ini dikarenakan oleh kenaikan *net plant, property, and equipment* perusahaan. Kenaikan ini disebabkan oleh adanya penambahan lahan penanaman baru maupun *capital expenditure* lainnya.

Berdasarkan tabel 4.24 diperoleh informasi bahwa terjadi kenaikan *invested capital* setiap tahunnya selama periode 2003-2007. Kenaikan terbesar terjadi pada tahun 2007, yaitu sebesar 129.52%. kenaikan tersebut dikarenakan oleh meningkatnya seluruh komponen-komponen pembentuk *invested capital*.

#### 4.2.6 Perhitungan *Economic Value Added (EVA)*

Setelah semua komponen pembentuk EVA di hitung, maka langkah selanjutnya adalah memasukkan hasil-hasil perhitungan-perhitungan tersebut untuk memperoleh nilai EVA perusahaan.

Rumus perhitungan EVA adalah:

$$EVA = NOPAT - (WACC * Invested Capital) \quad (4.2)$$

Tabel 4.25

## Perhitungan EVA PT. Astra Agro Lestari, Tbk

|                  | 2003              | 2004              | 2005              | 2006              | 2007              |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| NOPAT            | 373,977,287,291   | 867,673,817,500   | 821,961,377,909   | 799,606,234,103   | 1,981,628,581,899 |
| WACC             | 20.50%            | 17.32%            | 24.55%            | 20.11%            | 21.56%            |
| Invested Capital | 1,191,996,000,000 | 1,402,817,000,000 | 1,705,976,000,000 | 2,613,912,000,000 | 2,565,095,000,000 |
| EVA              | 129,564,792,243   | 624,670,809,484   | 403,217,161,410   | 274,025,372,397   | 1,428,694,184,490 |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan AALI, diolah langsung oleh penulis

Dalam 5 tahun terakhir nilai EVA PT. Astra Agro Lestari, Tbk mengalami kenaikan maupun penurunan, akan tetapi selalu bernilai positif. Hal ini mengindikasikan bahwa kinerja manajemen telah berhasil menciptakan nilai tambah bagi perusahaan yang artinya laba yang dihasilkan melebihi harapan para kreditor dan pemegang saham atas modal yang mereka tanamkan pada perusahaan. Selama periode 2003-2007, EVA tertinggi yang berhasil diraih oleh perusahaan adalah pada tahun 2007 sebesar Rp 1,428 triliun. Sebaliknya, EVA terendah yang diraih perusahaan terjadi pada tahun 2006 sebesar Rp 274 milyar.

EVA yang bernilai positif tersebut disebabkan oleh nilai *Net Operating Profit After Tax* perusahaan yang lebih tinggi bila dibandingkan dengan kenaikan *Capital Charges* setiap tahunnya, yang menunjukkan bahwa kinerja manajemen telah berhasil didalam menciptakan struktur modal yang optimal dengan memanfaatkan modal yang diinvestasikan oleh investor dan kreditor untuk mendukung pendapatan perusahaan.

Dengan cara yang sama juga dapat dilakukan perhitungan EVA untuk PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk.

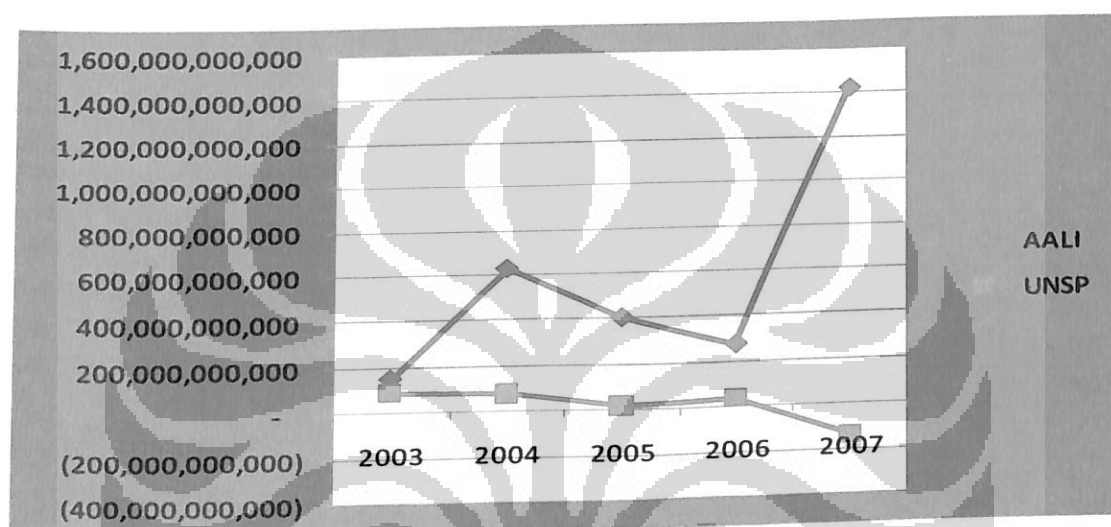
Tabel 4.26

## Perhitungan EVA PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk

|                  | 2003            | 2004            | 2005            | 2006              | 2007              |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| NOPAT            | 109,255,716,797 | 144,516,622,212 | 134,321,857,316 | 230,924,496,246   | 346,632,511,425   |
| WACC             | 12.44%          | 14.86%          | 20.38%          | 18.02%            | 19.74%            |
| Invested Capital | 179,073,497,000 | 472,309,735,000 | 566,760,586,000 | 1,067,450,329,000 | 2,450,034,964,000 |
| EVA              | 86,985,614,337  | 74,345,933,563  | 18,808,422,763  | 38,595,642,265    | (137,049,927,795) |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan AALI, diolah langsung oleh penulis

Berdasarkan tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai EVA perusahaan mengalami tren penurunan dalam lima tahun terakhir, meskipun terjadi kenaikan pada tahun 2006. Nilai EVA perusahaan mengalami penurunan bahkan bernilai negatif pada tahun 2007. Hal ini memberikan gambaran bahwa kinerja manajemen belum berhasil menciptakan nilai tambah bagi perusahaan, bahkan menghasilkan turunnya nilai perusahaan. Penurunan EVA yang terjadi disebabkan oleh kenaikan kenaikan *invested capital* perusahaan yang lebih besar bila dibandingkan dengan kenaikan NOPAT.



**Grafik 4.2 Perbandingan Nilai EVA AALI dan UNSP**

Sumber: data hasil olahan penulis

Berdasarkan gambar diatas dapat disimpulkan bahwa nilai EVA PT. Astra Agro Lestari, Tbk selalu berada diatas nilai EVA PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk. Pada tahun 2007 terjadi kenaikan yang sangat signifikan terhadap nilai EVA untuk PT. Astra Agro Lestari, Tbk. Sebaliknya pada tahun tersebut nilai EVA PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk bernilai negatif.

#### 4.3 Analisis Pengukuran Kinerja Perusahaan dengan Menggunakan Metode *Market Value Added* (MVA)

Nilai *Market Value Added* diperoleh dengan mencari selisih antara *total market value* dengan *invested capital*. Dalam mendapatkan nilai market value, maka

sebelumnya terlebih dahulu harus melakukan perhitungan terhadap *market value of equity*. Ini dapat dilakukan dengan mengetahui terlebih dahulu harga saham penutupan kedua perusahaan baik PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk kemudian dikalikan dengan jumlah saham yang beredar.

Berikut ini merupakan hasil perhitungan MVA untuk PT. Astra Agro Lestari, Tbk:

**Tabel 4.27**

**Perhitungan MVA PT. Astra Agro Lestari, Tbk**

|                        | 2003              | 2004              | 2005              | 2006               | 2007               |
|------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| Shares Price           | 1,725             | 3,100             | 4,900             | 12,600             | 28,000             |
| Outstanding Shares     | 1,543,175,000     | 1,572,889,500     | 1,574,745,000     | 1,574,745,000      | 1,574,745,000      |
| Market Value of equity | 2,661,976,875,000 | 4,875,957,450,000 | 7,716,250,500,000 | 19,841,787,000,000 | 44,092,860,000,000 |
| Market Value of debt   | 753,499,000,000   | 674,426,000,000   | 211,589,000,000   | 266,171,000,000    | 105,000,000,000    |
| Total Market Value     | 3,415,475,875,000 | 5,550,383,450,000 | 7,927,839,500,000 | 20,107,958,000,000 | 44,197,860,000,000 |
| Invested Capital       | 1,191,996,000,000 | 1,402,817,000,000 | 1,705,976,000,000 | 2,613,912,000,000  | 2,565,095,000,000  |
| MVA                    | 2,223,479,875,000 | 4,147,566,450,000 | 6,221,863,500,000 | 17,494,046,000,000 | 41,632,765,000,000 |

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan AALI, diolah langsung oleh penulis

Dalam 5 tahun terakhir nilai MVA PT. Astra Agro Lestari, Tbk selalu mengalami kenaikan. Kenaikan tersebut disebabkan oleh kenaikan harga saham perusahaan. Kenaikan harga saham perusahaan terbesar terjadi pada tahun 2007 yaitu sebesar 122%, dimana harga saham pada tahun 2006 sebesar Rp 12,600 menjadi Rp 28,000. Kenaikan harga saham yang sangat signifikan tersebut disebabkan oleh adanya ekspektasi pasar terhadap kenaikan harga CPO.

Selain itu alasan kenaikan harga saham tersebut juga dapat diakibatkan oleh keinginan PT Astra Agro Lestari Tbk yang akan mengakuisisi lahan kosong seluas 200 ribu *hektare* (ha) di Pulau Kalimantan dan Sulawesi. Dengan melakukan akuisisi tersebut, perusahaan akan memiliki luas lahan sekitar 500 ribu ha, yang menjadikan perseroan sebagai salah satu pemain industri sawit terbesar di Indonesia. Hal lain yang menyebabkan kenaikan harga saham perusahaan juga diakibatkan oleh peningkatan kinerja perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Dimana

pada tahun 2007 PT. Astra Agro Lestari, Tbk berhasil menghasilkan laba bersih sebesar Rp 1.93 Trilyun, meningkat sebesar 146%.

Dengan cara yang sama juga dapat dilakukan perhitungan MVA untuk PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk:

**Tabel 4.28**

**Perhitungan MVA PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk**

|                        | 2003 | 2004               | 2005               | 2006               | 2007               |
|------------------------|------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Shares Price           |      | 5,750              | 5,550              | 5,750              | 8,650              |
| Outstanding Shares     |      | 2,331,000,000      | 2,331,000,000      | 2,331,000,000      | 3,787,875,000      |
| Market Value of equity |      | 13,403,250,000,000 | 12,937,050,000,000 | 13,403,250,000,000 | 32,765,118,750,000 |
| Market Value of debt   |      | 584,560,306,000    | 562,079,396,000    | 901,660,061,000    | 1,418,309,212,000  |
| Total Market Value     |      | 13,987,810,306,000 | 13,499,129,396,000 | 14,304,910,061,000 | 34,183,427,962,000 |
| Invested Capital       |      | 472,309,735,000    | 566,760,586,000    | 1,067,450,329,000  | 2,450,034,964,000  |
| MVA                    | NA   | 13,515,500,571,000 | 12,932,368,810,000 | 13,237,459,732,000 | 31,733,392,998,000 |

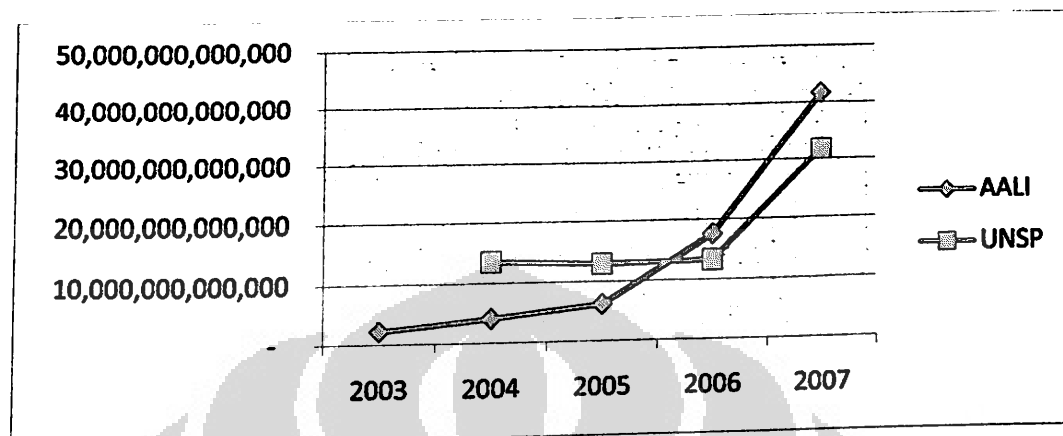
Sumber: Laporan Keuangan Tahunan UNSP, diolah langsung oleh penulis

Perhitungan MVA PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk dilakukan untuk periode tahun 2004-2007. Perhitungan MVA perusahaan untuk tahun 2003 tidak bisa dilakukan, hal ini dikarenakan perusahaan baru memperdagangkan sahamnya di lantai bursa pada tahun 2004. Sehingga data harga saham untuk tahun 2003 tidak tersedia.

Berdasarkan tabel diatas dapat dilihat bahwa terjadi *trend* peningkatan nilai MVA perusahaan, walaupun terjadi penurunan nilai MVA pada tahun 2005. Kenaikan nilai MVA terbesar terjadi pada tahun 2007, yaitu hampir mencapai 140%. Kenaikan yang sangat signifikan tersebut disebabkan oleh ekspektasi pasar terhadap kenaikan harga CPO. Selain itu adanya rencana Perusahaan untuk mengakuisisi 100 persen kepemilikan saham PT Sumbertama Nusapertiwi dari PT Grahadura Leidong Prima menyebabkan kenaikan harga saham perusahaan. Akuisisi yang dilakukan tersebut bertujuan untuk mengembangkan bisnis perkebunan kelapa sawit perseroan. Selain itu PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk juga berencana untuk mengembangkan kebun kelapa sawit dan karet di Kalimantan Tengah dan Riau seluas 50 ribu pada 2008-

2010. Dimana ekspansi tersebut akan menambah total lahan tertanam perseroan menjadi 169.000 ha.

Dibawah ini merupakan perbandingan nilai MVA untuk kedua perusahaan, yaitu PT. Astra Agro Lestari dan PT. Bakrie Sumatera Plantation.



**Grafik 4.3 Perbandingan MVA AALI dan UNSP**

Sumber: data hasil olahan penulis

Berdasarkan gambar diatas dapat dilihat bahwa *trend* peningkatan dialami oleh kedua perusahaan, yaitu PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk. Pada periode 2004-2005 nilai MVA PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk berada di atas nilai MVA PT. Astra Agro Lestari, Tbk. Akan tetapi pada periode 2006-2007 terjadi peningkatan yang sangat signifikan terhadap nilai MVA PT. Astra Agro Lestari, Tbk sehingga nilainya berada diatas PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan perhitungan-perhitungan yang telah dilakukan pada Bab IV, maka dapat diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Pada periode 2003-2007 terjadi fluktuasi pada ROE PT. Astra Agro Lestari, Tbk. Pada tahun 2004 terjadi kenaikan ROE yang cukup signifikan yang disebabkan oleh kenaikan *net profit margin* dan *assets turnover* perusahaan. Hal ini menunjukkan manajemen perusahaan sudah efektif dalam menciptakan tingkat pengembalian yang tinggi bagi para pemegang sahamnya. Akan tetapi pada tahun 2005-2006 terjadi penurunan ROE perusahaan yang disebabkan oleh penurunan *asset turnover* dan *financial leverage*. Kemudian pada tahun 2007, manajemen perusahaan mulai meningkatkan kinerja operasionalnya kembali yang ditunjukkan oleh kenaikan ketiga komponen pembentuk ROE sehingga menyebabkan nilai ROE kembali meningkat.
2. Rasio ROE PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk secara keseluruhan selama 5 tahun terakhir, yaitu dari periode 2003-2007 terus menunjukkan tren penurunan walaupun sempat mengalami kenaikan pada tahun 2006. Hal ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan kurang efektif dalam menciptakan tingkat pengembalian yang tinggi bagi para pemegang

menciptakan tingkat pengembalian yang tinggi bagi para pemegang sahamnya. Penurunan ROE tersebut diakibatkan oleh menurunnya rasio NPM Perusahaan, dimana manajemen kurang berhasil dalam memaksimalkan tingkat profitabilitasnya.

3. Berdasarkan hasil perhitungan EVA pada PT. Astra agro Lestari, Tbk dapat disimpulkan bahwa dalam 5 tahun terakhir ini perusahaan selalu menghasilkan nilai EVA yang positif, walaupun pada tahun 2005-2006 terjadi penurunan atas nilai EVA yang positif tersebut. Akan tetapi nilai EVA perusahaan kembali mengalami peningkatan yang sangat signifikan pada tahun 2007. Hal ini menggambarkan bahwa manajemen perusahaan berhasil menciptakan nilai tambah bagi perusahaan yang artinya laba yang dihasilkan melebihi harapan para kreditor dan pemegang saham atas modal yang mereka tanamkan pada perusahaan. Peningkatan nilai EVA menggambarkan efektivitas kinerja manajemen didalam mengelola modal yang dimilikinya untuk mendukung laba yang diperolehnya.
4. Berdasarkan hasil perhitungan EVA pada PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk dapat disimpulkan bahwa pada periode 2003-2005 perusahaan selalu mengalami penurunan nilai EVA. Meskipun pada tahun 2006 terjadi kenaikan, akan tetapi pada tahun 2007 terjadi penurunan kembali dan bahkan bernilai negatif. Hal ini menggambarkan bahwa manajemen perusahaan belum berhasil menciptakan nilai tambah bagi perusahaan atau laba yang dihasilkan tidak dapat memenuhi harapan para kreditor dan pemegang saham atas modal yang mereka tanamkan pada perusahaan.



5. Berdasarkan hasil perhitungan MVA pada PT. Astra agro Lestari, Tbk dapat disimpulkan bahwa dalam 5 tahun terakhir ini perusahaan selalu mengalami kenaikan nilai MVA. Peningkatan nilai MVA PT. Astra Agro Lestari, Tbk mengindikasikan bahwa investor memiliki keyakinan terhadap kinerja manajemen perusahaan yang terus membaik di masa depan.
6. Berdasarkan hasil perhitungan MVA pada PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk dapat disimpulkan bahwa terjadi trend kenaikan nilai MVA, meskipun terjadi penurunan pada tahun 2005. Peningkatan nilai MVA PT. Astra Agro Lestari, Tbk mengindikasikan bahwa investor memiliki keyakinan terhadap kinerja manajemen perusahaan yang terus membaik di masa depan.
7. Tren analisis pengukuran kinerja perusahaan dengan menggunakan Metode ROE-DuPont dan menggunakan EVA memberikan kesimpulan yang sama. Hal ini dapat dilihat pada tahun 2004 dimana kenaikan nilai EVA PT. Astra Agro Lestari, Tbk diikuti dengan kenaikan nilai ROE, sebaliknya penurunan nilai EVA pada PT. Bakrie Sumatera Plantation diikuti dengan penurunan nilai ROE perusahaan.

## 7.2 Saran

Berdasarkan kesimpulan diatas maka penulis memberikan beberapa saran yang bisa dipertimbangkan oleh kedua perusahaan, antara lain:

1. Manajemen PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk disarankan untuk meningkatkan kinerja perusahaan agar bisa memberikan nilai EVA yang lebih baik lagi sehingga pada akhirnya dapat meningkatkan nilai bagi

- pemegang saham. Perbaikan kinerja perusahaan tersebut bisa dilakukan dengan melakukan efisiensi terhadap biaya-biaya operasional perusahaan
2. Manajemen PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk diharapkan manajemen semakin efektif dalam memanfaatkan *asset* yang dimilikinya dalam menghasilkan pendapatan bagi perusahaan. Hal ini dikarenakan bahwa selama ini peningkatan *total asset* yang cukup besar tidak disertai dengan peningkatan penjualan yang besar pula.
  3. Berdasarkan perhitungan dapat diketahui bahwa penurunan nilai EVA PT. Astra Agro Lestari, Tbk dan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk disebabkan oleh meningkatnya nilai WACC. Oleh karena itu sebaiknya manajemen perusahaan mencari pinjaman kepada institusi yang menawarkan bunga yang lebih kecil sehingga bisa mengurangi nilai *cost of debt*. Selain itu perusahaan juga dapat menurunkan nilai *cost of equity*nya. Hal ini dapat dilakukan dengan menurunkan nilai beta perusahaan.
  4. Manajemen PT. Astra Agro Lestari, Tbk disarankan untuk terus meningkatkan kinerja operasionalnya dalam menciptakan tingkat pengembalian yang tinggi bagi para pemegang sahamnya dan dapat menciptakan nilai tambah bagi perusahaan. Hal ini dapat dilakukan dengan meningkatkan volume penjualan dari CPO. Selain itu apabila kinerja perusahaan terus meningkat dapat memberikan nilai yang positif dimata para investor.
  5. Sebaiknya investor lebih memilih untuk melakukan investasi pada saham PT. Astra Agro Lestari, Tbk dari pada berinvestasi pada saham PT. Bakrie

Sumatera Plantation, Tbk. Hal ini dikarenakan oleh analisis kinerja perusahaan yang telah dilakukan sebelumnya terhadap PT. Astra Agro Lestari, Tbk baik dengan menggunakan metode ROE – DuPont maupun menggunakan EVA menghasilkan nilai yang sangat baik dari pada PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk.

6. Dalam meningkatkan harga pasar, perusahaan dapat melakukan *public expose* dan sering melakukan konsultasi dengan calon investor.



## DAFTAR PUSTAKA

- Anthony, R. N., & Govindarajan, V. (2007). *Management Control Systems*. New York: McGraw-Hill.
- Bodie, Z. K., Kane, A., & Marcus, A. J. (2008). *Investment (7th edition)*. New York: McGraw-Hill.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2002). *Financial Management, Theory and Practice (10th Edition)*. Ohio: South-Western.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. New York: McGraw-Hill.
- Ehrbar, A., & Stewart, S. (1998). *EVA: The Real Key to Creating Wealth*. Canada: John Wiley & Sons, Inc.
- Grant, J. I. (2003). *Foundation of Economic Value Added*. Canada: John Wiley & Sons, Inc.
- Libby, R., Libby, P. A., & Short, D. G. (2004). *Financial Accounting (4th Edition)*. New York: McGraw-Hill.
- Paterson, P. P., & Paterson, D. R. (1996). *Company Performance and Measures of Value Added*. United State: The Research Foundation of The Institute of Chartered Financial Analysts.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2008). *Modern Financial Management*. New York: McGraw-Hill.
- Stern, J. M., & Shiely, J. S. (2001). *The EVA Challenge (Implementing Value Added Change In An Organization)*. Canada: John Wiley & sons, Inc.
- Stewart, G. B. (1991). *The quest for value: a guide for senior managers*. New York: Harpe Collins.
- Tunggal, A. W. (2008). *Pengantar Konsep EVA dan Value Based Management (VBM)*. Jakarta: Harvarindo.
- White, G. I., Sondhi, A. C., & Fried, D. (2003). *The Analysis and Use of Financial Statements*. United Stated of America: John Willey & Sons.

## DAFTAR PUSTAKA

- Anthony, R. N., & Govindarajan, V. (2007). *Management Control Systems*. New York: McGraw-Hill.
- Bodie, Z. K., Kane, A., & Marcus, A. J. (2008). *Investment (7th edition)*. New York: McGraw-Hill.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2002). *Financial Management, Theory and Practice (10th Edition)*. Ohio: South-Western.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. New York: McGraw-Hill.
- Ehrbar, A., & Stewart, S. (1998). *EVA: The Real Key to Creating Wealth*. Canada: John Wiley & Sons, Inc.
- Grant, J. I. (2003). *Foundation of Economic Value Added*. Canada: John Wiley & Sons, Inc.
- Libby, R., Libby, P. A., & Short, D. G. (2004). *Financial Accounting (4th Edition)*. New York: McGraw-Hill.
- Paterson, P. P., & Paterson, D. R. (1996). *Company Performance and Measures of Value Added*. United State: The Research Foundation of The Institute of Chartered Financial Analysts.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2008). *Modern Financial Management*. New York: McGraw-Hill.
- Stern, J. M., & Shiely, J. S. (2001). *The EVA Challenge (Implementing Value Added Change In An Organization)*. Canada: John Wiley & sons, Inc.
- Stewart, G. B. (1991). *The quest for value: a guide for senior managers*. New York: Harpe Collins.
- Tunggal, A. W. (2008). *Pengantar Konsep EVA dan Value Based Management (VBM)*. Jakarta: Harvarindo.
- White, G. I., Sondhi, A. C., & Fried, D. (2003). *The Analysis and Use of Financial Statements*. United States of America: John Willey & Sons.

Wild, J. J., Subramanyam, K. R., & Halsey, R. F. (2007). *Financial Statement Analysis (Ninth Edition)*. New York: McGraw-Hill.

Young, S. D., & O'Byrne, S. F. (2001). *EVA & Manajemen Berdasarkan Nilai: Panduan Praktis Untuk Implementasi*. Jakarta: Salemba Empat.

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<http://www.idx.co.id/>

<http://www.valuebasedmanagement.net/methods.com>

Laporan keuangan PT. Astra Agro Lestari, Tbk Tahun 2003.

Laporan Keuangan PT. Astra Agro Lestari, Tbk Tahun 2004.

Laporan Keuangan PT. Astra Agro Lestari, Tbk Tahun 2005.

Laporan Keuangan PT. Astra Agro Lestari, Tbk Tahun 2006.

Laporan Keuangan PT. Astra Agro Lestari, Tbk Tahun 2007.

Laporan Keuangan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk Tahun 2003.

Laporan Keuangan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk Tahun 2004.

Laporan Keuangan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk Tahun 2005.

Laporan Keuangan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk Tahun 2006.

Laporan Keuangan PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk Tahun 2007.

**Universitas Indonesia**

**Lampiran 1**  
**SBI Rate Tahun 2003 – 2007**

| 2003   |        | 2004  | 2005   |       | 2006   |        | 2007  |       |
|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 8.41%  | 11.97% | 7.43% | 12.75% | 8.02% | 9.75%  | 12.50% | 8.00% | 8.75% |
| 8.42%  | 12.49% | 7.43% | 12.75% | 7.98% | 9.75%  | 12.50% | 8.00% | 8.75% |
| 8.49%  | 12.60% | 7.41% | 12.75% | 7.95% | 9.75%  | 12.50% | 8.25% | 8.75% |
| 8.47%  | 12.69% | 7.42% | 12.25% | 7.90% | 10.25% | 12.50% | 8.25% | 8.75% |
| 8.48%  | 12.77% | 7.41% | 12.25% | 7.87% | 10.25% | 12.50% | 8.25% | 9.00% |
| 8.53%  | 12.89% | 7.40% | 12.25% | 7.81% | 10.25% | 12.50% | 8.25% | 9.00% |
| 8.53%  |        | 7.39% | 12.25% | 7.70% | 10.25% | 12.74% | 8.25% | 9.00% |
| 8.59%  |        | 7.38% | 11%    | 7.53% | 10.25% | 12.74% | 8.25% | 9.00% |
| 8.70%  |        | 7.37% | 11%    | 7.44% | 10.75% | 12.74% | 8.25% | 9.00% |
| 8.76%  |        | 7.37% | 11%    | 7.43% | 10.75% | 12.74% | 8.25% | 9.00% |
| 8.91%  |        | 7.36% | 11%    | 7.43% | 10.75% | 12.73% | 8.25% | 9.00% |
| 8.99%  |        | 7.37% | 10%    | 7.42% | 11.25% | 12.73% | 8.25% | 9.00% |
| 9.06%  |        | 7.34% | 10%    | 7.42% | 11.25% | 12.73% | 8.25% | 9.00% |
| 9.10%  |        | 7.33% | 10%    | 7.42% | 11.25% | 12.70% | 8.25% | 9.25% |
| 9.21%  |        | 7.32% | 10%    |       | 11.25% | 12.74% | 8.25% | 9.25% |
| 9.23%  |        | 7.32% | 9.51%  |       | 11.25% | 12.73% | 8.25% | 9.25% |
| 9.53%  |        | 7.33% | 8.75%  |       | 11.75% | 12.74% | 8.25% | 9.25% |
| 9.71%  |        | 7.34% | 8.75%  |       | 11.75% | 12.74% | 8.25% | 9.50% |
| 10.27% |        | 7.42% | 8.71%  |       | 11.75% | 12.75% | 8.25% | 9.50% |
| 10.44% |        | 7.42% | 8.50%  |       | 11.75% | 12.74% | 8.25% | 9.50% |
| 10.80% |        | 7.42% | 8.49%  |       | 12.25% | 12.75% | 8.25% | 9.50% |
| 10.91% |        | 7.48% | 8.49%  |       | 12.25% | 12.75% | 8.25% | 9.75% |
| 11.18% |        | 7.66% | 8.49%  |       | 12.25% | 12.75% | 8.50% |       |
| 11.26% |        | 7.77% | 8.44%  |       | 12.25% | 12.74% | 8.50% |       |
| 11.40% |        | 7.86% | 8.25%  |       | 12.50% |        | 8.50% |       |
| 11.40% |        | 8.06% | 8.18%  |       | 12.50% |        | 8.50% |       |
| 11.58% |        | 8.24% | 8.06%  |       | 12.50% |        | 8.75% |       |
| 10.09% |        | 7.48% | 9.30%  |       | 11.83% |        | 8.60% |       |