



**ANALISIS PENGARUH ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)
TERHADAP MARKET VALUE ADDED (MVA) PADA
BEBERAPA PERUSAHAAN TERCATAT DI BURSA EFEK
INDONESIA (BEI) PERIODE 2005-2006**

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Akuntansi

**ANITA
0606148582**



**UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI
KEKHUSUSAN STRATEGI KEUANGAN PERUSAHAAN
JAKARTA
DESEMBER 2009**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Anita

NPM : 0606148582

Tanda Tangan :

Tanggal : 30 Desember 2009



HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Anita
NPM : 0606148582
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Tesis :
**ANALISIS PENGARUH ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)
TERHADAP MARKET VALUE ADDED (MVA) PADA BEBERAPA
PERUSAHAAN TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)
PERIODE 2005-2006**

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

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Jan Hoesada (.....)

Penguji : Dr. Dwi Martani (.....)

Penguji : Dr. Chaerul Djakman (.....)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 30 Desember 2009

Mengetahui,
Ketua Program

Dr. Lindawati Gani
NIP. 196205041987012001

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah rabbil 'alamiin. Puji syukur kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat, taufik, hidayah, dan karunia-Nya kepada penulis sehingga penulis bisa menyelesaikan karya akhir ini, sebagai salah satu persyaratan untuk menyelesaikan studi S2 pada Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan ini mungkin dan pasti banyak kekurangan baik dari penulisan, penyajian, isi, pembahasan, dan bahkan pengambilan kesimpulan sehingga kurang berkenan bagi para pembaca atau yang memanfaatkan hasil karya akhir ini. Untuk itu penulis sangat mengharapkan masukan atau kritikan baik bentuk maupun isinya sehingga untuk perbaikan hasil karya akhir ini.

Penulis menyampaikan ucapan terima kasih yang tidak terhingga kepada semua pihak yang telah membantu terselesainya skripsi ini khususnya kepada:

1. Ibu Linda Gani selaku Kepala Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
2. Bapak Jan Hoesada sebagai pembimbing dalam menyelesaikan karya akhir.
3. Ibu Dwi Martani dan Bapak Chaerul Djakman sebagai tim penguji karya akhir.
4. Para dosen yang telah menyampaikan ilmu kepada penulis selama kuliah di Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
5. Seluruh staf sekretariat dan perpustakaan Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
6. Teman-teman di Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
7. Seluruh pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Akhirnya penulis menghaturkan sembah sujud dengan rasa terima kasih yang dalam kepada suamiku tercinta, mama tersayang dan seluruh keluarga besar yang telah memberikan dukungan selama kuliah. Semoga amal kebajikannya mendapat balasan dari Allah SWT. Amin.

Jakarta, 30 Desember 2009
Penulis,

Anita

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

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

Nama : Anita
NPM : 0606148582
Program Studi : Magister Akuntansi
Departemen : Akuntansi
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 PENGARUH ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)
TERHADAP MARKET VALUE ADDED (MVA) PADA BEBERAPA
PERUSAHAAN TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)
PERIODE 2005-2006**

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 memublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta
Pada tanggal : 30 Desember 2009
Yang menyatakan,

(Anita)

ABSTRAK

Nama : Anita
Program Studi : Magister Akuntansi
Judul : Analisis Pengaruh Economic Value Added (EVA) terhadap Market Value Added (MVA) pada Beberapa Perusahaan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005 – 2006

Kinerja perusahaan dapat diukur dengan banyak cara, mulai dari pendekatan keuangan konvensional seperti analisis rasio sampai pada konsep yang dikenal dengan *economic value added* (EVA).

Perhitungan EVA ini dianggap cocok karena menyajikan ukuran yang mempertimbangkan harapan kreditur dan pemegang saham perusahaan atau pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan. Dengan demikian metode ini akan melihat dan menjawab bagaimana kinerja perusahaan yang sebenarnya.

Perhitungan EVA pada 10 perusahaan menunjukkan nilai yang berbeda-beda. Untuk perusahaan yang menghasilkan nilai $EVA > 0$ atau EVA bernilai positif artinya manajemen telah berhasil menciptakan nilai tambah bagi perusahaan. Sedangkan nilai $EVA < 0$, maka berarti tidak memberikan nilai tambah kedalam perusahaan tersebut karena laba yang tersedia tidak dapat memenuhi harapan-harapan kreditur dan penyandang dana perusahaan.

Nilai EVA perusahaan yang baik seharusnya bisa membawa dampak positif pada harga saham (*Market Value Added* – MVA). Namun, pada kenyataannya di Indonesia, kebanyakan emiten yang EVA-nya positif tidak berpengaruh besar terhadap animo beli investor. Sebab, acuan investor kita dititikberatkan pada dua hal yaitu *capital gain* dan deviden.

Pada hasil regresi yang diutarakan, bahwa EVA secara signifikan mempengaruhi harga saham (MVA) dan pengaruh yang diberikannya adalah positif artinya setiap kenaikan Rp 1 nilai EVA akan mengakibatkan peningkatan pada nilai MVA sebesar Rp 4.981962.

Tujuan penulisan karya akhir ini antara lain adalah untuk mengetahui apakah EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan relevan dengan kebutuhan investor dalam penentuan harga saham dan mengetahui seberapa besar pengaruh EVA terhadap harga saham dan dampak positif atau negatif yang dihasilkannya.

Kata kunci :
Economic Value Added (EVA), *Market Value Added* (MVA)

ABSTRACT

Name : Anita
StudyProgram : Magister of Accountancy
Title : The Influence Analysis of Economic Value Added (EVA) to
Market Value Added (MVA) in Some Companies Listed on
Indonesia Stock Exchange (IDX) Period 2005 -2006

Company performances can be measured with many ways, starting from conventional financial approach, such as ratio analysis, to a concept known as economic value added (EVA).

Calculation of EVA is suitable because it provides measurement that considers creditors' expectations and company stake holders. This method will see and answer how company performance actually is.

Calculation of EVA 10 companies shows different values. Company that produce $EVA > 0$ or positive EVA means management successfully creates value added in the company. Meanwhile $EVA < 0$ means company do not give any value added in the company because the profit can not fulfill creditors' expectations and company fund raiser.

Value of EVA should bring positive impact to stock price (Market Value Added-MVA). But the reality in Indonesia, most emitens with positive EVA do not give significant influence on investor buying demand. It's because the investor focus more on capital gain and dividend.

On regression result that mentioned, EVA significantly influence stock price (MVA) in positive, which means every Rp1 EVA value will cause increase in MVA Rp 4.981962.

Purpose of this thesis is to know if EVA as company performance measurement relevant with investor needs in deciding stock price and how large EVA influence to stock price and positive or negative impact resulted.

Key words:

Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA)

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI	v
ABSTRAK	vi
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	x
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Pokok Permasalahan	3
1.3 Tujuan Penelitian	3
1.4 Ruang Lingkup	3
1.5 Sistematika Penulisan	4
BAB 2 DASAR TEORI	6
2.1 Economic Value Added (EVA)	6
2.1.1 Pengertian EVA	6
2.1.2 Kelebihan EVA	7
2.1.3 Kekurangan EVA	8
2.1.4 Perhitungan EVA	8
2.2 Biaya Modal (<i>Cost of Capital</i>)	11
2.2.1 Biaya Hutang (<i>Cost of Debt - Cd</i>)	14
2.2.2 Biaya Ekuitas (<i>Cost of Equity - Ce</i>)	15
2.3 Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (<i>Weighted Average Cost of Capital - WACC</i>)	20
2.4 Biaya Operasi Bersih Setelah Pajak (Net Operating Profit After Tax - NOPAT)	22
2.5 Modal Investasi (<i>Invested Capital - IC</i>)	22
2.6 Harga Saham	22
2.6.1 Harga Pasar Saham.....	22
2.6.2 Harga Wajar Saham	23
2.7 Pengaruh EVA terhadap MVA	23
BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN	24
3.1 Sumber Data	24
3.2 Model Regresi	25
3.3 Model Regresi Data Panel	26
3.4 Estimasi Model	27
3.5 Definisi Variabel	28
3.5.1 EVA	28
3.5.2 MVA	28
3.6 Evaluasi Model	28
3.6.1 Uji Signifikansi Model	28
3.6.2 Heteroskedastisitas	29
3.6.3 Korelasi Serial atau Otokorelasi	29

BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN	31
4.1 Analisis EVA sebagai Pengukur Kinerja.....	31
4.2 Analisis MVA sebagai pengukur Harga Saham	32
4.3 Analisis Regresi EVA terhadap MVA	33
4.4 Hasil Persamaan Regresi	40
BAB 5 PENUTUP	41
5.1 Kesimpulan	41
5.2 Saran	42
DAFTAR REFERENSI	43



DAFTAR TABEL

Tabel 4.1. Hasil Perhitungan EVA dan MVA

Tabel 4.2. Nilai Intercept dan Koefisien Variabel dari Hasil Regresi Tahap Awal

Tabel 4.3. Hasil Estimasi dengan menggunakan metode GLS (Cross Section Weights)



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Nilai perusahaan (*value of firm*) menjadi ukuran yang sangat penting bagi investor dalam mengambil keputusan pembelian suatu saham. Nilai perusahaan ini mencerminkan kinerja perusahaan yang ditunjukkan oleh perubahan dalam pendapatan atau laba perusahaan.

Kinerja perusahaan dapat diukur dengan banyak cara, mulai dari pendekatan keuangan konvensional seperti analisis rasio sampai pada konsep yang dikenal dengan *economic value added* (EVA). Konsep ini pertama kali dikeluarkan dalam suatu artikel pada majalah Fortune terbitan 20 September 1993, dan di Indonesia pada majalah Usahawan terbitan Desember 1993.

Teknik digunakan untuk menilai kinerja perusahaan, dan dianggap merupakan teknik yang paling tepat untuk mengukur kinerja operasional perusahaan dan sangat membantu manajemen dalam pertimbangan keputusan.

EVA mengukur nilai tambah yang dihasilkan perusahaan kepada investor. Model ini berangkat dari konsep biaya modal dan risiko yang dihadapi perusahaan dalam melakukan investasinya. Pemahaman tentang *cost of capital* sangat diperlukan karena konsep EVA itu sendiri berangkat dari perhitungan *cost of capital* ini. *Cost of capital* suatu perusahaan dapat didefinisikan sebagai suatu *rate* yang harus diperoleh dalam rangka memenuhi gabungan *rate of return* yang diharapkan investor perusahaan.

EVA mengukur nilai tambah perusahaan dengan menghitung seluruh biaya kapital — baik setoran modal dari pemegang saham maupun pinjaman — atau risiko yang dihadapi perusahaan dalam melakukan investasi. Suatu perusahaan baru bisa dikatakan mampu memberikan nilai tambah bagi pemegang saham, bila keuntungan (*return*) yang dihasilkan lebih tinggi dari biaya kapital (SWA, No. 23/XX/7-24 November 2004).

Perhitungan EVA ini dianggap cocok karena menyajikan ukuran yang mempertimbangkan harapan kreditur dan pemegang saham perusahaan atau

pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan. Dengan demikian metode ini akan melihat dan menjawab bagaimana kinerja perusahaan yang sebenarnya.

Berdasarkan pengalaman perusahaan yang telah menerapkan konsep ini di Amerika menunjukkan bahwa perusahaan yang menerapkan metode ini dalam menilai kinerjanya telah membuat nilai perusahaan semakin meningkat, dalam arti jika EVA perusahaan positif dan meningkat maka harga saham perusahaan juga akan meningkat. Sebaliknya EVA negatif menyiratkan adanya penurunan nilai perusahaan.

Melihat kinerja perusahaan melalui pendekatan EVA sangatlah penting bagi investor – yang juga sebagai pemegang saham – untuk mengetahui kemampuan perusahaan memberdayakan kapitalnya, disamping laba perusahaan. Sebab, bagaimanapun, EVA perusahaan merupakan salah satu parameter dalam memutuskan berinvestasi. Perusahaan besar (aset di atas Rp 1 triliun) yang EVA-nya positif dan berada di papan atas, umumnya memang perusahaan yang menjadi incaran investor.

Sayangnya, di Indonesia tidak semua perusahaan yang mencetak EVA positif kinerja sahamnya juga bagus, terutama perusahaan kecil, di mana saham yang beredar di pasar juga sedikit. Sehingga pada Potret SWA100 2005, seorang *Fund Manager* dan *Analisis Investasi Recapital Asset Management*, Haryadi Ramelan, meragukan hasil perhitungan itu. Pasalnya tidak semua yang EVA-nya positif, likuiditas sahamnya bagus, sehingga katanya perlu dimasukkan faktor likuiditas saham perusahaan yang bersangkutan pada perhitungan EVA.

Namun juga perlu diperhatikan, untuk beberapa perusahaan yang sahamnya kurang likuid, faktor beta – mencerminkan volatilitas risiko perusahaan – dapat menimbulkan bias. Sebab, hal itu terkait dengan likuiditas pergerakan harga saham dan kapitalisasinya. Efek bias tersebut bisa diminimalisasi dengan melakukan pendekatan industry dan/atau sub-industry dari emiten-emiten yang diperingkat.

Di Indonesia, kebanyakan emiten yang EVA-nya positif tidak berpengaruh besar terhadap animo beli investor. Sebab, acuan investor kita dititikberatkan pada dua hal yaitu *capital gain* dan *dividen*.

1.2 Pokok Permasalahan

Dari teori dan penelitian diatas, maka yang menjadi pokok permasalahan yang akan dianalisis adalah:

1. apakah EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan relevan dengan kebutuhan investor dalam penentuan harga saham.
2. jika ternyata EVA relevan dengan kebutuhan investor dalam penentuan harga saham, seberapa besar pengaruhnya tersebut dan apakah berdampak positif atau negatif.

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penulisan karya akhir ini antara lain adalah untuk:

1. mengetahui apakah EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan relevan dengan kebutuhan investor dalam penentuan harga saham.
2. mengetahui seberapa besar pengaruh EVA terhadap MVA dan dampak positif atau negatif yang dihasilkannya.

1.4 Ruang Lingkup Penelitian

Ruang lingkup pembahasan dalam karya akhir ini dibatasi pada:

1. relevansi EVA sebagai ukuran kinerja perusahaan.
2. relevansi EVA terhadap harga saham dengan menggunakan analisis regresi model persamaan $MVA = a + b(EVA)$

Metode yang digunakan dalam penulisan karya akhir ini adalah:

1. *Library research*: metode ini dilakukan untuk mempelajari teori-teori yang relevan dengan topik penulisan karya akhir ini.
2. *Field research*: metode ini dilakukan untuk mendapatkan data-data yang diperlukan. Data diambil dari perhitungan EVA dan MVA hasil kerjasama Majalah SWA, MarkPlus Inc. dan MAKSI UI dengan menggunakan data laporan keuangan perusahaan-perusahaan periode tahun 2005 dan 2006 yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI).

1.5 Sistematika Penulisan

KATA PENGANTAR

DAFTAR ISI

DAFTAR TABEL

DAFTAR LAMPIRAN

BAB 1 PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

1.2 Pokok Permasalahan

1.3 Tujuan Penelitian

1.4 Ruang Lingkup

1.5 Sistematika Penulisan

BAB 2 DASAR TEORI

2.1 Economic Value Added (EVA)

2.1.1 Pengertian EVA

2.1.2 Kelebihan EVA

2.1.3 Kekurangan EVA

2.1.4 Perhitungan EVA

2.2 Biaya Modal (*Cost of Capital*)

2.2.1 Biaya Hutang (*Cost of Debt - Cd*)

2.2.2 Biaya Ekuitas (*Cost of Equity - Ce*)

2.3 Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital - WACC*)

2.4 Biaya Operasi Bersih Setelah Pajak (Net Operating Profit After Tax - NOPAT)

2.5 Modal Investasi (*Invested Capital - IC*)

2.6 Harga Saham

2.6.1 Harga Pasar Saham

2.6.2 Harga Wajar Saham

2.7 Pengaruh EVA terhadap MVA

BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Sumber Data

3.2 Model Regresi

3.3 Model Regresi Data Panel

3.4 Estimasi Model

3.5 Definisi Variabel

3.5.1 EVA

3.5.2 MVA

3.6 Evaluasi Model

3.6.1 Uji Signifikansi Model

3.6.2 Heteroskedastisitas

3.6.3 Korelasi Serial atau Otokorelasi

BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Singkat Perusahaan

4.2 Analisis EVA sebagai Pengukur Kinerja

4.3 Analisis MVA sebagai pengukur Harga Saham

4.4 Analisis Regresi EVA terhadap MVA

4.5 Hasil Persamaan Regresi

BAB 5 PENUTUP

5.1 Kesimpulan

5.2 Saran

DAFTAR REFERENSI

LAMPIRAN

BAB 2

DASAR TEORI

2.1 Economic Value Added (EVA)

Selama beberapa tahun terakhir ini, didalam menilai kinerja suatu perusahaan telah berkembang suatu pendekatan baru yang dikenal dengan sebutan *Economic Value Added* (EVA) atau nilai tambah ekonomis. Istilah EVA pertama kali dipopulerkan pada 1980-an oleh Stern Stewart Management Service yang merupakan perusahaan konsultan dari Amerika Serikat.

EVA lahir dari diskusi intensif di antara staf profesional Stern Stewart Management Service yang terdiri dari Joel M. Stern, G. Bennett Stewart, David Glassman, dan Gregory Milano. Sebelumnya pada tahun 1970-an telah dikembangkan metode arus kas bebas atau *free cash flow* (FCF) yang amat mudah diterapkan sepanjang tahun 1980-an. FCF berbeda dari EVA yang sering negatif bila perusahaan sedang bagus-bagusnya. Sebab, perusahaan mengeluarkan lebih banyak uang untuk investasi daripada yang dihasilkan. EVA akan meningkat secara dramatis hanya bila perusahaan sukses dan akan menurun bila perusahaan gagal melakukan investasi.

2.1.1 Pengertian EVA

Pendapat Stern (2001) dan Stewart (1993) mengenai EVA yakni:

“Economic Value Added is the financial performance measure that comes closer than any other to capturing the true economic profit of an enterprise. EVA also is the performance measure most directly linked to the creation of shareholder wealth over time” (www.sternstewart.com).

Agar lebih mudah diingat, Stern dan Stewart memberikan aplikasi EVA dengan apa yang disebut 5M, yaitu:

1. *Measurement of performance* (pengukuran kinerja);
2. *Management of the capital allocation process* (manajemen proses alokasi modal);

3. *Altering the Mindset through effective training and development of people* (perubahan pola pikir melalui pelatihan dan pengembangan SDM yang efektif);
4. *Motivating the workforce by designing incentives to reinforce behavior* (memotivasi karyawan dengan desain insentif untuk melakukan perubahan proses strategi agar sesuai dengan nilai tambah);
5. *Mollifying the strategy process to conform to a value-add rather than a market share focus* (menjalankan proses strategi lebih pada pencapaian nilai tambah ketimbang fokus pada pangsa pasar belaka)

2.1.2 Kelebihan EVA

Beberapa kelebihan metode EVA, yakni:

1. Nilai EVA dapat berdiri sendiri artinya tidak harus diperlukan perbandingan dengan perusahaan sejenis dan analisis kecenderungan.
2. Berbeda dengan perhitungan akuntansi tradisional yang tidak memasukkan unsur *cost of equity*, EVA memperhitungkan *cost of equity*. Jadi EVA memperhitungkan semua biaya baik hutang maupun ekuitas.
3. EVA dapat digunakan untuk mengidentifikasi kegiatan atau proyek yang memberikan tingkat pengembalian lebih tinggi dari biaya modalnya. Selain itu metode EVA juga dapat digunakan pada divisi perusahaan.
4. Pendekatan EVA mempunyai fokus penilaian kinerja pada penciptaan nilai (*value creation*). Dengan adanya sistem kompensasi maka manajer dapat berfikir dan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, yakni memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan.
5. Banyak praktik rekayasa keuangan yang dilakukan untuk memperbaiki kinerja perusahaan berdasarkan pendekatan akuntansi tradisional. Salah satunya yakni menjual aset untuk mendongkrak ROA (*Return on Asset*), karena dengan menjual aset, pendapatan akan bertambah sedangkan aset akan berkurang. Dalam EVA, praktik ini tidak mempan karena dalam perhitungannya tidak

dimasukkan *non operating expense*. Dengan demikian penjualan aset tidak masuk dalam perhitungan EVA.

6. Dalam penerapan EVA terdapat penyesuaian yakni mengkapitalisasi biaya *Research & Development*, hal ini dapat mendorong perusahaan melakukan penelitian dan pengembangan karena pengeluaran tersebut bukan dianggap sebagai *expense*. Dengan demikian perusahaan akan terdorong untuk menciptakan produk-produk inovatif dan kompetitif.

2.1.3 Kekurangan EVA

Terdapat beberapa kelemahan EVA antara lain:

1. Karena perhitungan EVA berdasarkan pada laporan keuangan perusahaan, maka jika terjadi rekayasa laporan keuangan akan memberikan nilai EVA yang bias.
2. Dalam penerapan EVA yang sesungguhnya terdapat beberapa penyesuaian. Karena kompleksitas penyesuaian yang dilakukan Stern Stewart, maka dalam praktiknya banyak perusahaan menghitung EVA menurut versinya masing-masing. Jadi dengan berbagai keterbatasan, harus diakui penyesuaian tersebut belum tentu bisa menghasilkan cerminan kondisi sebenarnya perusahaan.
3. Kita harus berhati-hati jika menggunakan EVA dalam penilaian perusahaan, karena nilai EVA hanya menggambarkan penciptaan nilai pada suatu tahun tertentu. Sementara itu nilai perusahaan merupakan akumulasi EVA selama umur perusahaan. Jadi bisa saja suatu perusahaan mempunyai EVA positif pada tahun tertentu, tetapi nilai perusahaan tersebut rendah karena nilai EVA di masa mendatangnya negatif. Keadaan ini mungkin terjadi pada perusahaan yang mempunyai waktu pengembalian yang cukup lama, maka EVA pada awal tahun operasi negatif sedangkan pada akhir masa proyek menjadi positif. Contoh jenis perusahaan ini yakni perusahaan penyewaan peralatan transportasi seperti pesawat terbang, kereta api, dan lain-lain. Pada awal sewa, cash flow hanya berasal dari rental fee dan jumlahnya tidak mencukupi biaya modal, sehingga pada mulanya nilai EVA negatif. Sementara itu pada akhir masa sewa nilai EVA menjadi positif karena sebagian besar cash flow perusahaan penyewaan (*leasing*) berasal dari hasil penjualan aktiva pada akhir masa sewa.

Karena itu dalam menggunakan pendekatan EVA dalam penilaian perusahaan, kita harus memperhatikan nilai EVA sekarang dan masa datang.

4. Dalam kondisi tertentu, walaupun pendekatan EVA berorientasi pada kepentingan pemegang saham, namun perusahaan yang memiliki EVA bagus tidak dengan sendirinya kinerja sahamnya di pasar modal bagus pula. Kinerja saham tidak selamanya berjalan searah dengan fundamental perusahaan. Terlebih di Indonesia, harga saham lebih banyak dipengaruhi rumor. Perusahaan pun sering dengan sengaja melakukan corporate action, misalnya membagikan saham bonus, *stock split*, dan *right issue*; dengan tujuan mendongkrak performa sahamnya di pasar modal. Belum lagi adanya aksi goreng-menggoreng saham yang sering dilakukan untuk mendongkrak harga saham menurut Djawahir (2001: Hal. 24).

2.1.4 Perhitungan EVA

EVA pada prinsipnya memperhitungkan economic profit Stewart (1993):

“EVA is the residual income (or economic profit) that remains after subtracting the cost of capital from operating profit.”

“EVA adalah pendapatan residu (keuntungan ekonomis) yang tersisa setelah mengurangi laba operasi dengan biaya modal.”

Dengan demikian, EVA dapat dihitung melalui pendekatan:

1. $EVA = NOPAT - (WACC \times IC)$
2. $EVA = (RONA - WACC) \times IC$

Keterangan:

EVA	= Economic Value Added (nilai tambah ekonomis)
NOPAT	= Net Operating Profit After Tax (laba bersih operasi setelah pajak)
RONA	= Return on Net Asset (pengembalian dari nilai aktiva bersih)
WACC	= Weighted Average Cost of Capital (biaya modal rata-rata tertimbang)
IC	= Invested Capital (modal yang diinvestasikan)

Stern dan Stewart melakukan beberapa penyesuaian terhadap laba operasi setelah pajak yang disusun menurut standar akuntansi keuangan. Menurut mereka

penyesuaian perlu dilakukan untuk menghilangkan kemungkinan distorsi yang ditimbulkan oleh standar akuntansi keuangan. Penyesuaian yang dilakukan adalah dengan menambahkan cadangan-cadangan ekuitas ekuivalen ke modal serta menambahkan beban periodik dari cadangan-cadangan tersebut ke laba operasi setelah pajak.

Konsep EVA ini tidak seperti konsep-konsep yang lazim digunakan dalam mengukur kinerja perusahaan, konsep ini dianggap lebih tepat untuk digunakan. Ada beberapa alasan yang dapat digunakan untuk menjelaskan mengapa konsep ini dianggap lebih tepat yaitu:

1. Konsep ini dapat berdiri sendiri tanpa perlu analisis perbandingan dengan perusahaan sejenis ataupun analisis kecenderungan seperti yang digunakan dalam analisis rasio keuangan.
2. Konsep ini dapat menyajikan ukuran yang secara adil mempertimbangkan harapan-harapan pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan seperti kreditur dan pemegang saham.
3. Konsep ini sangat membantu dalam memberikan pertimbangan keputusan manajemen secara tepat, seperti penetapan tujuan, *capital budgeting*, *incentive compensation*, dan sebagainya. Lebih tepatnya dapat dikatakan EVA dapat digunakan sebagai dasar untuk menerapkan sistem manajemen keuangan yang terintegrasi secara lengkap.

Konsep ini menjelaskan tiga ukuran yang digunakan dalam mengukur kinerja perusahaan yaitu:

1. Jika nilai $EVA > 0$ atau EVA bernilai positif artinya manajemen telah berhasil menciptakan nilai tambah bagi perusahaan.
2. Jika nilai $EVA = 0$, maka artinya secara ekonomis impas karena semua laba digunakan untuk membayar kewajiban kepada penyandang dana baik kreditur maupun pemegang saham.
3. Jika nilai $EVA < 0$, maka berarti tidak memberikan nilai tambah kedalam perusahaan tersebut karena laba yang tersedia tidak dapat memenuhi harapan-harapan kreditur dan penyandang dana perusahaan menurut Gatot W. (1993: Hal. 50-54).

Secara spesifik EVA meningkat ketika:

1. Laba operasi meningkat tanpa memerlukan tambahan dana dari pemilik.
2. Tambahan sumber pembiayaan jangka panjang diinvestasikan dalam proyek-proyek yang menghasilkan tingkat pengembalian (*rate of return*) lebih besar daripada biaya untuk memperoleh tambahan sumber pembiayaan jangka panjang tersebut.
3. Melikuidasi investasi yang tingkat pengembaliannya tidak memadai.

Ada beberapa langkah yang diperlukan untuk mengukur nilai EVA yaitu:

1. Menghitung *cost of capital* perusahaan yang terdiri dari *cost of debt*, *cost of equity*, *cost of preferred stock*, *cost of retain earning* dan kemudian dihitung rata-rata tertimbang atau *weighted average cost of capital* (WACC).
2. Menghitung struktur modal (*capital structure*) perusahaan yaitu menghitung komposisi masing-masing sumber pembiayaan jangka panjang perusahaan yang terdiri dari ekuitas dan hutang jangka panjang terhadap total sumber pembiayaan jangka panjang (jumlah antara ekuitas dan hutang jangka panjang).
3. Menghitung nilai EVA perusahaan yang bersangkutan.

Karena EVA lebih menekankan pada penentuan besarnya *cost of capital* perusahaan, maka akan dilihat terlebih dahulu teori mengenai *cost of capital* dan kemudian dilanjutkan dengan teori menghitung WACC dan NOPAT perusahaan.

2.2 Biaya Modal (*Cost of Capital*)

Menghitung *cost of capital* merupakan suatu proses yang sangat penting bagi perusahaan. Menurut Weston dan Brigham (1990), ada tiga alasan yang menyebabkan biaya modal merupakan suatu topik yang sangat penting yaitu:

1. Untuk memaksimalkan nilai perusahaan, manajer harus meminimumkan biaya dari semua masukan, termasuk modal, dan agar dapat meminimumkan biaya modal, manajer terlebih dahulu harus mampu mengukur biaya modal itu sendiri.
2. Manajer keuangan memerlukan estimasi dari biaya modal agar dapat mengambil keputusan yang tepat dibidang penganggaran barang modal.

3. Berbagai macam keputusan lainnya yang diambil oleh manajer keuangan, termasuk yang berkaitan dengan *leasing*, pelunasan obligasi dan kebijakan modal kerja memerlukan estimasi biaya modal.

Menurut Keown (2006) definisi *cost of capital* adalah sebagai berikut:

A company's cost of capital is the rate that must be earned in order to satisfy the combined required rate of return of the firm's investor.

Konsep ini dikenal dengan sebutan *cost of capital concept* yang bertujuan untuk dapat menghitung besarnya biaya riil dari penggunaan dana yang berasal dari setiap sumber pembiayaan jangka panjang, untuk kemudian menentukan biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*) dari keseluruhan sumber pembiayaan jangka panjang yang digunakan dalam perusahaan. Dengan demikian menghitung biaya modal merupakan suatu proses yang sangat penting bagi perusahaan.

Alasan proses penghitungan biaya modal begitu penting menurut Keown (2006) adalah sebagai berikut:

1. Manajer keuangan akan menguji biaya modal dari berbagai kombinasi hutang-modal (*debt-equity*) yang tujuannya adalah menentukan *financial mix* yang memiliki biaya modal terendah. Pembiayaan dengan biaya modal terendah akan memaksimalkan nilai dari perusahaan.
2. Dikaitkan dengan kegunaan dalam membuat keputusan investasi. Kriteria untuk menerima atau menolak suatu usulan investasi sangat bergantung pada perhitungannya. Suatu investasi akan diterima jika nilai sekarang dari *future cash inflow* yang didiskontokan dengan biaya modal perusahaan melebihi biaya dari investasi atau jika *internal rate of return* adalah lebih besar dari pada biaya modalnya (*cost of capital*).

Dalam tinjauan ekonomi, *cost of capital* perusahaan adalah *opportunity cost* dari dana (*funds*) yang digunakan untuk investasi tersebut. Tingkat yang diharapkan oleh investor adalah *opportunity cost* dari investasi di suatu proyek dibandingkan dengan proyek lain dengan tingkat risiko yang sama. Berbagai sumber pendanaan seperti, *debt*, *preferred stock* dan *common stock* serta *retained earnings* masing-masing mempunyai tingkat risiko yang berbeda dan karenanya

juga membutuhkan tingkat pengembalian yang berbeda. Perusahaan harus dapat menjamin bahwa dana yang ditanamkan oleh investor nilai pengembaliannya akan lebih besar dari pada biaya dana tersebut. Oleh karenanya *cost of capital* harus dihitung secermat mungkin sehingga tidak bertentangan dengan tujuan perusahaan serta pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan.

Secara umum ada beberapa faktor yang mempengaruhi atau menentukan tinggi atau rendahnya biaya modal (*cost of capital*) yaitu:

1. Kondisi perekonomian secara umum menentukan *demand* dan *supply* terhadap *capital* dalam ekonomi. Seperti permintaan akan uang yang meningkat tanpa diikuti dengan peningkatan dalam penawaran mengakibatkan *lenders* akan menaikkan tingkat bunga yang diminta. Demikian juga jika terjadi inflasi yang mengakibatkan daya beli uang menurun, investor akan meminta tingkat pengembalian yang tinggi sebagai antisipasi menghadapi kerugian yang akan terjadi.
2. Kondisi pasar dari sekuritas menjelaskan bahwa jika investor membeli sekuritas dimana risiko dari investasinya cukup tinggi (*significant*), maka dibutuhkan suatu tingkat pengembalian yang lebih agar investasi tersebut menarik. Jelasnya jika risiko meningkat, maka investor meminta tingkat pengembalian yang lebih tinggi. Dengan demikian *cost of capital*-nya juga akan tinggi.
3. Kondisi dari operasi dan pembiayaan perusahaan artinya jika manajemen menerima investasi dengan tingkat risiko yang tinggi atau perusahaan menggunakan *debt* atau *preferred stock* lebih banyak, maka risiko perusahaan akan meningkat. Dengan demikian investor akan meminta tingkat pengembalian yang tinggi pula sehingga akan menyebabkan *cost of capital* perusahaan juga tinggi.
4. Faktor lain yang mempengaruhi biaya modal adalah jumlah pembiayaan yang dibutuhkan untuk investasi baru artinya semakin banyak dana yang dibutuhkan akan semakin besar *cost of capital* perusahaan. Misalnya pengeluaran saham dalam jumlah besar mengakibatkan biaya penjualan saham (*flotation cost*) akan mempengaruhi *persentase cost of funds* perusahaan.

Cost of capital terdiri dari *cost of debt* (biaya hutang) dan *cost of equity* (biaya ekuitas).

2.2.1 Biaya Hutang (*Cost of Debt - Cd*)

Biaya hutang (*cost of debt*) dapat didefinisikan sebagai tingkat bunga yang dapat diterima dari suatu investsi untuk memenuhi return yang disyaratkan kreditur. Komponen *cost of debt* adalah tingkat bunga yang harus dibayarkan oleh perusahaan terhadap obligasi yang dikeluarkan ataupun terhadap beban bunga pinjaman yang dibayar oleh perusahaan yang bukan dalam bentuk obligasi. Hutang dapat dikeluarkan dalam bentuk premium (nilainya lebih besar daripada *par value*-nya) atau dalam bentuk *discount* (nilainya lebih kecil dari *par value*-nya). Tingkat bunga efektif suatu hutang adalah tingkat bunga yang dibayarkan serta jumlah dana sebenarnya yang diterima perusahaan dihitung dengan rumus berikut:

$$PV = \sum_{t=1}^N \frac{\text{Interest}}{(1 + Cd)^t} + \frac{\text{Principal}}{(1 + Cd)^N}$$

Keterangan:

PV = Present value dari jumlah yang dipinjam

Cd = The effective cost of debt adalah tingkat pengembalian yang diinginkan oleh kreditur

N = Number of years maturity

Cost of debt tercermin dari besarnya bunga yang dibayar oleh perusahaan kepada kreditur. Bunga pinjaman yang dibayar oleh perusahaan merupakan *tax deductible expense* yang dapat menurunkan kewajiban pajak perusahaan. Untuk memperoleh besarnya biaya hutang yang sebenarnya, maka biaya hutang harus dikoreksi oleh faktor pajak. Jika Cd adalah biaya hutang sebelum pajak dan T adalah tarif pajak perusahaan, maka biaya hutang setelah pajak (*after tax cost of debt*) menjadi $Cd(1 - T)$. Dengan demikian biaya hutang setelah pajak dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Cd = Cd(1 - T)$$

Sebagai contoh, jika perusahaan memperoleh pinjaman dengan efektif interest rate sebesar 16% dan annual tax rate 35%, maka *after tax cost of debt* adalah 10,4% yaitu $0,16 (1 - 0,35)$.

2.2.2 Biaya Ekuitas (*Cost of Equity - Ce*)

a. Biaya Saham Preferen (*Cost of preferred stock*)

Saham preferen (*preferred stock*) merupakan kombinasi antara bentuk hutang jangka panjang (*debt*) dengan saham biasa. Bagi perusahaan saham preferen memiliki risiko lebih besar daripada saham biasa tetapi lebih kecil dari obligasi. Perhitungan biaya komponen saham preferen yang digunakan adalah sama seperti menghitung *cost of retained earnings*, yaitu dividen saham preferen (D_p) dibagi dengan *issuance price* (P_o) dikurangi harga bersih setelah dikurangi *flotation cost* (f) atau dirumuskan sebagai berikut:

$$NP_o = (P_o - f)$$

$$C_p = \frac{D_p}{NP_o}$$

Sebagai contoh, perusahaan membayarkan sebesar Rp 1.400,- dividen per lembar atas saham preferen, dimana harga pasar saham adalah Rp 9.000,- per lembar. Biaya untuk mengeluarkan saham baru adalah sebesar 3,0% atau Rp 270,- per lembar. Dana bersih yang diterima perusahaan adalah Rp 8.730,- (Rp 9.000,- - Rp 270,-). Biaya atas saham preferen menjadi 14,39% (Rp 1.400,- / Rp 8.730).

Tidak seperti *cost of debt*, tidak ada penyesuaian pajak yang dibuat dengan *cost of preferred stock* karena *preferred dividend* tidak sama dengan pembayaran bunga, yang bersifat mengurangi pajak yang harus dibayarkan.

b. Biaya Saham Biasa (*Cost of common stock*)

Jika investor menanamkan dananya dalam bentuk modal saham kepada perusahaan, maka berhak untuk mendapatkan dividen di masa yang akan datang dan sekaligus berkedudukan sebagai pemilik partial perusahaan. Besarnya dividen tidak ditentukan pada saat investor menyerahkan dananya, tetapi tergantung kepada kinerja perusahaan tersebut di masa yang akan datang. Jadi sifat dividen

disini adalah tidak pasti (*uncertain*). Untuk menghitung *cost of common stock* perlu pendekatan berdasarkan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham. Oleh sebab itu untuk menentukan *cost of common stock* harus didasarkan kepada nilai pasar yang berlaku dan tidak berdasarkan nilai bukunya.

Untuk menghitung *cost of common stock* dapat digunakan beberapa metode. Metode yang sering digunakan yaitu *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Dividend Growth Model*. Masing-masing model akan dijelaskan sebagai berikut:

- Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Investor yang bijaksana akan memilih portfolio yang memberikan *return* yang lebih tinggi daripada *return treasury bill* atau obligasi. *Treasury bill* memberikan *return* yang tetap yaitu sebesar bunga bebas risiko dan *return*-nya ini tidak berubah walaupun terjadi perubahan di pasar modal. Beta (sensitivitas dari *return* terhadap perubahan pasar) dari *treasury bill* adalah sama dengan nol dan *risk premium*-nya ($R_m - r_f$) juga sama dengan nol.

Teori CAPM menjawab besarnya *expected risk premium* ($R_m - r_f$) jika beta tidak sama dengan nol atau satu. Teori ini dikemukakan pada pertengahan tahun 1960an oleh tiga orang ahli ekonomi, Jack Treynor, William Sharpe dan John Lintner. Teori ini menjelaskan bahwa dalam pasar persaingan sempurna, *expected risk premium* berubah-ubah secara proporsional terhadap beta masing-masing saham. *Expected risk premium* saham atas investasi yang mempunyai nilai beta 0,5 adalah setengah daripada *expected market risk premium*, dan *expected risk premium* investasi yang mempunyai nilai beta sama dengan 2,0 adalah dua kali *expected market risk premium*.

Ada beberapa asumsi dalam CAPM dikaitkan dengan investor dan pasar sekuritas:

1. Investor adalah *risk averse*.
2. CAPM adalah *single period model* karena diasumsikan bahwa investor memaksimalkan *utility*-nya pada akhir periode.
3. Seluruh investor memiliki *efficient frontier* yang sama, mereka mempunyai perkiraan *asset return* dan risiko yang sama.
4. *Portfolio* dan *securities* dicirikan oleh *means* dan *variances return* saham.

5. Ada *risk free asset* dengan *interest rate* (R_f). Rate ini juga tersedia untuk seluruh investor baik waktu meminjam maupun waktu meminjamkan.
6. Seluruh aset dapat dipasarkan dan secara sempurna dapat dipisah dan penawarannya adalah tetap.
7. Tidak ada biaya transaksi.
8. Investor memiliki semua informasi dan tidak ada biaya untuk memperolehnya.
9. Tidak ada pajak dan peraturan-peraturan yang dikaitkan dengan perdagangan saham.

Apabila semua asumsi-asumsi diatas dipenuhi maka modelnya disebut *Standard Capital Asset Pricing Model*. Berdasarkan asumsi-asumsi di atas maka, *expected return* saham dalam CAPM didefinisikan sebagai berikut:

$$C_e = r_f + \beta (R_m - r_f)$$

Keterangan:

C_e = expected rate of return or cost of common stock.

r_f = risk-free rate of return.

β = beta coefficient for risky asset.

R_m = expected return on the market portfolio.

- Dividend Growth Model

Dividend growth model approach menjelaskan bahwa harga saham bukanlah sesuatu yang penting tetapi yang penting adalah *present value* dari *cash dividend* dimasa yang akan datang. Harga saham dinyatakan dengan rumus sebagai berikut, bila diasumsikan bahwa dividen akan tumbuh setiap tahun sebesar $g\%$, maka harga saham adalah:

$$P_0 = \frac{d_1}{1 + C_e} + \frac{d_1(1 + g)}{(1 + C_e)^2} + \frac{d_1(1 + g)^2}{(1 + C_e)^3} + \dots = \frac{d_1}{C_e - g}$$

Dari formula di atas diperoleh *cost of common stock* sebesar:

$$C_e = \frac{d_1}{P_0} + g$$

Keterangan:

C_e = cost of common stock

d = expected dividend

P_o = current market price of share

g = expected growth rate of earning and dividend

Bila dibandingkan dengan CAPM maka *dividend growth model* tidak memasukkan risiko eksternal dari saham, misalnya tingkat pengembalian pasar. Biaya ekuitas dalam *dividend growth model* hanya dipengaruhi oleh harga pasar tersebut, ekspektasi dividen dan tingkat pertumbuhan pendapatan dan dividennya, sedangkan dalam kenyataannya biaya ekuitas dipengaruhi oleh banyak faktor, baik faktor internal maupun faktor eksternal (variabel ekonomis misalnya inflasi, risiko bisnis, dll).

c. Biaya Saldo Laba (*Cost of retained earnings*)

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

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

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

Keterangan:

P_o = current price of the stock

D_1 = dividen yang diperkirakan dibayar di akhir periode 1

C_r = expected rate of return or cost of retained earning

g = growth rate of dividend

Persamaan tersebut di atas dapat dirubah menjadi:

$$Cr = \frac{D1}{Po} + g$$

Persamaan di atas menyatakan bahwa investor mengharapkan menerima dividen sebesar $D1/Po$ (persen) dan *capital gain* sebesar g dengan *expected return* sebesar Cr . *Cost of retained earnings* merupakan *minimum rate of return* yang harus diterima dari investasi yang dilakukan jika perusahaan menggunakan *retained earnings* untuk membelanjai investasi tersebut. Sebagai contoh, jika harga saham perusahaan adalah Rp 25.000,- dengan *expected return* Rp 2.500,- per lembar saham dan *expected growth rate* 6%. Berdasarkan persamaan di atas maka diperoleh *cost of retained earnings* sebesar $(2.500 / 25.000) + 6\% = 16\%$, yang merupakan *minimum rate of return* yang harus diterima dari investasi yang dilakukan jika perusahaan menggunakan *retained earnings* untuk membelanjai investasi tersebut.

Tujuan mencari *opportunity cost* dari *retained earning* adalah untuk memberikan pilihan kepada pemegang saham. Jika perusahaan dapat menggunakan dana lebih produktif daripada apa yang dapat dilakukan pemegang saham, maka pemegang saham akan menginvestasikan kembali *earning*-nya ke dalam perusahaan.

d. Biaya Ekuitas Baru (*Cost of new equity*)

Untuk menghitung *cost of new equity* (Cn), perlu dilakukan penyesuaian terhadap *cost of retained earning* (Cr) untuk setiap *flotation cost* dalam mengeluarkan saham baru. Berdasarkan *cost of retained earning*, maka diperoleh *cost of new equity* berikut:

$$Cn = \frac{Cr}{1 - f}$$

Dimana f adalah *flotation cost* dari *equity* baru yang dikeluarkan (*new equity issue*). Untuk C_r yang dihitung sebesar 16% di atas dan mengasumsikan *flotation cost* sebesar 0,04, maka dapat diperoleh *cost of new equity* sebesar $16\% / (1 - 0,04) = 16,67\%$. *Rate* tersebut merupakan *minimum rate of return* yang harus diperoleh perusahaan dari investasinya dengan memperhitungkan biaya-biaya dari pengeluaran saham baru tersebut.

2.3 Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital - WACC*)

Weighted Average Cost of Capital (WACC) perusahaan adalah penggabungan dari biaya-biaya individual yang ditimbang dengan persentase pembiayaan dari setiap sumber dana. Karenanya WACC perusahaan adalah fungsi dari individual *cost of capital*. Susunan dari *capital structure* yaitu persentase dari dana dalam bentuk *debt*, *preferred stock* dan *common stock*.

Dalam dunia bisnis yang semakin kompleks, kesulitan timbul dalam menghitung *cost of capital* perusahaan. Untuk menyederhanakannya dibuat asumsi-asumsi berikut:

1. *Constant Business Risk*

Risiko bisnis (*business risk*) dapat didefinisikan sebagai variabilitas potensial dari tingkat pengembalian investasi, dan tingkat risiko bisnis itu ditentukan oleh kebijakan investasi yang dilakukan manajemen perusahaan. Besarnya tingkat pengembalian yang diinginkan investor merupakan fungsi dari risiko bisnis saat ini. Jika tingkat risiko berubah maka tingkat pengembalian pun berubah. Karena alasan inilah perhitungan biaya modal mengasumsikan bahwa setiap investasi tidak merubah risiko bisnis perusahaan secara signifikan.

2. *Constant Financial Risk*

Risiko keuangan dapat didefinisikan sebagai meningkatnya variabilitas pada tingkat pengembalian saham biasa sebagai akibat penggunaan hutang dan pembiayaan saham preferen. Risiko keuangan berelasi dengan kebangkrutan perusahaan karena dengan meningkatnya persentase hutang dalam struktur modal maka kemungkinan bahwa perusahaan tidak mampu membayar bunga

dan saldo pokok pinjaman akan bertambah sebagai akibatnya, tingkat risiko keuangan dalam perusahaan turut mempengaruhi besarnya tingkat pengembalian yang diinginkan investor. Dengan demikian untuk mendapat *cost of capital* yang tepat maka manajemen harus menggunakan bauran modal yang sama. Sebagai contoh struktur modal suatu perusahaan terdiri dari 40% hutang, 10% saham preferen dan 50% saham biasa. Struktur permodalan ini diasumsikan tetap dalam pembiayaan investasi dimasa yang akan datang.

3. *Constant Dividend Policy*

Untuk memudahkan perhitungan diasumsikan bahwa dividen perusahaan meningkat pada tingkat pertumbuhan tahunan yang konstan.

Langkah-langkah menghitung WACC adalah sebagai berikut:

- Tentukan langkah proporsi relatif dari berbagai komponen dalam *capital structure* perusahaan.
- Hitung biaya (*cost*) yang tepat dari setiap komponen sumber dana tersebut.

WACC merupakan perhitungan rata-rata biaya modal tertimbang, yaitu biaya modal pinjaman (C_d) dan biaya modal sendiri (C_e), yang dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$WACC = \frac{(MV \text{ of Debt} \times C_d (1-T)) + (MV \text{ of Equity} \times C_e)}{MV \text{ of Debt} + MV \text{ of Equity}}$$

Keterangan:

WACC = weighted average cost of capital

MV of Debt = market value of debt

C_d = cost of debt

T = tax rate

MV of Equity = market value of equity

C_e = cost of equity

2.4 Biaya Bersih Operasi Setelah Pajak (*Net Operating Profit After Tax - NOPAT*)

Perhitungan laba bersih operasi setelah pajak (*net operating profit after tax – NOPAT*) ini dilakukan melalui laporan laba rugi (*income statement*) perusahaan. Laporan laba rugi merupakan laporan yang mengukur keberhasilan operasi perusahaan dalam kurun waktu tertentu.

Laporan ini dapat dibuat secara bulanan, triwulanan atau tahunan. Laporan yang dibuat secara bulanan atau triwulanan digunakan untuk tujuan internal seperti memperkirakan penjualan dan target profit, mengontrol pengeluaran dan memonitor kemajuan dari target jangka panjang.

NOPAT merupakan *operating profit* (laba usaha) dikurangi persentase pajak yang dikenakan perusahaan pada *earning before tax* (EBT). Atau bisa dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{NOPAT} = \text{Operating Profit} \times (1 - \text{Tax})$$

2.5 Modal Investasi (*Invested Capital -IC*)

Invested capital adalah modal yang digunakan perusahaan untuk aktivitas investasi. *Invested capital* yang dimaksud meliputi utang bank jangka pendek, utang bank jangka panjang, kewajiban sewa guna usaha, obligasi, kewajiban pajak tangguhan, kewajiban jangka panjang lainnya, hak minoritas atas aktiva bersih anak perusahaan, dan ekuitas.

Menurut Horngren et.al. (*Cost Accounting: A Managerial Emphasis*), investasi untuk perhitungan EVA adalah *total assets* (total aset) dikurangi *current liabilities* (kewajiban lancar).

2.6 Harga Saham

2.6.1 Harga Pasar Saham

Harga pasar saham, seperti halnya produk-produk di pasaran, seringkali berubah-ubah sesuai dengan supply dan demand. Kalau permintaan meningkat sementara supply tetap maka harga akan meningkat, dan sebaliknya jika permintaan lebih rendah dari penawarannya maka harga akan turun. Kalau ditelusuri lebih lanjut, supply dan demand ini sebenarnya terbentuk dari persepsi para pelaku pasar

modal. Apabila pasar efisien, maka harga pasar tersebut akan berada disekitar nilai intrinsiknya atau harga wajarnya.

2.6.2 Harga Wajar Saham

Harga wajar adalah harga saham yang dianggap berada disekitar nilai intrinsiknya. Sedangkan nilai intrinsik itu sendiri adalah PV dari cash flow yang dihasilkan oleh aset yang bersangkutan selama umur ekonomis aset tersebut.

Menurut Foster (1986) banyaknya para analis keuangan dan adanya persaingan diantara mereka membuat harga sekuritas menjadi wajar dan mencerminkan semua informasi yang bermanfaat. Nilai yang wajar adalah harga keseimbangan yang mencerminkan semua informasi yang bermanfaat. Nilai yang wajar adalah harga keseimbangan yang mencerminkan semua informasi yang tersedia bagi semua investor pada suatu titik waktu tertentu.

Kemudian Breally & Myers (1991) berdasarkan informasi yang ada memungkinkan harga saham dinilai terlalu tinggi atau rendah. Bila cukup banyak investor berpendapat demikian maka investor akan menjual atau membeli saham tersebut yang pada akhirnya harga akan naik atau turun pada suatu tingkat harga yang dianggap wajar atau titik keseimbangan. Keadaan ini akan berlangsung terus menerus setiap ada informasi baru sehingga harga-harga saham akan menyesuaikan menuju keseimbangan baru.

2.7 Pengaruh EVA terhadap MVA

Pengaruh EVA dengan harga saham perusahaan dilakukan dengan menghubungkan nilai EVA dengan nilai *Market Value Added* (MVA) perusahaan.

Perhitungan MVA perusahaan dengan rumus:

$$MVA = \text{market value of equity} - \text{book value of equity}$$

$$MVA = (\text{harga pasar saham} \times \text{jumlah saham yang beredar}) - (\text{nilai nominal saham} \times \text{jumlah saham beredar}).$$

BAB 3

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Sumber Data

Dalam karya akhir ini digunakan perhitungan EVA dan MVA dari hasil kerjasama Majalah SWA, MarkPlus Inc. dan MAKSI UI. Pemeringkatan dilakukan terhadap perusahaan publik berdasarkan laporan keuangan teraudit tahun 2005 dan 2006.

Dari pemeringkatan SWA100 untuk EVA dan MVA atas laporan keuangan tahun 2005 dan 2006 ini, digabungkan perusahaan-perusahaan yang nilai EVA dan MVA yang tersedia untuk kedua tahun tersebut, sehingga diperoleh 62 perusahaan sebagai berikut:

No.	Kode Efek	Nama Perusahaan
1	ADHI	Adhi Karya
2	AKRA	Akr Corporindo (dulu Aneka Kimia Raya)
3	ANTM	Aneka Tambang
4	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line
5	AMFG	Asahimas Flat Glass
6	AALI	Astra Argo Lestari
7	ASII	Astra Internasional
8	AUTO	Astra Otoparts
9	UNSP	Bakrie Sumatra Plantation
10	ELTY	Bakrieland Development
11	INPC	Bank Artha Graha Internasional
12	BBCA	Bank Central Asia
13	BCIC	Bank Century
14	BDMN	Bank Danamon Indonesia
15	BNII	Bank Internasional Indonesia
16	BMRI	Bank Mandiri
17	MEGA	Bank Mega
18	BBNI	Bank Negara Indonesia
19	BNGA	Bank Niaga
20	NISP	Bank NISP
21	PNBN	Bank Pan Indonesia
22	BBRI	Bank Rakyat Indonesia
23	BLTA	Berlian Laju Tanker
24	BUMI	Bumi Resources
25	CTRS	Ciputra Surya
26	CMNP	Citra Marga Nusaphala Persada
27	DAVO	Davomas Abadi
28	EPMT	Enseval Putera Megatrading

29	GGRM	Gudang Garam
30	HERO	Hero Supermarket
31	HMSP	HM. Sampoerna
32	INTP	Indocement Tunggal Prakarsa
33	INDF	Indofood Sukses Makmur
34	ISAT	Indosat
35	INCO	International Nickel Indonesia
36	JRPT	Jaya Real Property
37	KLBF	Kalbe Farma
38	LPBN	Lippo Bank
39	LPKR	Lippo Karawaci
40	TCID	Mandom Indonesia (dulu Tancho Indonesia)
41	MYOR	Mayora Indah
42	MEDC	Medco Energi Internasional
43	MERK	Merck Indonesia
44	MAPI	Mitra Adiperkasa
45	MLBI	Multi Bintang Indonesia
46	META	Nusantara Infrastructure
47	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol
48	PGAS	Perusahaan Gas Negara
49	PLIN	Plaza Indonesia Realty
50	LSIP	PP London Sumatra
51	RALS	Ramayana Lestari Sentosa
52	SMGR	Semen Gresik
53	SMRA	Summarecon Agung
54	SCMA	Surya Citra Media
55	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam
56	TLKM	Telekomunikasi Indonesia
57	TSPC	Tempo Scan Pacific
58	TINS	Timah
59	TBLA	Tunas Baru Lampung
60	ULTJ	Ultrajaya Milk Industry & Trading Company
61	UNVR	Unilever Indonesia
62	UNTR	United Tractors

3.2 Model Regresi

Analisis regresi membahas mengenai hubungan antar suatu variabel yang disebut variabel yang dijelaskan (terikat) dengan variabel lain yang merupakan variabel yang menjelaskan (bebas). Sebagai induk analisis regresi ekonometrika berusaha menangkap perilaku hubungan antar variabel ekonomi berdasarkan pengamatan atas data *cross section* dan *time series*.

Metode penggunaan yang sering digunakan untuk analisis regresi adalah *Ordinary Least Square (OLS)* yang dikemukakan oleh Carl Frederich Gaus. Terdapat asumsi dasar (klasik) yang membuat OLS menjadi suatu metode analisis regresi yang paling kuat dan populer. Untuk menghasilkan penaksiran yang *Best Linear Unbiased Estimator (BLUE)* adalah harus memenuhi asumsi berikut:

1. Rata-rata gangguan sama dengan nol.
2. Homoskedastis, yaitu varians gangguan tidak berbeda dari observasi satu dengan observasi lainnya.
3. Non otokorelasi, yaitu bahwa gangguan disatu observasi tidak berkorelasi dengan gangguan observasi lainnya.
4. Gangguan tidak berkorelasi dengan variabel bebas, artinya nilai variabel bebas konstan dari satu sample ke sample lainnya.
5. Gangguan didistribusikan menurut distribusi normal.
6. Nilai variabel bebas berbeda dari satu observasi ke observasi lainnya, artinya variabel bebas diasumsikan independen terhadap variabel bebas lainnya.

3.3 Model Regresi Data Panel

Model regresi data panel adalah model regresi yang digunakan untuk menganalisis hubungan antar variabel pada data panel. Menurut Winarno (2007: Hal. 9.1), data panel adalah gabungan antara data silang (*cross section*) dengan data runtut waktu (*time series*). Penggunaan regresi pada data panel asumsi OLS harus terpenuhi untuk menghasilkan taksiran yang BLUE. Banyak keuntungan yang diperoleh dengan data panel, dibandingkan dengan hanya menggunakan data *cross section* atau hanya menggunakan data *time series*. Baltagi (1995) mengelompokkan keuntungan data panel adalah:

1. Mampu mengontrol heterogenitas individu.
2. Banyak memperoleh informasi lebih bervariasi.
3. Lebih baik untuk studi *dynamics of adjustment*.
4. Mampu lebih baik dalam mengidentifikasi dan mengukur efek yang secara sederhana tidak dapat diatasi dalam data *cross section* murni atau data *time series* murni.

5. Dapat menguji dan mengembangkan model perilaku yang lebih kompleks.

Observasi data panel merupakan pasangan $\{y_{it}, x_{kit}\}$, dimana i menunjukkan individu, t menunjukkan waktu, dan k menunjukkan variabel bebas. Sebuah data panel dikatakan seimbang (*balanced*), jika:

$$\{y_{it}, x_{kit}^i\}; t = 1, 2, \dots, T; i = 1, 2, \dots, n; j = 1, 2, \dots, k.$$

Data panel yang seimbang, jumlah observasi menjadi $n \times T$, pada saat $n = 1$, T cukup besar, maka data bersifat runtut waktu (*time series*), sebaliknya pada saat $T = 1$, dan n cukup besar, maka data tersebut bersifat *cross section*. Data panel mengacu pada kasus, di mana $T > 1$ dan $n > 1$. Cara yang paling umum untuk mengorganisir data berdasarkan unit tertentu ialah estimasi yang dilakukan harus memenuhi asumsi klasik. Estimasi yang efisien dengan mengelompokkan data (*stacked data*) dapat menggunakan metode OLS. Spesifikasi model regresi data panel yang umum, menurut *effect specific* individu adalah:

$Y_{it} = X_{it}^k \beta_k + u_i + e_{it}$; dimana X_{it}^k = variabel bebas k di waktu t untuk unit *cross section* i , β_k = komponen untuk variabel k , dan u_i = komponen error yang mempunyai hubungan langsung dengan variabel bebas untuk unit *cross section* i , pada waktu t .

3.4 Estimasi Model

Software yang akan digunakan dalam mengolah data ini adalah *software* Eviews v.6. Dalam *software* tersebut terdapat pilihan *common coefficient* dan *cross section specific coefficient*. Penggunaan *common coefficient* akan menghasilkan koefisien tunggal untuk setiap variabel sedangkan *cross section specific coefficient* akan menghasilkan koefisien yang berbeda untuk setiap unit *cross section*. Dalam penelitian ini model ekonometrika yang digunakan adalah metode *fixed effect model* dengan persamaan tunggal yang terdiri dari satu variabel *independent* (bebas) yaitu EVA terhadap satu variabel *dependent* (terikat) yaitu MVA atau harga saham.

$$MVA = a + b (EVA)$$

Keterangan:

a = intercept

b = koefisien variabel bebas

Intercept atau konstanta pada persamaan ini menunjukkan keadaan bila tidak terdapat nilai EVA sekalipun ($EVA = 0$), maka MVA akan memiliki nilai sebesar a (konstanta). Sedangkan koefisien variabel bebas (b) menunjukkan besar perubahan MVA dan pengaruh positif atau negatif (tergantung tandanya) bila ada kenaikan atau penurunan nilai EVA.

3.5 Definisi Variabel

Persamaan yang digunakan dalam pembahasan dan analisis terdiri dari satu variabel *independent* (bebas) yaitu EVA dan satu variabel *dependent* (terikat) yaitu MVA.

3.5.1 EVA

EVA pada persamaan yang digunakan merupakan variabel *independent* (bebas) yang akan diuji pengaruhnya terhadap nilai MVA (harga saham). Pada persamaan $MVA = a + b (EVA)$, memiliki arti bahwa jika EVA naik satu unit, maka nilai MVA akan naik atau turun (tergantung tanda b) sebesar b unit, dan sebaliknya jika EVA turun sebesar satu unit, maka nilai MVA akan naik atau turun sebesar b unit. Jadi b menyatakan pengaruh perubahan EVA terhadap MVA (harga saham).

3.5.2 MVA

Harga saham yang dinilai melalui perhitungan MVA, pada persamaan yang digunakan merupakan variabel *dependent* (terikat) yang akan diuji nilainya dipengaruhi secara positif atau negatif oleh EVA. Selain itu, persamaan ini juga untuk mengukur berapa besarnya perubahan MVA jika terjadi perubahan dalam nilai EVA.

3.6 Evaluasi Model

3.6.1 Uji Signifikansi Model

Analisis regresi linear ini dimaksudkan untuk mencari *intercept* dan koefisien regresi dari variabel EVA (variabel bebas). Selain itu juga dilakukan pengujian signifikansi variabel bebas yang berfungsi sebagai penjelas variabel terikat.

Untuk menguji model persamaan secara keseluruhan dapat digunakan pengujian hipotesis yang dapat diajukan yaitu:

H_0 : Model tidak signifikan menjelaskan variabel terikat ($H_0 : b = 0$)

H_1 : Model signifikan menjelaskan variabel terikat ($H_1 : b \neq 0$).

Pengujian signifikansi t-test dimaksudkan untuk mengukur kesahihan atau ketidaksahihan variabel bebas secara individu. Uji t ini dilakukan dengan membandingkan nilai t-statistik dengan t-tabel atau bisa dengan melihat nilai probabilitas (p value) yang disajikan di tabel hasil regresi dengan membandingkannya dengan taraf nyata (alfa – α) yang digunakan.

Kriteria pengujian yang digunakan taraf nyata tertentu adalah jika:

- t-statistik > t-tabel atau P value < α maka H_0 ditolak.
- t-statistik < t-tabel atau P value > α maka H_0 diterima.

Untuk mengukur presentase total variasi dalam MVA yang dapat dijelaskan oleh model regresi atau variabel bebas (EVA) digunakan R^2 (R-squared). Nilai R^2 berkisar dari 0 sampai 1, jika R^2 mendekati 1 berarti model yang dibuat makin dapat diandalkan.

3.6.2 Heteroskedastisitas

Pada umumnya heteroskedastisitas diperoleh pada data *cross section*. Jika pada model dijumpai heteroskedastisitas, maka model menjadi tidak efisien meskipun tidak bias dan konsisten. Dengan kata lain, jika regresi tetap dilakukan meskipun ada masalah heteroskedastisitas maka hasil regresi akan terjadi *misleading* menurut Gujarati (1995: Hal. 366).

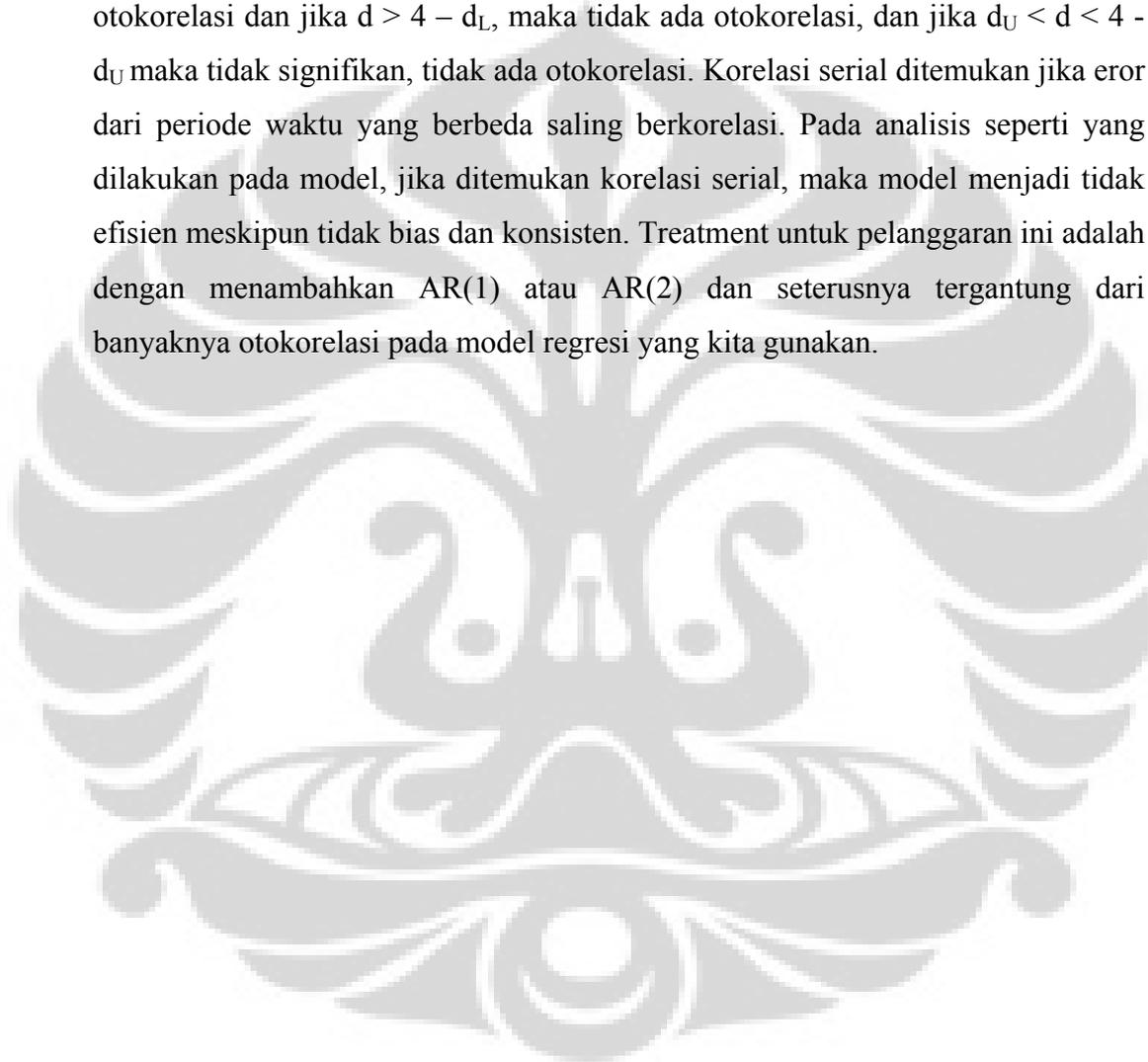
Untuk mendeteksi adanya pelanggaran asumsi heteroskedastisitas digunakan uji *White Heteroskedasticity* yang diperoleh dalam program Eviews v.6. Untuk data panel dalam Eviews v.6 dengan menggunakan metode *General Least Square (Cross Section White)*, maka untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas adalah dengan membandingkan *sum squared resid* pada *weighted statistics* dengan *sum squared resid unweighted statistics*. Jika *sum squared resid weighted statistics* < *sum squared resid unweighted statistics*, maka terjadi heteroskedastisitas. Untuk men-treatment pelanggaran tersebut, bisa mengestimasi GLS dengan *White Heteroskedasticity*.

3.6.3 Korelasi Serial atau Otokorelasi

Korelasi serial sering disebut juga dengan istilah otokorelasi yaitu deteksi adanya hubungan antara data lag pada data *time series* itu sendiri misalnya u_1, u_2, u_3, \dots ,

u_{10} dan $u_1, u_2, u_3, \dots, u_{11}$. Sementara itu korelasi serial menjelaskan hubungan data lag series yang berbeda seperti $u_1, u_2, u_3, \dots, u_{10}$ dengan $v_1, v_2, v_3, \dots, v_{10}$ namun Gujarati (1995: Hal. 401) menyamakan kedua istilah tersebut.

Untuk mendeteksi adanya korelasi serial adalah dapat melihat nilai Durbin Watson (DW) dalam Eviews v.6. Kemudian membandingkan dengan DW tabel apakah terjadi otokorelasi atau tidak. Jika d (nilai DW) $< d_L$, maka tidak terjadi otokorelasi dan jika $d > 4 - d_L$, maka tidak ada otokorelasi, dan jika $d_U < d < 4 - d_U$ maka tidak signifikan, tidak ada otokorelasi. Korelasi serial ditemukan jika eror dari periode waktu yang berbeda saling berkorelasi. Pada analisis seperti yang dilakukan pada model, jika ditemukan korelasi serial, maka model menjadi tidak efisien meskipun tidak bias dan konsisten. Treatment untuk pelanggaran ini adalah dengan menambahkan AR(1) atau AR(2) dan seterusnya tergantung dari banyaknya otokorelasi pada model regresi yang kita gunakan.



BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis EVA Sebagai Pengukur Kinerja

Pemeringkatan SWA100 terhadap EVA didasarkan pada angka mutlak (nilai rupiah) yang dicapai, yaitu *adjusted* EVA yang merupakan hasil perkalian antara *spread* EVA (RONA – WACC) dengan *invested capital*-nya (*net asset*-nya). Artinya, besarnya *net asset* juga berpengaruh. Jadi sesungguhnya, perusahaan yang mencapai EVA terbaik, selain *adjusted* EVA-nya besar, mesti diperhatikan pada *spread* EVA-nya, yaitu harus positif dan tinggi. Sebaliknya, *spread* EVA negatif mengindikasikan *return* di bawah *capital charges*, yang berarti performa perusahaan kurang atau tidak memuaskan.

Dalam konteks EVA negatif, menurut Sidharta (2005), bukan berarti performa suatu perusahaan tidak bagus, namun bisa jadi perusahaan mungkin belum *aware* dengan konsep *cost of capital*. Sebab, umumnya perusahaan di sini dengan *return on equity* rendah saja sudah puas, asalkan positif. Secara konsep EVA memang lebih baik, tapi praktiknya tidak demikian. Begitu halnya dengan metode EVA yang dihitung MarkPlus Inc. Alasannya, EVA yang diukur SWA100 merujuk data laporan keuangan perusahaan publik, tidak langsung mengorek data ke internal perusahaan. Alhasil, data yang terbatas itu kurang akurat. Padahal, seperti telah diutarakan pada Bab 2, perhitungan EVA versi penciptanya, Stern & Stewart, mengkritik banyaknya kelemahan dalam laporan keuangan. Semisal pengeluaran untuk riset, jika di perhitungan standar akuntansi biasa dimasukkan dalam pos beban biaya, tapi menurut Stern & Stewart hal itu harus diakui sebagai investasi aktiva tidak berwujud yang dikapitalisasi sebagai aset. Yang jelas, meski perhitungan EVA banyak versi, yang paling penting adalah sejauh mana kita melakukan penyesuaian terhadap laporan keuangan.

Kembali ke hasil perhitungan SWA100 yang dilakukan Majalah SWA, MarkPlus Inc. Dan MAKSI UI terhadap perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), seperti juga telah dipaparkan di Bab 2, ada tiga ukuran yang digunakan dalam mengukur kinerja perusahaan yaitu:

1. Jika nilai $EVA > 0$ atau EVA bernilai positif artinya manajemen telah berhasil menciptakan nilai tambah bagi perusahaan.
2. Jika nilai $EVA = 0$, maka artinya secara ekonomis impas karena semua laba digunakan untuk membayar kewajiban kepada penyandang dana baik kreditur maupun pemegang saham.
3. Jika nilai $EVA < 0$, maka berarti tidak memberikan nilai tambah kedalam perusahaan tersebut karena laba yang tersedia tidak dapat memenuhi harapan-harapan kreditur dan penyandang dana perusahaan.

Nilai $EVA = 0$ tidak ditemukan pada perhitungan penelitian ini sehingga tidak ada perusahaan yang secara ekonomis impas. Nilai EVA perusahaan berdasarkan SWA100 dapat dilihat pada Tabel 4.1.

4.2 Analisis MVA

Pemeringkatan MVA diukur dari kekayaan (*wealth*) yang diakumulasi perusahaan dari waktu ke waktu untuk pemegang saham. Angka MVA diperoleh dengan menghitung nilai perusahaan (*company/enterprise value*) – penjumlahan harga pasar seluruh saham, surat hutang, dan surat berharga lainnya yang dimaksudkan untuk memobilisasi capital – dikurangi nilai buku (*book value*) atau modal yang diinvestasikan.

Pemegang saham, tentu saja, menginginkan perusahaan terus mampu mengakumulasi kekayaan, sehingga saham-saham yang mereka genggam harganya terus naik, yang akhirnya juga menggelembungkan pundi-pundi mereka. Akumulasi kekayaan tersebut bersumber pada kemampuan perusahaan menampilkan kinerja yang bagus, rencana bisnis atau investasi, serta citra dan reputasi perusahaan yang bagus – misalnya dengan menerapkan *good corporate governance*, menciptakan ekuitas merek, serta melaksanakan tanggung jawab social perusahaan (*corporate social responsibility*). Peristiwa di luar control perusahaan bisa berpengaruh pula terhadap akumulasi kekayaan perusahaan, seperti lingkungan bisnis yang makin baik karena ada kebijakan baru pemerintah atau kenaikan harga komoditas (misalnya minyak) di pasar internasional. Maka, pendekatan MVA untuk menilai perusahaan boleh dibilang lebih komprehensif.

Dengan melihat MVA, para pengelola perusahaan dapat melihat seperti apa ekspektasi pemegang saham terhadap perusahaannya di masa depan. Karena itu, angka MVA sudah seharusnya menjadi acuan bagi pengelola perusahaan dalam menjalankan perusahaan agar di masa mendatang dapat menciptakan kekayaan sesuai dengan harapan investor. Ini menjadi tantangan bagi manajemen perusahaan. Apabila dari waktu ke waktu mereka bisa memenuhi harapan pemegang saham, nilai perusahaan akan terus naik. Sebaliknya, jika gagal, nilai perusahaan akan turun karena penghargaan investor terhadap sahamnya lebih rendah. Jadi, dengan adanya pemeringkatan perusahaan yang menggunakan pendekatan MVA ini, para pengelola perusahaan tak semata-mata melihat posisinya ada di mana, tapi yang lebih penting adalah termotivasi untuk selalu menciptakan nilai tambah di masa-masa mendatang.

MVA juga merupakan pendekatan yang paling objektif. Sebagai contoh, perusahaan yang agresif berinvestasi cenderung memiliki EVA negatif karena investasinya tersebut belum membuahkan hasil, tapi bukan berarti perusahaan ini jelek. Justru, bila para pemegang saham menilai investasi tersebut bakal membuat perusahaan makin bagus di masa mendatang, mereka akan menghargai saham perusahaan tersebut lebih tinggi, sehingga nilai perusahaan maupun MVA-nya juga makin tinggi.

Sementara itu, bagi investor, angka MVA menjadi acuan untuk menilai apakah sebuah perusahaan berpeluang memenuhi harapan para pemegang saham. Sebab, membeli saham adalah membeli masa depan. Jika, setelah melakukan perhitungan, mereka optimistis bahwa perusahaan akan dapat memenuhi harapan pemegang saham, mereka bisa mengambil keputusan mempertahankan kepemilikan atau membeli saham perusahaan tersebut. Sebaliknya, jika ragu – entah karena kemampuan perusahaan, lingkungan bisnis yang kurang mendukung maupun faktor lainnya, lebih baik mereka melepas sahamnya untuk dialihkan ke saham perusahaan lain yang lebih prospektif.

4.3 Analisis Regresi EVA terhadap MVA

Untuk melakukan analisis pengaruh EVA terhadap harga saham maka akan dilakukan regresi dengan bantuan program Eviews v.6. Tabel berikut ini adalah data atau perhitungan EVA dan MVA hasil kerjasama Majalah SWA, MarkPlus

Inc. dan MAKSI UI yang akan digunakan sebagai input pada pengolahan data yang akan memberikan output untuk diinterpretasikan.

Tabel 4.1
Hasil Perhitungan EVA dan MVA

No.	Kode Efek	Nama Perusahaan	2005		2006	
			EVA	MVA	EVA	MVA
1	ADHI	Adhi Karya	(14)	917	(10)	1.020
2	AKRA	Akr Corporindo (dulu Aneka Kimia Raya)	(62)	254	(126)	609
3	ANTM	Aneka Tambang	(43)	3.790	875	10.298
4	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line	31	118	(18)	887
5	AMFG	Asahimas Flat Glass	4	227	(231)	(13)
6	AALI	Astra Argo Lestari	454	4.977	423	21.073
7	ASII	Astra Internasional	2.757	16.870	(2.352)	42.099
8	AUTO	Astra Otoparts	77	287	(165)	972
9	UNSP	Bakrie Sumatra Plantation	54	466	50	1.843
10	ELTY	Bakrieland Development	98	1.153	(190)	(165)
11	INPC	Bank Artha Graha Internasional	(97)	789	(72)	814
12	BBCA	Bank Central Asia	1.364	24.520	1.433	46.227
13	BCIC	Bank Century	334	1.286	(36)	1.084
14	BDMN	Bank Danamon Indonesia	566	24.210	(42)	23.637
15	BNII	Bank Internasional Indonesia	236	16.887	(383)	6.019
16	BMRI	Bank Mandiri	(1.416)	(2.522)	(1.496)	18.131
17	MEGA	Bank Mega	(8)	1.456	(103)	1.472
18	BBNI	Bank Negara Indonesia	(359)	5.510	(314)	10.255
19	BNGA	Bank Niaga	(6)	3.021	6	6.267
20	NISP	Bank NISP	(71)	1.155	(363)	1.878
21	PNBN	Bank Pan Indonesia	(386)	997	(231)	4.514
22	BBRI	Bank Rakyat Indonesia	1.302	18.330	1.621	46.848
23	BLTA	Berlian Laju Tanker	303	1.913	257	5.307
24	BUMI	Bumi Resources	8	11.258	922	12.305
25	CTRS	Ciputra Surya	(30)	(132)	32	903
26	CMNP	Citra Marga Nusaphala Persada	(37)	335	(33)	2.410
27	DAVO	Davomas Abadi	(53)	(433)	(8)	4.235
28	EPMT	Enseval Putera Megatrading	51	942	75	788
29	GGRM	Gudang Garam	(242)	9.005	(1.177)	5.840
30	HERO	Hero Supermarket	22	1.482	(48)	1.258
31	HMSP	HM. Sampoerna	1.948	34.125	2.900	36.773
32	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa	11	6.944	(703)	15.509
33	INDF	Indofood Sukses Makmur	(1.084)	3.261	(271)	4.897
34	ISAT	Indosat	(576)	14.370	(1.357)	20.125
35	INCO	International Nickel Indonesia	(47)	(1.638)	2.675	13.207
36	JRPT	Jaya Real Property	(101)	1	(116)	1.758
37	KLBF	Kalbe Farma	308	7.136	299	8.912
38	LPBN	Lippo Bank	(1)	8.730	156	2.833
39	LPKR	Lippo Karawaci	(18)	2.149	(298)	3.316

40	TCID	Mandom Indonesia (dulu Tancho Indonesia)	33	180	17	630
41	MYOR	Mayora Indah	(60)	(313)	(55)	205
42	MEDC	Medco Energi Internasional	(372)	3.141	(35)	1.037
43	MERK	Merck Indonesia	33	364	58	659
44	MAPI	Mitra Adiperkasa	(13)	330	(71)	327
45	MLBI	Multi Bintang Indonesia	116	805	58	936
46	META	Nusantara Infrastructure	(11)	(81)	(67)	916
47	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol	29	72	8	869
48	PGAS	Perusahaan Gas Negara	(294)	26.061	206	44.248
49	PLIN	Plaza Indonesia Realty	(43)	559	(238)	1.960
50	LSIP	PP London Sumatra	160	1.974	60	6.578
51	RALS	Ramayana Lestari Sentosa	4	3.899	27	3.700
52	SMGR	Semen Gresik	108	5.869	610	15.760
53	SMRA	Summarecon Agung	41	637	(76)	1.892
54	SCMA	Surya Citra Media	(72)	37	5	421
55	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam	115	2.084	272	14.376
56	TLKM	Telekomunikasi Indonesia	4.063	86.955	8.055	171.232
57	TSPC	Tempo Scan Pacific	41	867	60	2.181
58	TINS	Timah	(200)	(618)	(45)	349
59	TBLA	Tunas Baru Lampung	(59)	(225)	(90)	1.645
60	ULTJ	Ultrajaya Milk Industry & Trading Company	(59)	80	(128)	444
61	UNVR	Unilever Indonesia	1.205	30.434	1.508	47.969
62	UNTR	United Tractors	494	8.331	29	14.330

Sumber: Laporan Keuangan 2005 dan 2006

Keterangan: Hasil kerjasama antara Majalah SWA, MarkPlus Inc. dan MAKSI UI

Untuk mengestimasi data panel tahun 2005 dan 2006 dengan jumlah individu atau *cross section* 62 (1 variabel terikat dan 1 variabel bebas) yang digunakan dalam penelitian ini, diperoleh hasil estimasi panel data model regresi tahap awal (*fixed effect model*) Eviews v.6 yang disajikan pada tabel 4.2 berikut ini.

Tabel 4.2

Nilai Intercept dan Koefisien Variabel dari Hasil Regresi Tahap Awal

Dependent Variable: MVA?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 01/05/10 Time: 18:00
 Sample: 2005 2006
 Included observations: 2
 Cross-sections included: 62
 Total pool (balanced) observations: 124

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8096.897	864.0871	9.370464	0.0000
EVA?	4.953188	1.685242	2.939155	0.0046
Fixed Effects (Cross)				
_AALI--C	2756.130			
_ADHI--C	-7068.959			
_AKRA--C	-7199.797			
_AMFG--C	-7427.710			
_ANTM--C	-3113.423			
_APOL--C	-7626.593			
_ASII--C	20384.58			
_AUTO--C	-7249.457			
_BBCA--C	20349.57			
_BBNI--C	1452.351			
_BBRI--C	17253.02			
_BCIC--C	-7649.922			
_BDMN--C	14528.87			
_BLTA--C	-5873.789			
_BMRI--C	6919.444			
_BNGA--C	-3452.897			
_BNII--C	3720.162			
_BUMI--C	1381.371			
_CMNP--C	-6551.035			
_CTRS--C	-7716.350			
_DAVO--C	-6044.825			
_ELTY--C	-7375.050			
_EPMT--C	-7543.948			
_GGRM--C	2839.890			
_HERO--C	-6662.505			
_HMSP--C	15345.58			
_INCO--C	-8820.885			
_INDF--C	-662.1123			
_INPC--C	-6876.853			
_INTP--C	4843.406			
_ISAT--C	13937.86			
_JRPT--C	-6679.976			
_KLBFI--C	-1576.189			
_LPBN--C	-2699.269			
_LPKR--C	-4581.793			
_LSIP--C	-4365.748			
_MAPI--C	-7560.363			
_MEDC--C	-4999.923			
_MEGA--C	-6357.995			
_MERK--C	-7810.767			
_META--C	-7486.223			

_MLBI--C	-7657.324
_MYOR--C	-7866.089
_NISP--C	-5505.555
_PGAS--C	27275.54
_PJAA--C	-7718.031
_PLIN--C	-6141.474
_PNBN--C	-3813.339
_PTBA--C	-825.3387
_RALS--C	-4374.171
_SCMA--C	-7701.965
_SMGR--C	939.4088
_SMRA--C	-6745.716
_TBLA--C	-7017.884
_TCID--C	-7815.727
_TINS--C	-7624.631
_TLKM--C	90985.24
_TSPC--C	-6823.033
_ULTJ--C	-7371.774
_UNSP--C	-7199.963
_UNTR--C	1938.345
_UNVR--C	24385.60

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.896515	Mean dependent var	8987.073
Adjusted R-squared	0.791333	S.D. dependent var	19727.74
S.E. of regression	9011.647	Akaike info criterion	21.35714
Sum squared resid	4.95E+09	Schwarz criterion	22.79003
Log likelihood	-1261.143	Hannan-Quinn criter.	21.93922
F-statistic	8.523482	Durbin-Watson stat	1.936508
Prob(F-statistic)	0.000000		

Tabel 4.2 menunjukkan koefisien variabel yang sama untuk setiap individu dan intercept yang berbeda untuk setiap individu, dimana variabel penjelas signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$. Dan R^2 atau koefisien determinasi sebesar 0,896515 yang menunjukkan bahwa 89,65% keberagaman MVA dapat dijelaskan oleh model diatas.

Karena pada persamaan ini hanya menggunakan satu variabel penjelas maka yang perlu dilihat adalah pelanggaran terhadap otokorelasi dan heteroskedastisitas. Otokorelasi diuji dengan nilai Durbin Watson statistik hitung dibandingkan dengan nilai Durbin Watson tabel yang selanjutnya disingkat DW. Nilai DW hitung 1,9365 dimana nilai ini berada pada ketentuan $d_L < DW < 4 - d_U$ dengan DW tabel adalah $d_L = 1,316$, dan $d_U = 1,469$. Artinya, model ini tidak

terdapat otokorelasi sehingga tidak perlu melakukan *treatment* untuk menghilangkan masalah otokorelasi.

Sedangkan untuk menguji heteroskedastisitas (karena menggunakan data *cross section*) dalam penelitian ini, maka perlu diestimasi dengan pendekatan atau metode *General Least Square (Cross Section Weights)* yaitu bila *sum square resid weighted statistics < sum square resid unweighted statistics* maka ada heteroskedastisitas yang ditunjukkan pada tabel 4.3 berikut ini.

Tabel 4.3
Hasil Estimasi dengan menggunakan metode GLS (Cross Section Weights)

Dependent Variable: MVA?
Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)
Date: 01/05/10 Time: 18:03
Sample: 2005 2006
Included observations: 2
Cross-sections included: 62
Total pool (balanced) observations: 124
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8091.726	6.184464	1308.396	0.0000
EVA?	4.981962	0.033640	148.0968	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
_AALI--C	2748.684			
_ADHI--C	-7063.442			
_AKRA--C	-7191.921			
_AMFG--C	-7419.273			
_ANTM--C	-3120.222			
_APOL--C	-7621.608			
_ASII--C	20383.93			
_AUTO--C	-7243.019			
_BBCA--C	20314.50			
_BBNI--C	1467.205			
_BBRI--C	17216.14			
_BCIC--C	-7649.038			
_BDMN--C	14526.50			
_BLTA--C	-5876.675			
_BMRI--C	6966.511			
_BNGA--C	-3447.726			
_BNII--C	3727.449			
_BUMI--C	1373.162			
_CMNP--C	-6544.857			
_CTRS--C	-7711.208			
_DAVO--C	-6038.776			
_ELTY--C	-7368.555			
_EPMT--C	-7540.589			

_GGRM--C	2865.477
_HERO--C	-6656.960
_HMSP--C	15281.00
_INCO--C	-8853.524
_INDF--C	-637.4462
_INPC--C	-6869.250
_INTP--C	4858.533
_ISAT--C	13970.84
_JRPT--C	-6671.683
_KLBF--C	-1579.751
_LPBN--C	-2696.328
_LPKR--C	-4572.076
_LSIP--C	-4363.741
_MAPI--C	-7553.983
_MEDC--C	-4988.896
_MEGA--C	-6351.227
_MERK--C	-7806.905
_META--C	-7479.929
_MLBI--C	-7654.656
_MYOR--C	-7859.263
_NISP--C	-5494.140
_PGAS--C	27281.98
_PJAA--C	-7713.392
_PLIN--C	-6132.260
_PNBN--C	-3799.290
_PTBA--C	-825.7353
_RALS--C	-4369.446
_SCMA--C	-7695.830
_SMGR--C	934.2500
_SMRA--C	-6740.041
_TBLA--C	-7010.569
_TCID--C	-7811.275
_TINS--C	-7615.935
_TLKM--C	90816.07
_TSPC--C	-6819.315
_ULTJ--C	-7363.912
_UNSP--C	-7196.288
_UNTR--C	1935.991
_UNVR--C	24351.74

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.997603	Mean dependent var	47878.07
Adjusted R-squared	0.995167	S.D. dependent var	186738.8
S.E. of regression	8958.083	Sum squared resid	4.95E+09
F-statistic	409.4933	Durbin-Watson stat	3.936508
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.896514	Mean dependent var	8987.073
Sum squared resid	4.90E+09	Durbin-Watson stat	3.936508

Pada tabel 4.3 diatas ditunjukkan bahwa nilai *sum squared resid weighted* ($4.95E+09$) > *sum squared resid unweighted* ($4.90E+09$). Artinya, model ini tidak mengandung heteroskedastisitas. Hasil estimasi ini telah menjadi BLUE, menunjukkan hasil estimasi model persamaan ini menjadi lebih baik dengan memberikan nilai *probability* menjadi lebih kecil ($0,0000$) dan signifikan pada $\alpha = 1\%$, dengan asumsi tidak ada heteroskedastik dan tidak ada *cross sectional correlation*. Nilai R^2 atau koefisien determinasi sebesar $0,9976$ atau $99,76\%$ untuk *weighted statistics* artinya dengan menggunakan model tersebut variabel bebas (EVA) mampu menjelaskan terhadap variabel terikat (MVA).

4.4 Hasil Persamaan Regresi

Model persamaan regresi dari output adalah $MVA = a + b(EVA)$. Setelah model ini yang diestimasi menjadi BLUE, maka langkah selanjutnya adalah interpretasi terhadap persamaan regresi. Tampilan dari nilai koefisien variable hasil estimasi *fixed effect model* tersebut untuk keseluruhan perusahaan sample adalah EVA (variable penjelas) memiliki nilai koefisien sebesar 4.981962 , artinya jika EVA naik Rp 1, maka MVA akan meningkat sebesar Rp 4.981962 dengan asumsi *ceteris paribus*.

BAB 5

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Kinerja perusahaan dapat diukur dengan banyak cara, mulai dari pendekatan keuangan konvensional seperti analisis rasio sampai pada konsep yang dikenal dengan *economic value added* (EVA).

Konsep EVA itu sendiri berangkat dari perhitungan *cost of capital* ini. *Cost of capital* suatu perusahaan dapat didefinisikan sebagai suatu *rate* yang harus diperoleh dalam rangka memenuhi gabungan *rate of return* yang diharapkan investor perusahaan.

Perhitungan EVA ini dianggap cocok karena menyajikan ukuran yang mempertimbangkan harapan kreditur dan pemegang saham perusahaan atau pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan. Dengan demikian metode ini akan melihat dan menjawab bagaimana kinerja perusahaan yang sebenarnya.

Perhitungan EVA pada beberapa perusahaan yang dipilih menunjukkan nilai yang berbeda-beda. Untuk perusahaan yang menghasilkan nilai $EVA > 0$ atau EVA bernilai positif artinya manajemen telah berhasil menciptakan nilai tambah bagi perusahaan. Sedangkan nilai $EVA < 0$, maka berarti tidak memberikan nilai tambah kedalam perusahaan tersebut karena laba yang tersedia tidak dapat memenuhi harapan-harapan kreditur dan penyandang dana perusahaan.

Nilai perusahaan yang baik seharusnya bisa membawa dampak positif pada harga saham (*Market Value Added* – MVA). Namun, pada kenyataannya di Indonesia, kebanyakan emiten yang EVA-nya positif tidak berpengaruh besar terhadap animo beli investor. Sebab, acuan investor kita dititikberatkan pada dua hal yaitu *capital gain* dan dividen.

Pada hasil regresi yang telah penulis utarakan, bahwa EVA secara signifikan mempengaruhi harga saham (MVA) dan pengaruh yang diberikannya positif artinya setiap kenaikan Rp 1 nilai EVA, maka akan mengakibatkan peningkatan pada nilai MVA sebesar Rp 4.981962.

5.2 Saran

Dari awal, proses dan penyelesaian penelitian, tentunya banyak sekali kekurangan baik yang berhubungan dengan data yang digunakan dalam penelitian, proses estimasi dengan program Eviews v.6 dengan berbagai kelebihan dan kekurangan, pemilihan variabel maupun penggunaan model regresi. Beberapa kekurangan tersebut merupakan bahan pemikiran yang dapat dilakukan untuk memperbaiki penelitian ini, tentunya tidak seluruhnya saran yang dikemukakan pada bagian ini menjamin penelitian yang baik, namun kiranya dapat dijadikan dasar penelitian selanjutnya.

Penggunaan data series sebaiknya bisa lebih besar sehingga akan lebih merepresentasikan data sampel yang digunakan sesuai dengan fakta di lapangan mengenai pengaruh EVA terhadap harga saham (MVA).

Proses estimasi yang hanya menggunakan *fixed effect model* masih belum menjamin hasil estimasi yang baik, maka perlu dicoba dengan menggunakan pendekatan *error component model*, sehingga makin banyak alternatif untuk memilih metode yang paling layak, guna seluruh hasil penelitian yang dapat ditampilkan baik secara *cross section* maupun secara *series*.

Beberapa pendekatan variabel bebas dan variabel terikat masih dapat disempurnakan lagi. Penggunaan satu variabel bebas masih kurang untuk menjelaskan pengaruh terhadap harga saham (MVA). Sehingga perlu ditambahkan variabel bebas lainnya yang bisa menjelaskan perubahan harga saham (MVA).

DAFTAR REFERENSI

- Adriansyah. "Penggunaan Perhitungan EVA sebagai Alternative Pengukuran Kinerja PT. Asuransi Jasa Indonesia." *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2007.
- Berman, Jr. Harold & Thomas R. Dyckman. *Managerial Cost Accounting*. 2nd Ed. New York: Macmillan Publishing Co. Inc, 1996.
- Blocher, Edward J, Kung H. Chen & Thomas W. Lin, *Cost Management – A Strategic Emphasis*. USA: Irwin/McGraw Hill, 1999.
- Bodie, Kane & Marcuss. *Investment*. 6th Ed. New York: McGraw Hill, 2002.
- Budiman, Edward. Analisis fundamental untuk menentukan harga saham dengan menggunakan pendekatan model EVA pada PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2003.
- Cahyantoro, Hully. "Strategi Pembentukan Portofolio Optimum dengan Markowitz dan dengan Menggunakan Nilai EVA/MVA sebagai Kriteria Pemilihan Saham." *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2006.
- Candra, Jany. "Penggunaan EVA dalam Menilai Kinerja Cabang PT. SAR." *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2001.
- Damodaran, Aswath. *Applied Corporate Finance: A user's Manual*. New York: John Wiley & Sons Inc, 1999.
- Djawahir, Kusnan M. *Saatnya Mengejar The True Economic*, SWA 20/XVII/4-17 Oktober 2001.
- Dwinugraha, D. Guntara. "Penerapan Konsep EVA dalam Menilai Kinerja Perusahaan PT. Plaza Indonesia Reality Tbk." *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2006.
- Faisal, Andina Mellanie. "Korelasi antara Pengukuran Kinerja Perusahaan dengan Metode ROI dan EVA terhadap MVA: Studi Kasus Perusahaan-perusahaan dalam Industry Food & Beverages Periode 2000-2001." *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2005.

- Hansenm Don R. & Maryanne M. Mowen. *Management Accounting*. 6th Ed. New York: South Western Publishing Co, 2002.
- Harinurdi. "Penerapan EVA/EBO Model untuk Penilaian Perusahaan." *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2002.
- Hendaryati. "Analisis Korelasi EVA dengan Harga Saham: Kasus Saham-saham Industri Farmasi. *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 1999.
- Hidayat, Arya Suryawan. "Analisis Fundamental untuk Menentukan Harga Saham dengan Menggunakan Metode EVA pada PT. Matahari Putra Prima Tbk." *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2005.
- Hidayat, Taufik. "Perbandingan Pengaruh EVA dan Pengukuran Kinerja Lainnya terhadap Imbal Hasil Saham di Indonesia. *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2005.
- Hidayat, Taufik & A. Mohammad B.S. "Bagaimana Mereka Unggul Mencetak EVA." *Publication*, 2006.
- Keown, Arthur J. et. al. *Basic Financial Management*. 8th Ed. USA: Prentice-Hall Inc, 2006.
- Krisdjoko, Rahmawati. "Analisis Penentuan Nilai Intrinsik PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. dengan Pendekatan Konsep EVA. *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2006.
- Laksmiana, Gatot Indra. "Penerapan Konsep EVA sebagai Alternative Penilaian Kinerja Perum Pegadaian." *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2007.
- Lammy, Ray. "Analisis Harga Saham PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. pada Saat Diakuisisi oleh PT. Philip Morris Indonesia dengan Menggunakan Metode FCF to Euity, FCF to the firm, dan EVA." *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2006.
- Novita, Ratna. "Metode EVA atas Perusahaan Berbasis Internet (Perusahaan Dotcom) – Studi Kasus tentang Myoh Dotcom Indonesia Tbk." *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2002.

- Pilia, Hardiyanto. "Analisis Fundamental untuk Menentukan Harga Saham dengan Menggunakan Metode EVA pada PT. Indofarma Tbk. *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2002.
- Pratt, Jamie. *Financial Accounting – in an Economic Context*. Ohio: South-Western College Publishing, 2000.
- Puri, Erika Ayu Cempaka. "Korelasi EVA, ROA dan ROE terhadap Tingkat Pengembalian Saham pada Saham Perusahaan LQ45 Penelitian Empiris di BEJ periode 2002-2004. *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2005.
- Reagan. "Korelasi ROI dan EVA terhadap MVA dalam Penilaian Kinerja Perusahaan: Studi Kasus Perusahaan dalam Industri Perdagangan Eceran Periode 2000-2004." *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2005.
- R, Aditya Arisna. "Pengukuran Kinerja Perusahaan dengan Metode ROE, EVA, REVA serta Hubungannya dengan Return dan Abnormal Return. *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2002.
- Sentanu, Haryo. "Analisis Kebijakan Umum Manajemen PT. XYZ terhadap Hasil Pencapaian dan Penciptaan Nilai Perusahaan berdasarkan Metode EVA." *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2005.
- Sirait, Bongat. "Analisis Kinerja Keuangan Menggunakan EVA dan Analisis Dupont pada PT. BNI (Persero) Tbk dan PT. BCA Tbk." *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2007.
- Stern, Joel M., John S. Shiely & Irwin Ross. *The EVA Challenge – Implementing Value Added Change in an Organization*. New York: John Wiley & Sons Inc, 2001.
- Stewart, G. Bennet. *The Economic Value Added: The Quest for Value, A Guide for Senior Managers*. Harper Collins, 1993.
- Sudjandi, Peggy. "Analisis Kinerja Keuangan pada PT. Bank Mandiri (Persero) Tbk, dengan Menggunakan Pendekatan Analisis Rasio dan EVA." *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2005.
- Sugiartini, Tita Dewi. "Analisis Penilaian Kinerja dengan Menggunakan ROI, EVA, dan MVA pada Industri Farmasi (Periode 2003-2005). *Karya Akhir*

Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta, 2007.

Sumantri, Firman. Penerapan Konsep EVA dalam Mengukur Kinerja Manajemen PT. Indosat . *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta, 2000.*

Sutrisno. “Analisis Kinerja PT. Indosat & PT. Telkom dengan Menggunakan Metode ROI, EVA dan MVA Periode 2000-2005.” *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta, 2007.*

SWA, No. 23/XX/7 – 24 November 2004. *SWA 100 Best EVA.*

SWA, No. 25/XXII/30 November – 10 Desember 2006. *Value Creator 2006.*

SWA, No. 26/XIII/6 – 19 Desember 2007. *SWA100 Indonesia’s Best Wealth Creator 2007*

Trischler, William E. *Understanding and Applying Value-Added Assessment, Eliminating Business Process Waste.* Milwaukee, Wisconsin: ASQC Quality Press, 1996.

Utomo, Lisa Linawati. “Economic Value Added sebagai Ukuran Keberhasilan Kinerja Manajemen Perusahaan.” *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 1(1):28-41. 1999.

W., Gatot *EVA/NITAMI: Suatu Terobosan Baru dalam Pengukuran Kinerja Perusahaan.* Usahawan Vol. 12, Desember 1993.

Winarno, Wing Wahyu. *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan EViews.* Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN, 2007.

Wirawan, Yanindya Bayu. “Perbandingan Penggunaan Metode Return of Equity, Economic Value Added dan Cash Value Added dalam Menilai Kinerja Keuangan Perusahaan.” *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta, 1998.*

Weston, J. Fred & E. F. Brigham, *Essential of Managerial Finance*, 9th ed, 1990.

Wulansari, Lisa. “Analisis Pengukuran Kinerja dengan Metode EVA: Studi Kasus PT. Excelcomindo Pratama Tbk Periode Tahun 2002-2006.” *Karya Akhir Program Studi Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta, 2008.*

Young, S. David & Stephen F. O’Byrne. *EVA and Value Based Management – A Practical Guide to Implementation.* New York: Mc Graw Hill, 2001.