

**ANALISIS PENGARUH *RETURN ON EQUITY* (ROE),  
*ECONOMIC VALUE ADDED* (EVA),  
DAN *MARKET VALUE ADDED* (MVA)  
TERHADAP *RETURN SAHAM* PADA INDUSTRI PERKEBUNAN  
(STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN INDUSTRI PERKEBUNAN  
YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA 2003-2008)**

**TESIS**

**AFIF YULIUS  
0806434145**



**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI  
JAKARTA  
DESEMBER 2009**

**ANALISIS PENGARUH *RETURN ON EQUITY* (ROE),  
*ECONOMIC VALUE ADDED* (EVA),  
DAN *MARKET VALUE ADDED* (MVA)  
TERHADAP *RETURN SAHAM* PADA INDUSTRI PERKEBUNAN  
(STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN INDUSTRI PERKEBUNAN  
YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA 2003-2008)**

**TESIS**

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

**AFIF YULIUS  
0806434145**




**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI  
JAKARTA  
DESEMBER 2009**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Afif Yulius

NPM : 0806434145

Tanda Tangan : 

Tanggal : 23 Desember 2009

## HALAMAN PENGESAHAN

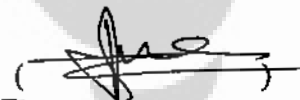
Tesis ini diajukan oleh

Nama : Afif Yulius  
NPM : 0806434145  
Program Studi : Magister Akuntansi  
Judul Tesis : Analisis Pengaruh *Return on Equity (ROE)*,  
*Economic Value Added (EVA)*, dan *Market Value  
Added (MVA)* Terhadap Return Saham Pada  
Perusahaan Perkebunan Penelitian Empiris di BEI  
2003-2008

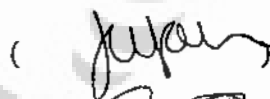
Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Akuntansi pada Program Studi Magister Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

## DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Teddy Fardiansyah, MM., FRM



Penguji : Prof. Sidharta Utama, Ph.D., CFA




Penguji : Dr. Chaerul D. Djakman



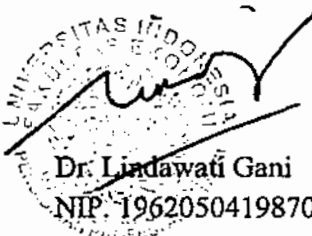
Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 29 Desember 2009

Mengetahui,  
Ketua Program



Dr. Lindawati Gani  
NIP. 196205041987012001



## KATA PENGANTAR

Segala puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT yang telah memberikan rahmatnya sehingga penulis bisa menyelesaikan karya akhir ini tepat pada waktunya. Karya tulis ini merupakan bagian akhir dari serangkaian tugas yang harus diselesaikan dan merupakan salah satu syarat dalam memperoleh gelar Magister Akuntansi.

Pada kesempatan ini pula penulis menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar besarnya kepada semua pihak yang telah membantu baik moril maupun materil hingga selesainya penulisan karya akhir ini. Secara khusus ucapan terima kasih ini penulis sampaikan kepada :

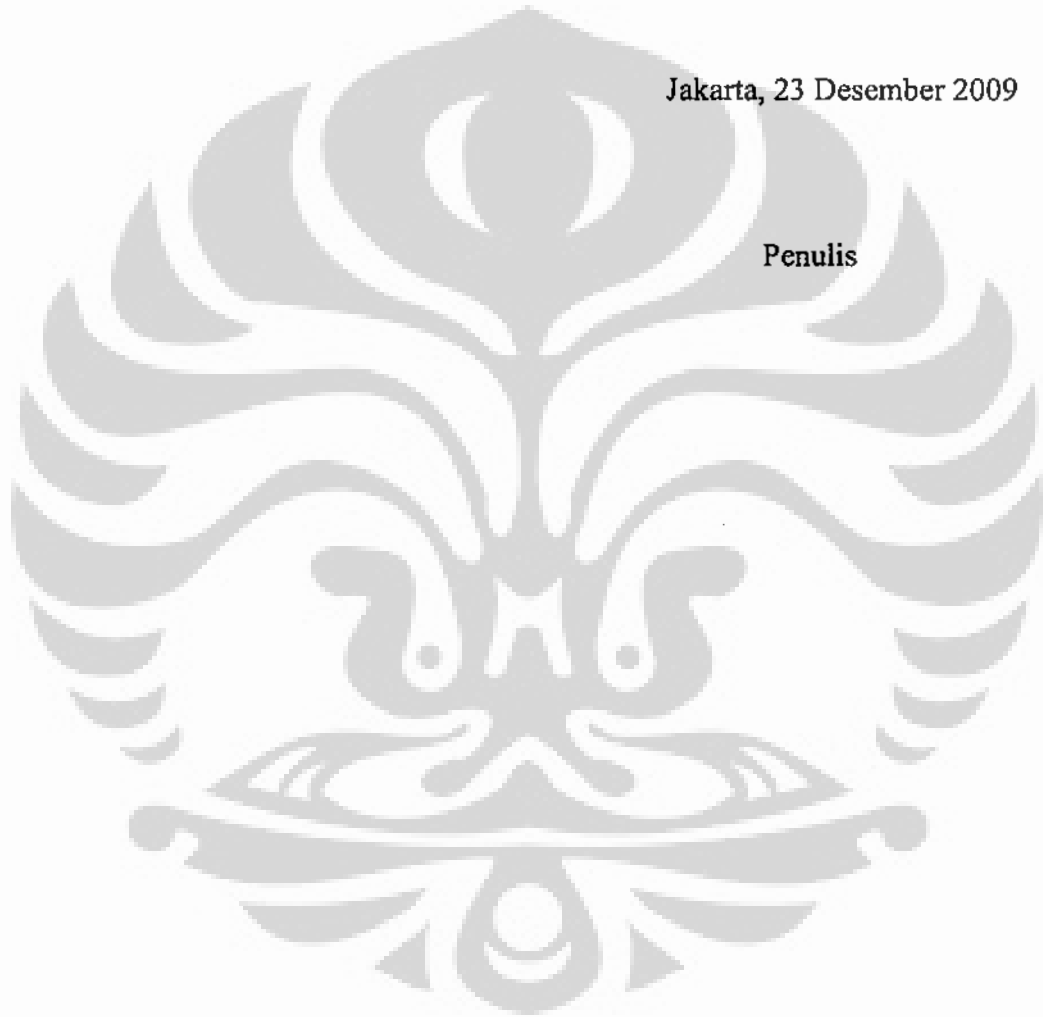
1. Ibu Dr. Lindawati Gani selaku Ketua Program Magister Akuntansi Universitas Indonesia.
2. Bapak Teddy Fardiansyah, MM., FRM sebagai dosen pembimbing yang dengan segala kesibukannya masih berkenan untuk memberikan waktunya yang berharga guna memberikan bimbingan kepada penulis untuk menyelesaikan tugas akhir ini.
3. Bapak Prof. Siddharta Utama, Ph.D., CFA dan Bapak Dr. Chaerul D. Djakman selaku dosen penguji karya akhir yang telah memberikan semangat, kritik dan saran yang sangat bermanfaat bagi penulis.
4. Bapak dan Ibu Dosen serta seluruh staff Magister Akuntansi Universitas Indonesia yang tidak dapat disebut satu persatu.
5. Kedua orangtua, Papa dan Mama atas doanya yang tidak pernah berkurang sedikitpun, yang telah banyak memberikan dukungan baik secara moril maupun finansial kepada penulis.
6. Teman-teman seperjuangan yang sama-sama melewati suka maupun duka dalam menyelesaikan tugas akhir ini.
7. Kepada semua sahabatku di Magister Akuntansi Universitas Indonesia yang telah

banyak membantu dalam menyelesaikan karya akhir ini.

“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, 23 Desember 2009

Penulis



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

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

Nama : Afif Yulius  
NPM : 0806434145  
Program Studi : Magister 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:

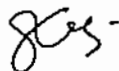
"ANALISIS PENGARUH *RETURN ON EQUITY* (ROE), *ECONOMIC VALUE ADDED* (EVA), DAN *MARKET VALUE ADDED* (MVA) TERHADAP *RETURN SAHAM* PADA SAHAM PERKEBUNAN PENELITIAN EMPIRIS DI BEI 2003-2008".

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 : Jakarta  
Pada Tanggal : 23 Desember 2009

Yang Menyatakan



Afif Yulius

## ABSTRACT

Name : Afif Yulius  
Study Program : Magister Accounting  
Title : Analysis Of The Influence Of The ROE, EVA, and MVA  
Against Stock Returns on Plantations Industry (Empirical  
Research) in IDX 2003-2008

Company's financial performance information is important enough to be known by the company concern and the parties who need such as potential investors. Investors need information to the company's financial performance benefits in decision making to determine the profitable stock investment. Return is an expected rate of return for investors who invested funds in the form of dividends or capital gains when investors off shares in the market. To obtain information of good financial performance, it is the company's financial ratio analysis. Financial ratio analysis is an analytical instrument company achievement that describe the various relationships and financial indicators are intended to indicate a change in circumstances or achievements financial operations in the past and helps illustrate the trend pattern of these changes, and then show the risks and opportunities inherent in the company concerned. This study aims to test the influence of Return on Equity (ROE), Economic Value Added (EVA), and Market Value Added (MVA) against the return of shares in companies listed on the Stock Exchange in the period 2003-2008. Sampling is purposive sampling method and the testing carried out by multiple regression analysis. From the analysis several conclusions can be drawn that is based on the results of multiple regression testing found that the partially Economic Value Added (EVA) does not have a significant impact on stock returns. While Return on Equity (ROE), Market Value Added (MVA) has a significant impact on stock returns. Together the five variables have a significant impact on stock returns.

Keywords:

Financial Performance, ROE, EVA, MVA, Stock Return



## ABSTRAK

Nama : Afif Yulius  
Program Studi : Magister Akuntansi  
Judul : Analisis Pengaruh *Return on Equity* (ROE), *Economic Value Added* (EVA), dan *Market Value Added* (MVA) terhadap *Return Saham* Pada Industri Perkebunan Penelitian Empiris di BEI 2003-2008

Informasi kinerja keuangan perusahaan merupakan hal yang cukup penting untuk diketahui oleh perusahaan yang bersangkutan dan pihak-pihak yang membutuhkannya seperti calon investor. Investor membutuhkan informasi kinerja keuangan perusahaan untuk mendapatkan manfaat dalam pengambilan keputusan untuk menentukan investasi saham yang menguntungkan. *Return* merupakan suatu tingkat pengembalian yang diharapkan investor atas dana yang diinvestasikannya yang berupa dividen atau *capital gain* tatkala investor melepas sahamnya di pasar. Untuk mendapatkan informasi kinerja keuangan yang baik, maka dilakukan analisa rasio keuangan perusahaan. Analisis rasio keuangan merupakan instrumen analisis prestasi perusahaan yang menjelaskan berbagai hubungan dan indikator keuangan yang ditujukan untuk menunjukkan perubahan dalam kondisi keuangan atau prestasi operasi di masa lalu dan membantu menggambarkan *trend* pola perubahan tersebut, untuk kemudian menunjukkan risiko dan peluang yang melekat pada perusahaan yang bersangkutan. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *Return on Equity* (ROE), *Economic Value Added* (EVA), dan *Market Value Added* (MVA) terhadap *return* saham pada perusahaan perkebunan yang terdaftar di BEI dalam kurun waktu tahun 2003-2008. Pengambilan sampel dengan metode *purposive sampling* dan pengujian dilakukan dengan analisis regresi berganda. Dari hasil analisis dapat ditarik beberapa kesimpulan yaitu berdasarkan hasil pengujian regresi berganda ditemukan bahwa secara parsial *Economic Value Added* (EVA) tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Sedangkan *Return on Equity* (ROE), *Market Value Added* (MVA) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Secara bersama-sama kelima variabel mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

Kata kunci:

Penilaian kinerja, ROE, EVA, MVA, Return saham

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
LEMBAR PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	v
ABSTRAK.....	vi
DAFTAR ISI.....	vii
DAFTAR TABEL.....	ix
DAFTAR GAMBAR.....	x
DAFTAR GRAFIK.....	xi
DAFTAR LAMPIRAN.....	xii
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	<b>1</b>
1.1. Latar Belakang Masalah .....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	6
1.3. Tujuan Penelitian.....	6
1.4. Metodologi Penelitian.....	7
1.5. Sistematika Penulisan.....	7
<b>BAB II LANDASAN TEORI</b>	<b>9</b>
2.1. Pengertian Pasar Modal.....	9
2.2. Pengertian Investasi.....	10
2.3. Pengertian Laporan Keuangan.....	11
2.4. Metode Penilaian Perusahaan.....	12
2.5. Analisis Rasio Keuangan.....	13
2.6. <i>Return on Equity</i> (ROE).....	14
2.7. <i>Economic Value Added</i> (EVA).....	14
2.7.1. Kelebihan EVA.....	17
2.7.2. Kelemahan EVA.....	18
2.7.3. <i>Net Operating After Tax</i> (NOPAT).....	19
2.7.4. Penyesuaian Akuntansi dalam EVA.....	20
2.7.5. Biaya Modal ( <i>Cost of Capital</i> ).....	24
2.7.6. Biaya Hutang ( <i>Cost of Debt</i> ).....	25
2.7.7. Biaya Ekuitas ( <i>Cost of Equity</i> ).....	26
2.7.8. <i>Invested Capital</i> .....	28
2.8. <i>Market Value Added</i> (MVA).....	28
2.9. Hubungan EVA dengan MVA.....	29
2.10. Hubungan EVA dan MVA dengan <i>Return Saham</i> .....	29

2.11. <i>Return</i> Saham.....	30
2.12. Kajian Teoritis dan Hipotesis.....	32
2.12.1 Kajian Teoritis.....	32
2.12.2 Hipotesis.....	33
<b>BAB III METODE PENELITIAN</b> .....	<b>35</b>
3.1. Objek Penelitian.....	35
3.2. Data dan Sumber Data.....	36
3.3. Pengolahan Data.....	37
3.4. Analisis ROE.....	37
3.5. Analisis EVA.....	38
3.5.1. Menghitung Biaya Hutang (Kd).....	38
3.5.2. Menghitung Biaya Modal Sendiri (ke).....	38
3.5.3. Menghitung Struktur Modal Perusahaan.....	39
3.5.4. Menghitung Biaya Modal Rata-rata Tertimbang.....	39
3.5.5. Menghitung NOPAT.....	39
3.6. Analisis MVA.....	41
3.7. Menghitung <i>Return</i> Saham.....	41
3.8. Pengujian Statistik.....	42
3.8.1. Koefisien Determinasi ( $r^2$ ).....	42
3.8.2. Uji Statistik t.....	42
3.8.3. Uji Statistik F.....	43
3.8.4. Uji Normalitas.....	43
3.8.5. Uji Multikolinearitas.....	43
3.8.5. Uji Heteroskedastisitas.....	45
3.8.6. Uji Autokorelasi.....	45
3.9. Alur Penelitian.....	47
<b>BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN</b> .....	<b>49</b>
4.1. Analisis Pengukuran Kinerja Keuangan Perusahaan Sektor Perkebunan... ..	49
4.1.1. Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Berdasarkan Metode ROE.....	49
4.1.2. Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Berdasarkan Metode EVA.....	51
4.1.3. Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Berdasarkan Metode MVA.....	54
4.2. Uji Statistik.....	56
4.2.1. Statistik Deskriptif.....	56
4.3. Pengujian Hipotesis.....	57
4.3.1 Uji Koefisien Regresi Parsial.....	59
4.3.2 Uji Koefisien Regresi Berganda (Uji F).....	63
4.4. Uji Asumsi Klasik.....	64
4.4.1. Uji Normalitas.....	64
4.4.2. Uji Multikolinearitas.....	65

4.4.3. Uji Heteroskedastisitas.....	65
4.4.4. Uji Autokorelasi.....	66
4.5. Kesimpulan Hasil Penelitian.....	67
<b>BAB V KESIMPULAN DAN SARAN-SARAN</b>	<b>69</b>
5.1. Kesimpulan.....	69
5.2. Saran-Saran.....	70
5.3. Keterbatasan Penelitian.....	71
Daftar Pustaka.....	72



## DAFTAR TABEL

TABEL 2.1 Tabel Penyesuaian dalam EVA.....	24
TABEL 3.1 Perusahaan- Perusahaan Sampel.....	36
TABEL 4.1 Perbandingan Nilai <i>Return on Equity</i> (ROE).....	49
TABEL 4.2 Perbandingan Nilai <i>Economic Value Added</i> (EVA).....	52
TABEL 4.3 Perbandingan Nilai <i>Market Value Added</i> (MVA).....	55
TABEL 4.4 Statistik Deskriptif Perusahaan Sektor Perkebunan.....	57
TABEL 4.5 Uji Regresi ROE, EVA, dan MVA terhadap Return Saham.....	58
TABEL 4.6 Uji Coefficient ROE, EVA, dan MVA terhadap Return Saham...	59
TABEL 4.7 Hasil Uji Anova/ F.....	63

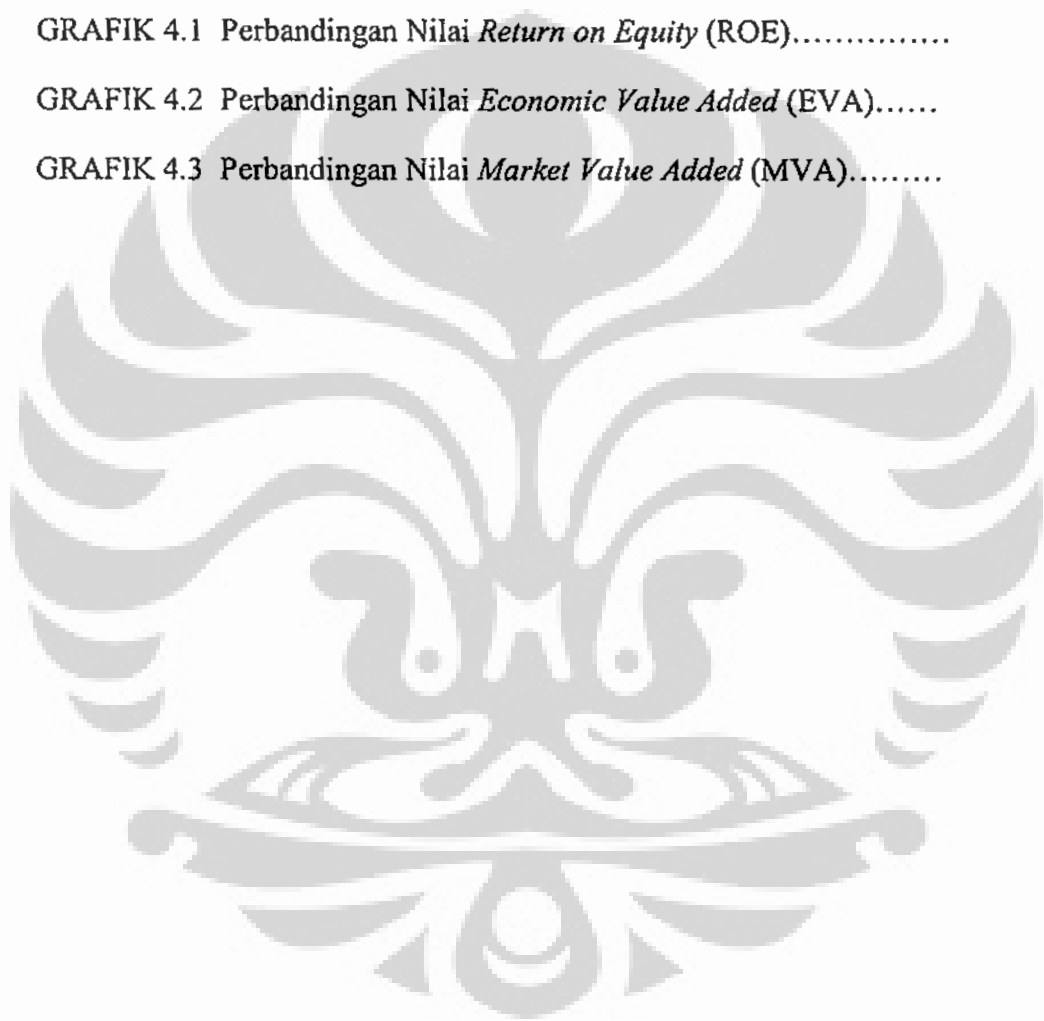
## DAFTAR GAMBAR

GAMBAR 4.1 Hasil Uji Normalitas.....	64
GAMBAR 4.2 Hasil Uji Heteroskedastisitas.....	66



## DAFTAR GRAFIK

GRAFIK 4.1 Perbandingan Nilai <i>Return on Equity</i> (ROE).....	51
GRAFIK 4.2 Perbandingan Nilai <i>Economic Value Added</i> (EVA).....	53
GRAFIK 4.3 Perbandingan Nilai <i>Market Value Added</i> (MVA).....	56



## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Perhitungan ROE, EVA, dan MVA Astra Agro Lestari, Tbk
- Lampiran 2 Perhitungan ROE, EVA, dan MVA Bakrie Sumatera Plantations, Tbk
- Lampiran 3 Perhitungan ROE, EVA, dan MVA PP. London Sumatera, Tbk
- Lampiran 4 Perhitungan ROE, EVA, dan MVA Tunas Baru Lampung, Tbk
- Lampiran 5 Perhitungan ROE, EVA, dan MVA Sinar Mas Agro, Tbk





## BAB I PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Pengembangan perusahaan dalam upaya untuk mengantisipasi persaingan yang semakin tajam dalam pasar yang semakin global seperti sekarang ini akan selalu dilakukan baik perusahaan besar maupun perusahaan kecil. Perkembangan dunia bisnis yang pesat menjadikan suatu perusahaan terus bersaing secara kompetitif untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya. Dengan kondisi tersebut agar tujuan perusahaan tercapai, berbagai macam masalah yang timbul harus dihadapi dan disertai dengan solusi pengambilan keputusan yang selektif.

Kesuksesan suatu perusahaan dalam mempertahankan eksistensinya tidak luput dari peran manajer keuangan yang telah dilakukan. Para manajer keuangan tersebut memiliki tugas utama dalam merencanakan pengadaan dan penggunaan dana guna memaksimalkan nilai perusahaan, dengan kata lain menentukan sumber dan penggunaan dana dari berbagai alternatif yang tersedia. Secara normatif, tujuan keputusan keuangan yang dilakukan adalah meningkatkan kemakmuran pemilik perusahaan yang ditujukan dengan meningkatnya nilai perusahaan atau harga saham bagi perusahaan yang telah *go public*.

Menurut Mc Donald (1996), perusahaan yang baik selalu berkonsentrasi pada penciptaan *adding value* bagi perusahaannya. Kendala yang muncul kemudian adalah bahwa mengukur nilai tambah bukan merupakan suatu hal yang mudah. Selama *Economic booming* setelah PD II, beberapa perusahaan yang telah berpengalaman memfokuskan perhatian mereka pada diskonto arus kas (*internal rate of return* dan *net present value*) sebagai alat analisis mereka dalam menilai kinerja perusahaan. Kemudian berkembang alat analisis baru seperti ROE (*Return on Equity*).

Selanjutnya oleh Utama (1997) dikatakan, walaupun terjadi peningkatan dalam penggunaan ROE dalam menilai kinerja perusahaan, para manajer tetap menyadari adanya kelemahan pada pengukur akuntansi tradisional. Hal ini disebabkan pengukur akuntansi tradisional sebagai pengukur penciptaan nilai mengabaikan adanya biaya modal. Dengan demikian sulit untuk mengetahui apakah suatu perusahaan telah menciptakan nilai tambah bagi pemegang sahamnya.

Menyadari bahwa pengukur akuntansi tradisional dapat memberikan kesimpulan yang misleading, Joel M Stern dan G Bannet Stewart III dari dan Stern Stewart & Co. of New York City menciptakan alat pengukuran baru yang disebut *Economic Value Added (EVA)* dan *Market Value Added (MVA)*. EVA dan MVA membuat para manajer untuk memfokuskan perhatian pada kegiatan yang menciptakan nilai dan memungkinkan mereka untuk mengevaluasi kriteria memaksimalkan nilai perusahaan. EVA dan MVA juga telah banyak diterapkan di berbagai perusahaan seperti Coca Cola, General Elektrik Merck, Philip Morris, Microsoft, dan lain-lain.

Menurut Gapenski (1996), jika kinerja manajemen baik atau efektif (dilihat dari nilai tambah yang diberikan), maka akan tercermin dalam harga saham perusahaan. Oleh sebab itu apabila hasil dari pengukuran EVA dan MVA positif, berarti ada nilai tambah bagi perusahaan, dan biasanya akan direspon oleh meningkatnya harga saham perusahaan sehingga tingkat pengembalian saham (*stock return*) akan mengalami peningkatan atau perusahaan berhasil menciptakan nilai tambah perusahaan bagi investor. Dan sebaliknya jika EVA dan MVA negatif berarti perusahaan mengalami penurunan kinerja yang biasanya akan direspon dengan penurunan harga saham perusahaan sehingga tingkat pengembalian saham (*stock return*) akan mengalami penurunan atau nilai perusahaan berkurang karena tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah dari yang diharapkan investor. Dengan demikian nilai EVA dan MVA yang positif diharapkan akan memberikan pengaruh yang positif juga terhadap kenaikan tingkat pengembalian saham (*stock return*) tersebut.

Secara teoritis dikatakan bahwa EVA berhubungan secara langsung pada nilai pasar intrinsik perusahaan. Jika nilai EVA diproyeksikan dan di *discount* ke dalam *present value* maka hasilnya adalah MVA, karena MVA adalah ukuran kumulatif kinerja perusahaan yang memperlihatkan penilaian pasar modal pada suatu waktu tertentu dari nilai EVA di masa mendatang atau absolut antara nilai pasar saham perusahaan dengan modal yang diinvestasikan.

Dengan mengetahui EVA dan MVA yang merupakan pengukuran kinerja perusahaan yang berfokus pada nilai perusahaan, dapat membantu manajemen untuk mengetahui berapa *-the true cost of capital* dari bisnisnya sehingga tingkat pengembalian bersih dari modal, hal yang sesungguhnya menjadi perhatian investor bisa diperlihatkan secara jelas dan berapa jumlah sebenarnya dari modal yang diinvestasikan ke dalam bisnis. Dengan demikian tujuan manajemen untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui maksimisasi nilai perusahaan yang dapat dicapai. Nilai perusahaan yang tercipta ini akan mempengaruhi respons masyarakat yang dicerminkan dari naik atau turunnya harga saham.

Harga pasar saham adalah *market clearing prices* yang ditentukan berdasarkan kekuatan permintaan dan penawaran. Harga pasar saham memberikan ukuran yang objektif tentang nilai investasi pada sebuah perusahaan. Oleh karenanya, harga saham memberikan indikasi pembahan harapan pemodal sebagai akibat perubahan kinerja keuangan perusahaan yang bersangkutan.

Harga saham yang tersedia dibayar oleh investor mencerminkan arus kas bersih yang diharapkan setelah mempertimbangkan waktu dan resiko investasi. Nilai sebuah saham terkait erat dengan perkiraan prestasi perusahaan di masa depan. Kinerja keuangan dapat di gunakan sebagai input untuk membayar *return* (tingkat pengembalian) yang mungkin diperoleh sebagai akibat investasi pada saham

Konsep EVA dan MVA merupakan pendekatan untuk menilai kinerja perusahaan. Tidak seperti ukuran kinerja perusahaan konvensional yang memerlukan analisis perbandingan dengan perusahaan pada industri yang sejenis,

sedangkan EVA dan MVA dapat berdiri sendiri. Metode EVA dan MVA yang berhasil diciptakan perusahaan adalah faktor yang paling relevan dalam pembentukan nilai perusahaan yang akhirnya akan berpengaruh pada *return* saham.

Metode ROE, EVA, dan MVA bisa digunakan untuk berbagai macam perusahaan, tidak terkecuali untuk PT. Astra Agro Lestari, PT. Bakrie Sumatera Plantation, PT. Tunas Baru Lampung, PP London Sumatera, dan PT. Sinar Mas Agro. Kelima perusahaan tersebut tergolong kedalam industri perkebunan, dimana pada saat sekarang ini sektor perkebunan telah menjadi sumber penghasil devisa bagi Indonesia dengan kelapa sawit sebagai andalannya. Produksi minyak sawit Indonesia di tahun 2007 melebihi sekitar 1 juta ton bila dibandingkan Malaysia, namun secara fundamental agroindustri Indonesia masih dibawah Malaysia karena produktivitas yang lebih rendah. Dari segi ekspor sektor ini telah memberikan kontribusi sebesar US\$ 12.04 miliar di tahun 2006 dan merupakan sektor yang menyerap tenaga kerja terbanyak

Di Indonesia areal perkebunan masih dikuasai oleh rakyat yaitu sekitar 13,82 juta Ha atau 76,13% dari seluruh areal perkebunan, sedangkan perusahaan swasta menguasai 3,36 juta Ha atau sekitar 17,87% dan perusahaan BUMN sebesar 1.09 juta Ha atau 6%. Dari sisi produksi perkebunan rakyat menghasilkan 14.06 juta ton atau 54,87% dari total produksi perkebunan sedang perkebunan swasta menghasilkan 8,47 juta ton atau 33,03% dan perkebunan Negara menghasilkan 3,1 juta ton atau 12,11%.

Pada saat ini industri perkebunan kelapa sawit merupakan suatu bisnis yang 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 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.

Dalam beberapa tahun belakangan ini harga CPO dunia mengalami lonjakan harga yang cukup pesat. Pada awal 2000 harga CPO dunia masih berada pada kisaran 300 US\$ per ton (CIF Rotterdam) yang terus berfluktuasi dari 200 US\$ hingga 400 US\$ per ton, namun semenjak awal 2007 kenaikan harga yang cukup signifikan terus terjadi hingga menembus angka 600 US\$ per ton dan puncaknya pada akhir tahun 2007 dimana harga CPO pada saat itu mencapai 995 US\$ per ton. Kenaikan harga CPO dunia dari tahun 2006 ke tahun 2007 sebesar 37,5% dengan harga tertinggi sebesar 995 US\$ per ton pada harga Rotterdam. Di tahun 2009 harga kelapa sawit cenderung stabil di kisaran US\$ 400-600 per ton. Titik tertinggi adalah pada bulan Maret 2008 yaitu sekitar US\$ 1.260 per ton dan kemudian turun secara drastis di kuartal keempat 2008 karena adanya krisis global. Dengan adanya pertumbuhan permintaan yang terus meningkat maka akan meningkatkan harga jual CPO di kisaran US\$ 600-700 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.

## 1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, maka masalah yang dapat dirumuskan dalam penelitian tesis ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana kinerja keuangan perusahaan yang tergolong dalam sektor perkebunan berdasarkan metode penilaian kinerja *Return on Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)*, dan *Market Value Added (MVA)* tahun 2003-2008?
2. Apakah terdapat pengaruh dari *Return On Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)*, dan *Market Value Added (MVA)* secara individu terhadap *return* saham perusahaan perkebunan di BEI tahun 2003-2008?
3. Apakah terdapat pengaruh dari *Return On Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)*, dan *Market Value Added (MVA)* secara bersama terhadap *return* saham perusahaan perkebunan di BEI tahun 2003-2008?

## 1.3. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan permasalahan yang telah diuraikan sebelumnya, penelitian ini Penelitian ini bertujuan untuk:

1. Mengetahui kinerja keuangan perusahaan yang tergolong dalam sektor perkebunan berdasarkan metode penilaian kinerja *Return on Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)*, dan *Market Value Added (MVA)* tahun 2003-2008.
2. Mengetahui ada tidaknya pengaruh dari *Return on Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)*, *Market Value Added (MVA)* secara individu terhadap *return* saham perusahaan perkebunan di BEI tahun 2003-2008.
3. Mengetahui ada tidaknya pengaruh *Return on Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)* dan *Market Value Added (MVA)* secara bersama terhadap *return* saham perbankan di BEI tahun 2003-2008.

Untuk meneliti hubungan antara return saham dan variabel-variabel yang disebutkan di atas, penulis akan menggunakan analisis *multiple regression*. Rasio-rasio keuangan dijadikan variabel dependen. Kemudian mereka dijalankan dengan menggunakan *software* statistic SPSS versi 11.5.

#### 1.4. Metodologi Penelitian

Penelitian ini bersifat uji hipotesis dan metode statistik yang digunakan adalah regresi linear berganda (*multiple regression method*). Data bersifat sekunder dan diperoleh dengan studi kepustakaan baik melalui literature tertulis maupun elektronik seperti *internet*, *JSX Statistics*, dan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*.

Teknik pengumpulan data sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling method*. Periode observasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah data historis dari tahun 2003-2008. Perusahaan yang dijadikan objek dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang tergolong dalam sektor perkebunan yang datanya tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI).

#### 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, pembatasan masalah serta rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, serta sistematika penulisan.

## BAB II: TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini berisi teori-teori yang digunakan sebagai dasar pembahasan dan penulisan meliputi *Return on Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)*, *Market Value Added (MVA)* dan Return Saham.

## BAB III: METODE PENELITIAN

Bab ini memaparkan metodologi penelitian yang berisi tentang objek penelitian, metode penelitian, jenis dan metode yang digunakan, pemilihan sample, definisi operasional variable, sumber data, pengumpulan data, dan analisis data.

## BAB IV: ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bagian pembahasan yang terdiri dari analisis *Return on Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)*, *Market Value Added (MVA)*, return saham dan uji hipotesis.

## BAB V: KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini akan memaparkan kesimpulan hasil penelitian, keterbatasan dan implikasinya serta saran untuk penelitian selanjutnya.



## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### 2.1 Pengertian Pasar Modal

Pasar modal merupakan pasar dari berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjualkan. Di samping pasar modal merupakan salah satu perantara untuk menyalurkan pihak-pihak yang kelebihan dana (unit surplus) kepada pihak-pihak yang membutuhkan dana (unit defisit). Bagi unit surplus (investor), kegiatan tersebut merupakan investasi yang bertujuan untuk meningkatkan kekayaan dirinya. Salah satu kegiatan investasi tersebut adalah membeli sekuritas dari perusahaan *go-public*, sebagai tanda penyertaan modal yang disetor.

Menurut Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal mendefinisikan pasar modal sebagai “kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek”.

Pasar Modal memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi, yaitu pertama sebagai sarana bagi pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (investor). Dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja dan lain-lain, kedua pasar modal menjadi sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen keuangan seperti saham, obligasi, reksa dana, dan lain-lain. Dengan demikian, masyarakat dapat menempatkan dana yang dimilikinya sesuai dengan karakteristik keuntungan dan risiko masing-masing instrumen.

## 2.2 Pengertian Investasi

Dalam masyarakat seringkali kita mendengar istilah investasi, yang sering diartikan mengorbankan sesuatu di masa sekarang untuk mendapatkan sesuatu di masa depan. Definisi investasi menurut Eduardus (2001; 3) adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan dimasa yang akan datang.

Sedangkan menurut AH Manurung (2006) mendefinisikan investasi sebagai konsumsi yang ditunda sementara waktu dan akan dikonsumsi lebih besar dimasa mendatang. Artinya, satu pihak baik perorangan maupun lembaga akan menunda konsumsinya dengan membeli instrumen investasi kemudian menjual instrumen investasi tersebut dengan harapan adanya tambahan atau nilai yang lebih dari sebelumnya. Istilah investasi berkaitan dengan berbagai macam aktivitas penanaman modal atau menabung yang berorientasi pada tujuan tertentu dan bagaimana mencapai tujuan tersebut (EP Pratomo: 2008, 7).

Orang yang melakukan investasi karena dipicu oleh beberapa hal, diantaranya karena kebutuhan masa depan, ketidakpastian dalam hidup ini, dan kemungkinan laju inflasi yang tinggi dimasa yang akan datang. Harga-harga yang tidak dapat dikendalikan mengakibatkan kemampuan dapat berkurang sehingga diperlukannya investasi. Setiap investor memiliki tujuan tertentu yang ingin dicapai melalui investasi yang dilakukan. Secara umum motif paling kuat yang menjadi dasar sebuah investasi adalah keinginan untuk memperoleh keuntungan sebesar mungkin. Satu hal yang perlu diingat bahwa setiap investasi yang dilakukan dapat memberikan keuntungan namun dapat pula dapat menimbulkan kerugian. Hal ini menjelaskan kalau suatu investasi mengandung resiko, maka seorang investor harus bersedia mengambil resiko tertentu karena mengharapkan keuntungan yang diinginkan dari investasi tersebut.

### 2.3 Pengertian Laporan keuangan

Laporan keuangan merupakan gambaran posisi keuangan suatu perusahaan secara umum yang dituangkan kedalam suatu laporan tertulis yang dapat digunakan oleh pengguna laporan keuangan sebagai salah satu informasi dalam mengambil keputusan. Laporan keuangan juga memperlihatkan sehat atau tidaknya kondisi keuangan di suatu perusahaan pada periode tertentu.

Pengertian laporan keuangan menurut Standar Akuntansi Keuangan (SAK, 2007) :

“Laporan keuangan merupakan bagian dari proses pelaporan keuangan. Laporan keuangan yang lengkap biasanya meliputi neraca, laporan perubahan posisi keuangan (yang dapat disajikan dalam berbagai cara seperti misal, sebagai laporan arus kas, atau laporan arus dana), catatan juga termasuk skedul dan informasi tambahan yang berkaitan dengan laporan tersebut, misal informasi keuangan segmen industri dan geografis serta pengungkapan pengaruh perubahan harga”

Ikatan akuntan Indonesia juga menyatakan laporan keuangan sebagai berikut:

“laporan keuangan merupakan bagian dari proses pelaporan keuangan. Laporan keuangan yang lengkap biasanya meliputi neraca, laporan laba-rugi, laporan perubahan posisi keuangan (yang dapat disajikan dalam berbagai cara misalnya, sebagai laporan arus kas, atau laporan arus dana), catatan dan laporan lain serta member penjelasan yang merupakan bagian integral dari laporan keuangan.” (IAI,2004:2)

Dari definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa laporan keuangan merupakan bagian akhir dari proses pelaporan keuangan yang menyediakan informasi-informasi keuangan berupa laporan neraca, laporan laba-rugi, laporan arus kas, dan catatan

laporan lainnya. Laporan-laporan tersebut digunakan sebagai informasi dalam pengambilan keputusan ekonomi dalam manajemen maupun eksternal perusahaan. Ikatan akuntan Indonesia menyatakan bahwa tujuan laporan keuangan adalah:

“Menyediakan informasi yang menyangkut posisi keuangan, kinerja, serta perubahan posisi keuangan suatu perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi. Laporan keuangan juga menunjukkan apa yang telah dilakukan manajemen (stewardship), atau pertanggungjawaban manajemen atas sumber daya yang dipercayakan kepadanya.” (IAI,2004:4)

#### 2.4 Metode Penilaian Perusahaan

Penilaian kinerja perusahaan dapat dilakukan dengan menggunakan penilaian kinerja seperti analisis rasio, sistem Du Pont, *Market Value Ratio* dan lain-lain. Penilaian kinerja tersebut mengukur kinerja perusahaan berdasarkan tingkat pengembalian yang diterima dari modal yang telah diinvestasikan namun dalam metode penilaian kinerja tersebut tidak mempertimbangkan biaya modal.

Beberapa tahun sebelumnya telah berkembang suatu pendekatan yang baru digunakan dalam menilai kinerja suatu perusahaan. Terdapat dua jenis pengukuran dikenal sebagai *Economic Value Added (EVA)* dan *Market Value Added (MVA)*. Kedua metode tersebut pertama kali ditemukan pada tahun 1991 oleh Stern & Stewart sebagai konsultan manajemen di New York, USA dan telah banyak diterapkan di berbagai perusahaan. Sebagai salah satu indikator modern yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan, EVA dalam pengukurannya mempertimbangkan biaya modal.

Keduanya belakangan ini telah diterapkan dan diterima secara luas sebagai penilaian kinerja keuangan organisasi kepemilikan investor ataupun yang non profit. Pengukuran MVA menilai dampak tindakan manajer atas kemakmuran pemegang

sahamnya sejak perusahaan tersebut berdiri, sementara EVA menilai keefektifan manajer pada tahun tersebut (Gapenski, 1996).

## 2.5 Analisis Rasio Keuangan

Rasio keuangan membantu kita mengidentifikasi beberapa kekuatan dan kelemahan keuangan perusahaan. Rasio keuangan memberikan dua cara untuk melakukan perbandingan dari data keuangan perusahaan menjadi lebih berarti : (1) kita dapat meneliti rasio antar waktu untuk meneliti arah pergerakannya; dan (2) kita dapat membandingkan rasio keuangan perusahaan dengan perusahaan lain dalam industri sejenis. Rasio keuangan dapat digunakan untuk mengetahui tingkat likuiditas perusahaan melalui rasio likuiditas, tingkat pengembalian investasi melalui rasio profitabilitas, serta bagaimana perusahaan didanai melalui rasio hutang, dan tingkat pengembalian ekuitas.

Sistem *Du Pont* digunakan untuk mencari tingkat pengembalian ekuitas suatu perusahaan (ROE). Sistem *Du Pont* merupakan penyederhanaan dari analisis rasio yang umumnya digunakan oleh banyak perusahaan. Sistem *Du Pont* menitikberatkan pada ROE perusahaan karena *Du Pont* menganggap keberhasilan suatu perusahaan dapat dilihat perkembangan *Return on Equity* (ROE) yang dimilikinya. *Return on Equity* adalah rasio laba bersih setelah pajak terhadap ekuitas saham biasa. Rasio ini mengukur tingkat pengembalian atas investasi bagi pemegang saham biasa. Semakin tinggi ROE suatu perusahaan semakin baik perusahaan dalam mengelola manajemennya.

ROE memperlihatkan hubungan antara pengembalian investasi, perputaran aktiva, dan margin laba. Modifikasi bagan *Du Pont* disebabkan manajer *Du Pont* yang mengembangkan pendekatan ini. Pada dasarnya analisis *Du Pont* dalam penerapannya tidak berbeda dengan analisis rasio

## 2.6 Return on Equity (ROE)

"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 harapan dari investor untuk memperoleh pendapatan yang lebih banyak apabila mereka melakukan investasi pada perusahaan. Rasio ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Average Owner's Equity}}$$

Ada pendekatan lain yang dapat digunakan dalam menentukan nilai dari ROE. Pendekatan tersebut dikenal dengan metode DuPont. Sistem *Du Pont* digunakan untuk mencari tingkat pengembalian ekuitas suatu perusahaan (ROE). Sistem Du Pont merupakan penyerderhanaan dari analisis rasio yang umumnya digunakan oleh banyak perusahaan. Sistem Du Pont menitikberatkan pada ROE perusahaan karena Du Pont menganggap keberhasilan suatu perusahaan dapat dilihat dari perkembangan *Return on Equity* (ROE) yang dimilikinya. Metode ini juga 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 *Du Pont* menjelaskan bahwa ROE dipengaruhi oleh 3 hal yaitu:

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

## 2.7 Economic Value Added (EVA)

Dalam perkembangannya muncul banyak pemikiran-pemikiran baru di bidang manajemen keuangan dalam mengukur kinerja keuangan suatu perusahaan. Salah satunya diantaranya adalah konsep *Economic Value Added* (EVA), *Economic Value*

*Added* (EVA) merupakan salah satu konsep ukuran kinerja keuangan yang dicetuskan pertama kali oleh analisis keuangan Stern & Steward pada tahun 1991 dalam usahanya untuk memperoleh jawaban terhadap metode penilaian yang lebih baik.

Tujuan analisis EVA adalah untuk mengukur kinerja keuangan suatu perusahaan dan sekaligus memperhatikan kepentingan dan harapan penyandang dana yaitu kreditur dan pemegang saham. Dengan metode EVA akan diperoleh perhitungan yang realistis karena EVA dihitung berdasarkan biaya modal rata-rata tertimbang. Dengan demikian kepentingan kreditur dan pemegang saham sangat diperhatikan.

Pengertian EVA (Economic Value Added) menurut Tandelilin (2001), EVA merupakan ukuran keberhasilan manajemen perusahaan dalam meningkatkan nilai tambah (*Value added*) bagi perusahaan. Asumsinya jika kinerja manajemen baik atau efektif (diliat dari nilai tambah yang diberikan), maka akan tercermin pada peningkatan harga saham perusahaan. *Economic Value Added* dapat diperoleh dengan mengurangi beban modal (*capital charge*) dari laba bersih (*net operating profit*). Penggunaan EVA ini akan mendorong perusahaan untuk menitikberatkan pada struktur modalnya.

EVA merupakan alat ukur *modern* atas kesuksesan perusahaan, hal ini dikarenakan bahwa EVA sejalan dengan kebutuhan dalam memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (Grant, 2003). "*The Economic Value Added (EVA) is a measure of the dollar surplus value created by an investment or a portfolio of investment*" (Damodaran, 2002).

EVA menurut (Stewart, 1991) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$EVA = Net\ Operating\ After\ Tax - Capital\ Charge$$

Dimana :

$$Capital\ Charge = Cost\ of\ Capital \cdot Capital$$

Steward dalam Utama (1997) menyatakan bahwa dalam perhitungan NOPAT dilakukan beberapa penyesuaian menurut Standar Akuntansi Keuangan untuk menghilangkan distorsi yang muncul. Penyesuaian dilakukan dengan menambahkan

cadangan-cadangan ekuitas ekuivalen seperti cadangan piutang tak tertagih, amortisasi *goodwill*, dan aktiva berwujud yang dikapitalisasikan (misalnya biaya penelitian dan pengembangan) ke modal perusahaan dan perubahan biaya periodik cadangan tersebut ke dalam NOPAT.

*Economic Value Added* memberikan tolak ukur yang baik tentang apakah perusahaan telah memberikan nilai tambah kepada pemegang saham. Oleh karena itu, jika manager memfokuskan pada EVA (*Economic Value Added*) ini akan membantu memastikan bahwa mereka beroperasi dengan cara konsisten untuk memaksimalkan nilai pemegang saham. *Economic Value Added* akan mendorong manager untuk berfikir dan juga bertindak seperti halnya pemegang saham, yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan (Brigham dan Houston, 2001).

Menurut (Young & O'Byrne, 2001) pengemasan ulang dari manajemen keuangan yang dapat dipercaya dan prinsip keuangan yang sudah lama ada. Sedangkan menurut (Ehrbar & 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.

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.

### 2.7.1 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-penyesuain 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 mengintegrasikan kepentingan baik *shareholder* dan manajemen dengan melibatkan objektif probabilitas yang sebenarnya bagi perusahaan karena tidak hanya bertujuan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham tapi juga meningkatkan kesejahteraan manajemen dengan adanya sistem kompensasi bonus.

### 2.7.2 Kelemahan EVA

Konsep EVA juga tidak terlepas dari berbagai kelemahan, 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. Konsep EVA mendorong pengalokasian dana perusahaan untuk investasi dengan biaya modal yang rendah dimana untuk biaya modal yang rendah biasanya memiliki tingkat risiko yang kecil. Oleh karena itu, secara tidak langsung konsep ini mendorong perusahaan untuk menghindari risiko padahal sebagian besar *high-return investment* akan diikuti dengan *high risk*.
3. 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.

4. 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.

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

Menurut (Ehrbar & 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)

#### 2.7.4 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. 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 (Tunggal, 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 didalam 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.

Ada beberapa penyesuaian yang dapat dilakukan, 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 diertlakukan 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. Jadi apabila laporan keuangan menggunakan metode LIFO maka penyesuaian dilakukan dengan menambahkan

LIFO *reserve* ke dalam NOPAT akan memberikan tambahan laba yang disebabkan adanya perubahan *cost of good sold*, dan tetap mempertahankan keuntungan pajak dari penggunaan metode LIFO.

### 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*

Perusahaan yang menggunakan metode pencatatan *successful efforts* akan menghasilkan perhitungan tingkat pengembalian yang *overstated*. Investor mengkapitalisasi pendapatan yang diharapkan dari kegiatan operasi perusahaan. Untuk itu NOPAT harus dibersihkan dari laba rugi yang bukan berasal dari kegiatan operasi. Untuk menjaga konsistensi, akumulasi laba atau rugi tersebut ditambahkan ke dalam modal. Penyesuaian ini merubah *successful efforts* menjadi *full efforts*. Model ekonomi menyatakan bahwa sebagian investasi pada proyek yang sukses adalah untuk membiayai proyek-proyek yang tidak sukses.

#### 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*. Apabila hal tersebut merupakan bagian dari operasi perusahaan dan memenuhi keempat syarat di atas, maka *reserve* tersebut merupakan ekuivalen ekuitas. Namun apabila tidak terjadi secara periodik, maka tidak perlu dibuat penyesuaiannya.

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

Tabel 2.1

Tabel Penyesuaian dalam EVA

<i>Add to Capital Equity/Equivalent</i>	<i>Add to NOPAT Increase in Equity/Equivalent</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)

### 2.7.5 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:

$$WACC = \frac{S}{S+B} R_s - \frac{B}{S+B} R_b (1-T)$$

Dimana :  $S = Equity$

$B = Debt$

$R_s = Cost\ of\ Equity$

$R_b = Cost\ of\ Debt$

$T = Tax\ rate$

Dalam menghitung WACC suatu perusahaan harus mengetahui sebagai berikut :

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

Jika perusahaan memiliki beberapa sumber pembiayaan hutang masing-masing dengan tingkat berbeda, biaya hutang yang digunakan dengan WACC adalah suatu rata-rata tertimbang.

### 2.7.6 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:

$$Kd = Rb \times (1 - Tc)$$

Dimana :  $Rb = \text{Cost of Equity}$

$Tc = \text{Tax rate}$

### 2.7.7 Biaya Ekuitas (*Cost of Equity*)

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

berbeda dengan modal hutang karena sudah ada kepastian tingkat bunga yang disetujui.

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:

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

$$R_s = R_f + \beta(MRP)$$

Dimana :

$$R_s = \text{Cost of equity}$$

$$R_f = \text{Risk free rate (diambil dari T - Bills)}$$

$$\beta = \text{Koefisien beta (diambil dari Damodaran)}$$

$$MRP = \text{Market Risk Premium (diambil dari Damodaran)}$$

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 antaratingkat 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 sistematik risk 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 sedikit. Perhitungan nilai beta dengan menggunakan *historical data* yang dilakukan dengan melakukan regresi antara *return* saham suatu perusahaan terhadap *return* pasar (IHSG).

#### 2.7.8 *Invested Capital*

*Invested capital* adalah jumlah dari seluruh pembiayaan perusahaan yang sudah terlepas dari seluruh kewajiban yang tidak mengandung beban bunga. *Invested capital* adalah hasil reorganisasi neraca untuk melihat besarnya modal yang diinvestasikan ke dalam perusahaan oleh kreditor dan pemegang saham, serta berapa modal yang diinvestasikan didalam aktivitas operasional dan aktivitas non operasional lainnya.

#### 2.8 *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:

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

*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 ada nilai yang terdestruksi.

## 2.9 Hubungan EVA dengan MVA

*Market Value Added* (MVA) digunakan untuk mengukur seluruh pengaruh kinerja manajerial sejak perusahaan berdiri hingga sekarang. MVA adalah *Economic Value Added* (EVA) yang dihasilkan kinerja manajerial sepanjang umur perusahaan yang di-present value-kan. (Teuku Mirza & Imbuh S, 1999).

*Market Value Added* (MVA) merupakan pengukur kinerja eksternal, dan hanya dapat diukur jika perusahaan telah go public, dimana *Market Value Added* cenderung memberikan penilaian yang lebih besar dari tambahan kekayaan investasi yang sesungguhnya.

## 2.10 Hubungan EVA dan MVA dengan Return Saham

Menurut Gapenski (1996), jika kinerja manajemen baik atau efektif (dilihat dari nilai tambah yang diberikan), maka akan tercermin dalam harga saham perusahaan. Oleh sebab itu apabila hasil dari pengukuran EVA dan MVA positif, berarti ada nilai tambah bagi perusahaan, dan biasanya akan direspon oleh meningkatnya harga saham perusahaan sehingga tingkat pengembalian saham (*stock return*) akan mengalami peningkatan atau perusahaan berhasil menciptakan nilai tambah bagi investor. Dan sebaliknya jika EVA dan MVA negatif berarti perusahaan mengalami penurunan kinerja yang biasanya akan direspon dengan penurunan harga saham perusahaan sehingga tingkat pengembalian saham (*stock return*) akan mengalami penurunan atau nilai perusahaan berkurang karena tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah dari yang diharapkan investor. Dengan demikian nilai

EVA dan MVA yang positif diharapkan akan memberikan pengaruh positif juga terhadap kenaikan tingkat pengembalian saham (*stock return*) tersebut.

### 2.11 Return Saham

*Return* saham merupakan income yang diperoleh oleh pemegang saham sebagai hasil dari investasinya diperusahaan tertentu. *Return* yang diterima oleh pemegang saham dapat berasal dari deviden dan capital gain hasil penjualan saham. *Return* saham dapat dibedakan menjadi dua jenis dikutip dari Permatasari menurut Jogiyanto, 1998 : 85, yaitu *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi merupakan *return* yang sudah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi ini penting dalam mengukur kinerja perusahaan dan sebagai dasar penentuan *return* dan resiko dimasa mendatang. Sedangkan *Return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan terjadi dimasa mendatang dan masih bersifat tidak pasti. Nilai ekspektasi *return* dapat lebih tinggi atau lebih rendah dari *realized return*, selisih keduanya disebut *abnormal return*.

Menurut Jogiyanto (2000), *return* merupakan pengembalian dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu. *Return* terdiri merupakan *Capital Gain (loss)* yang merupakan selisih untung (rugi) dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu.

Menurut Gitman (2002) *return* didefinisikan sebagai berikut:

*..the return is the total gain or loss experienced on an investment over given period of time. It is commonly measured as cash distribution during the period plus the change in value, expressed as a percentage of the beginning-of-period investment value.*

Secara umum tingkat keuntungan (*return*) investasi dalam sekuritas dipasar modal dapat dituliskan dalam persamaan matematis sebagai berikut :

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Dimana :

$R_1$  = Tingkat keuntungan investasi

$P_t$  = Harga investasi periode sekarang

$P_{t-1}$  = Harga investasi periode lalu

Yang dimaksud dengan harga investasi periode sekarang adalah harga sekuritas pada akhir periode ditambah pendapatan investasi yaitu bunga untuk obligasi dan dividen untuk saham. Sedangkan harga investasi periode lalu adalah harga sekuritas tersebut pada saat diperoleh atau dibeli.

Dalam menganalisis tingkat pengembalian (*return*) dalam investasi saham terdapat dua macam cara, yaitu:

- Analisis fundamental menekankan pada pentingnya nilai wajar suatu saham. Saham dikatakan *under valued*, jika nilai wajar suatu saham lebih tinggi dari harga pasarnya atau saham tersebut murah dan layak dibeli. Saham dikatakan *over valued*, jika nilai wajarnya lebih rendah dari harga pasarnya atau mahal dan apabila saham sudah dipegang sebaiknya segera dijual. Pada umumnya terdapat tiga ukuran penting dalam menganalisa investasi saham dalam analisis fundamental yaitu *value*, *growth*, dan *income*. Para fundamentalis biasanya tidak terlalu memperhatikan pergerakan harga saham sehari-hari karena mereka berkeyakinan bahwa dalam jangka panjang harga pasar akan bergerak mendekati harga wajar terlepas dari pergerakan sehari-hari. Akibatnya analisis fundamental akan sangat berguna bagi investor yang akan memiliki *long term investment horizon*.
- Analisis teknikal mengandalkan pergerakan sehari-hari. Dengan analisis teknikal ini investor berusaha memanfaatkan pergerakan harga saham untuk mengambil keuntungan dari perdagangan sehari-hari. Analisis teknikal ini berasumsi bahwa pada saat tertentu pasar dipengaruhi oleh perilaku masa lalu sehingga pola rutin dalam pergerakan harga saham dapat dikenali. Para analis menggunakan analisis teknikal ini terhadap pergerakan masa lampau yang

kemudian digunakan untuk memprediksi pergerakan pasar di masa yang akan datang. Pergerakan ini akan membentuk *trend*. *Trend* ini biasanya akan membentuk grafik (*Chart*).

## 2.12 Kajian Teoritis dan Perumusan Hipotesis

### 2.12.1 Kajian Teoritis

Berdasarkan penelitian terdahulu menghasilkan keterkaitan yang berbeda antara *Return on Equity* (ROE), *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA).

George Bannet Stewart III (1991), menguji sampel 476 perusahaan industri pada pasar modal selama tahun 1984 - 1988, melalui analisis regresi setiap perubahan MVA terhadap EVA serta ukuran-ukuran umum kinerja perusahaan seperti ROE, EPS, dan lain-lain. Hasilnya menunjukkan bahwa EVA memiliki *r* - determinan yang tertinggi yaitu 0,44 sedangkan ROE dan EPS lebih rendah dari itu.

Dodd dan Chen pada tahun 1996 diperoleh hasil bahwa baik EVA maupun ROE dapat lebih menunjukkan korelasi dengan *return* saham dibandingkan pengukur kinerja lainnya seperti EPS, ROE, dan lain-lain. Namun korelasi EVA tersebut terhadap *return* saham masih jauh dari yang diharapkan. ROE masih lebih menunjukkan korelasi yang kuat terhadap *return* saham dibandingkan EVA.

Lehn dan Makhija (1996), melakukan uji shabih atas hubungan EVA / MVA dengan *stock return* dari 241 perusahaan yang termasuk dalam peningkatan penciptaan nilai untuk tahun 1987, 1988, dan 1993. Lehn dan Mekhija menghitung 6 pengukur kinerja yaitu 3 tingkat pengembalian (ROE, ROI, dan ROS), tingkat pengembalian saham (*stock return*) serta EVA dan MVA perusahaan tersebut pada setiap tahun yang diuji. Hasil pengujian menyimpulkan bahwa semuanya menunjukkan hubungan yang positif dengan tingkat pengembalian saham, tetapi walaupun perbedaannya tidak terlalu besar ternyata hubungan EVA dengan tingkat pengembalian saham mempunyai hubungan yang lebih tinggi.



Di Indonesia sendiri telah dilakukan penelitian untuk mengetahui korelasi antara EVA dengan tingkat pengembalian saham. Hartono dan Chendrawati (1997) melakukan penelitian di BEI dengan sampel perusahaan-perusahaan yang termasuk ke LQ 45, memperoleh hasil bahwa ROE merupakan kinerja yang lebih baik terhadap EVA. Hasil tersebut senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Dodd dan Chen.

Rousana (1997) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa EVA belum banyak digunakan oleh para investor (asing maupun domestik) di BEI pada periode 2005-2008. Sebagai alat untuk menganalisis kinerja suatu perusahaan. Hasil korelasi antara EVA pada perusahaan-perusahaan yang listed BEI tidak menunjukkan korelasi yang signifikan. Rousana mengemukakan tidak signifikannya korelasi antara EVA membuktikan bahwa belum efisiennya pasar modal Indonesia (BEI), para investor belum menggunakan sepenuhnya informasi yang tersedia untuk menganalisis suatu saham perusahaan, sehingga harga saham yang terjadi belum mencerminkan semua informasi yang ada.

### 2.12.2 Hipotesis

Hipotesis diartikan sebagai pernyataan dan jawaban yang bersifat sementara, diharapkan teruji kebenarannya serta mampu memberikan pola terbaik dalam menyelesaikan pokok masalah seperti yang dirumuskan sebelumnya. Pada penelitian ini dirumuskan sebuah hipotesis yang menyatakan “ROE, EVA, MVA tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap *stock return* suatu perusahaan”. Perumusannya sebagai berikut:

Hipotesis I

Ho :  $\beta_1 = 0$ , “berarti tidak ada pengaruh yang signifikan dari ROE terhadap *return* saham pada perusahaan sektor perkebunan di BEI tahun 2003-2008”.

Ha :  $\beta_1 \neq 0$ , “berarti ada pengaruh yang signifikan dari ROE, terhadap *return* saham pada perusahaan sektor perkebunan di BEI tahun 2003-2008”.

#### Hipotesis II

Ho :  $\beta_2 = 0$ , "berarti tidak ada pengaruh yang signifikan dari EVA terhadap return saham pada perusahaan sektor perkebunan di BEI tahun 2003-2008".

Ha :  $\beta_2 \neq 0$ , "berarti ada pengaruh yang signifikan dari EVA terhadap return saham pada perusahaan sektor perkebunan di BEI tahun 2003-2008".

#### Hipotesis III

Ho :  $\beta_3 = 0$ , "berarti tidak ada pengaruh yang signifikan dari MVA terhadap return saham pada perusahaan sektor perkebunan di BEI tahun 2003-2008".

Ha :  $\beta_3 \neq 0$ , "berarti ada pengaruh yang signifikan dari MVA terhadap return saham pada perusahaan sektor perkebunan di BEI tahun 2003-2008".

#### Hipotesis IV

Ho :  $\beta_4 = 0$ , "berarti tidak ada pengaruh yang signifikan dari ROE, EVA, dan MVA terhadap return saham pada perusahaan sektor perkebunan di BEI tahun 2003-2008".

Ha :  $\beta_4 \neq 0$ , "berarti ada pengaruh yang signifikan dari ROE, EVA, dan MVA terhadap return saham pada perusahaan sektor perkebunan di BEI tahun 2003-2008".

## BAB III METODE PENELITIAN

### 3.1. Objek Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan subsektor perkebunan yang telah *go public* dan juga melakukan emisi dan terdaftar sebagai emiten secara kontinyu di Bursa Efek Indonesia selama enam periode tahun yakni periode tahun 2003-2008. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, dimana penentuan sampel penelitian tersebut memenuhi kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan *go public* yang telah tercatat sebagai emiten pada enam periode secara kontinyu (*tidak pernah delisting*).
2. Perusahaan yang termasuk ke dalam Industri perkebunan di Bursa Efek Indonesia dan mengeluarkan laporan keuangan tiap tahun dengan tahun fiskal yang berakhir 31 Desember.

Pemilihan perusahaan yang tergolong dalam industri perkebunan untuk dijadikan sampel dalam penelitian ini disebabkan perusahaan-perusahaan tersebut memiliki *market value* yang terbesar dan juga karena industri perkebunan merupakan salah satu industri yang mengalami pertumbuhan paling konsisten, baik ditinjau dari areal maupun produksi. Total perusahaan yang sahamnya termasuk dalam industri perkebunan ini terdiri dari tujuh perusahaan. Dalam penelitian ini jumlah sampel yang digunakan sebanyak lima perusahaan. Dua perusahaan dikeluarkan dari sampel karena Sampoerna Agro, Tbk dan Gozco Plantations, Tbk baru *go public* di tahun 2007 dan 2008. Tabel 3.1 memuat daftar nama-nama perusahaan yang akan dijadikan sampel dalam penelitian.

**Tabel 3.1**  
**Perusahaan- Perusahaan Sampel**

No.	Nama Perusahaan
1	Astra Agro Lestari (AALI)
2	Bakrie Sumatera Plantations (UNSP)
3	PP London Sumatera (LSP)
4	Tunas Baru Lampung (TBLA)
5	Sinar Mas Agro (SMART)

Sedangkan sampel yang dipilih dilakukan dengan *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut:

1. Objek penelitian dilakukan pada saham-saham perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan selama periode amatan
2. Memberikan laporan keuangan secara periodik kepada Bursa Efek Indonesia (BEI).
3. Transaksi saham dipengaruhi oleh mekanisme pasar modal dan juga dipengaruhi oleh informasi-informasi yang berlaku bagi seluruh perusahaan yang *go public*.
4. Data penelitian diolah berdasarkan pengamatan interval bulanan dan triwulanan.

### **3.2. Data dan Sumber Data**

Penelitian ini dilaksanakan di Bursa Efek Indonesia yang berlokasi di Jalan Jenderal Soedirman Kav 52-53 Jakarta 12190. Pemilihan BEI dilakukan secara sengaja (*purposive*), karena BEI merupakan salah satu pasar modal dan menjadi standar investasi di Indonesia.

Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah data sekunder dari data yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI). Data-data sekunder yang dikumpulkan terdiri dari Laporan Keuangan Perusahaan Sampel enam periode tahun

berturut-turut (2003-2008) yang di dalamnya meliputi data laba bersih sebelum dan setelah pajak (*profit before and after tax*), pajak, hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, jumlah ekuitas, jumlah saham yang beredar, nilai buku saham dan data-data lain yang terkait dengan penelitian. Data sekunder lain yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dari publikasi statistik bulanan dan kwartalan yang dikeluarkan oleh Divisi Riset dan pengembangan BEI, data atas harga saham (*closing price*) perusahaan, serta data-data sekunder lainnya.

Data-data berupa informasi yang dipublikasikan seperti artikel dari majalah atau Koran, jurnal-jurnal hasil penelitian, buku, masalah, dan literatur-literatur lainnya yang berkaitan dengan penelitian karya akhir ini juga dijadikan sumber pengambilan data sekunder.

### 3.3 Pengolahan Data

Terdapat beberapa langkah yang harus dilakukan dalam melakukan pengolahan data yaitu analisis *Return on Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)*, dan *Market Value Added (MVA)* serta menganalisa *stock return* dari saham perusahaan tersebut. Dalam menganalisis EVA dibutuhkan NOPAT, WACC, dan total *capital*. WACC dalam perhitungannya membutuhkan biaya hutang, biaya modal sendiri, dan struktur modal perusahaan. Setelah perhitungan *stock return* diketahui, dilakukan uji regresi, uji F, dan uji t antara masing-masing metode pengukuran kinerja keuangan perusahaan dengan *stock return* perusahaan.

### 3.4 Analisis ROE

Rasio ROE menunjukkan efektivitas dan efisiensi pemakaian modal untuk menghasilkan laba. Rumus perhitungan ROE adalah sebagai berikut:

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Ekuitas}} \times 100\% \quad (3.1)$$

Semakin besar nilai ROE maka semakin efektif modal yang digunakan dalam menghasilkan laba, sehingga semakin besar tingkat pengembalian modal yang diperoleh investor atau pemegang saham atas setiap rupiah modal yang ditanamkan.

### 3.5 Analisis EVA

EVA dihitung setelah semua komponen pembentuk EVA diketahui, selanjutnya dimasukkan ke dalam rumus perhitungan EVA yaitu:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times \text{capital}) \quad (3.2)$$

#### 3.5.1 Menghitung Biaya Hutang (kd)

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

$$Kd = \frac{\text{Biaya Bunga}}{\text{Total Hutang}} \quad (3.3)$$

$$kd = kd(1 - T) \quad (3.4)$$

#### 3.5.2 Menghitung Biaya Modal Sendiri (ke)

Pada penelitian ini menggunakan *Capital Assets Pricing Model (CAPM)* untuk menghitung biaya modal sendiri atau nilai ke. Perhitungan biaya modal sendiri tersebut menggunakan rumus :

$$ke = rf - \beta(rm - rf) \quad (3.5)$$

Nilai asset bebas resiko ( $r_f$ ) diasumsikan sama dengan t-bills, yang mana nilai tersebut diperoleh dari ([www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)). Sedangkan untuk menghitung *return* pasar menggunakan IHSG tahunan dari rata-rata bulanan. Perhitungan *return* pasar menggunakan metode sebagai berikut :

$$r_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \quad (3.6)$$

Nilai beta perusahaan didapat dari damodaran. Besarnya nilai risk premium yang merupakan selisih antara ekspektasi return yang diperoleh dari pasar dengan return instrument bebas resiko ( $r_m - r_f$ ) dalam penelitian diperoleh berdasarkan risk premium untuk Indonesia dari Aswath Damodaran ([www.pages.stern.ny.edu](http://www.pages.stern.ny.edu))

### 3.5.3 Menghitung Struktur Modal Perusahaan

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

### 3.5.4 Menghitung Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC)

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

$$WACC = [(kd(1 - T) \times wd)] + [(ke \times we)] \quad (3.8)$$

### 3.5.5 Menghitung NOPAT

Dalam perhitungannya, untuk mencari nilai NOPAT dan capital digunakan pendekatan finansial sebagai berikut:

**NOPAT via pendekatan finansial:**

Perubahan ekuitas ekuivalen:

Kenaikan <i>deferred income tax</i>	xxx
Amortisasi goodwill	xxx
Kenaikan Lifo reserve	xxx
Kenaikan cadangan piutang ragu	xxx
Kenaikan persediaan barang usang	<u>xxx</u> +
Jumlah ekuitas ekivalen	xxx
Laba bersih	<u>xxx</u> +
Laba bersih disesuaikan	xxx
Bunga hutang setelah pajak	<u>xxx</u> +
NOPAT via pendekatan finansial	xxx
<b>Modal via pendekatan finansial</b>	
Hutang jangka pendek	xxx
Hutang jangka panjang	xxx
Hutang jangka panjang lainnya	<u>xxx</u> +
Total hutang	xxx
Ekuitas ekivalen:	
<i>Deferred income tax</i>	xxx
Amortisasi goodwill	xxx
Lifo reserve	xxx
Cadangan piutang ragu	xxx



Persediaan barang usang	<u>xxx +</u>
Ekuitas ekivalen	xxx
Ekuitas	<u>xxx +</u>
Ekuitas yang disesuaikan	xxx
Total hutang	<u>xxx +</u>
Modal via pendekatan finansial	xxx

### 3.6 Analisis MVA

Market Value Added (MVA) dihitung dengan cara mengurangkan nilai pasar dengan modal yang diinvestasikan oleh investor. Nilai pasar perusahaan merupakan penjumlahan antara saham biasa, bunga minoritas, utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan utang jangka panjang lainnya. Nilai pasar perusahaan merupakan hasil dari selama 1 tahun berlangsung. Hal ini bertujuan untuk memaksimalkan pengaruh fluktuasi bunga saham dikarenakan adanya faktor-faktor eksternal, seperti adanya spekulasi yang dilakukan oleh investor.

Modal yang diinvestasikan diperoleh dari penjumlahan utang jangka pendek, utang jangka pandek, utang jangka panjang, dan modal yang diinvestasikan oleh investor, yaitu merupakan total modal dari para pemegang saham.

### 3.7 Menghitung Return Saham

Return saham dapat diperoleh dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (3.9)$$

Dimana  $R_{it}$  adalah stock return saham periode  $t$ ,  $P_{it}$  adalah harga saham akhir periode dan  $P_{it-1}$  adalah harga saham awal periode, dan harga saham yang closing price akhir tahun. Bila terdapat deviden (Div) maka rumusnya sebagai berikut:

$$Rit = \frac{Pit - Pit_1 - (Div)}{Pit_1} \quad (3.10)$$

### 3.8 Pengujian Statistik

#### 3.8.1 Koefisien Determinasi ( $r^2$ )

Analisa koefisien determinasi untuk mencari  $r^2$ , yaitu nilai yang menunjukkan variasi peubah bebas, yaitu risiko yang mampu menjelaskan variasi peubah tidak bebas yaitu return. Nilai dari koefisien determinasi berada antara  $0 \leq r^2 \leq 1$ , dimana nilai tersebut mempunyai arti :

- a. Bila  $r^2 = 1$ , artinya kemampuan variasi peubah bebas (*independent variable*) menjelaskan peubah tidak bebas (*dependent variable*) sebesar 100%.
- b. Bila  $r^2 = 0$  atau mendekati nol, artinya variasi peubah bebas (*independent variable*) tidak mampu menjelaskan peubah tidak bebas (*dependent variable*)

#### 3.8.2 Uji statistik t

Uji statistik t adalah uji secara parsial. Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah independent variable secara masing-masing atau parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap dependent variable-nya. Adapun dalam pengujian ini, uji t diolah dengan menggunakan program *SPSS for windows Release 11.50* dengan tingkat signifikansi 5%

Hipotesis untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1)  $H_0 : \beta = 0$  tidak terdapat pengaruh yang nyata antara variabel independent (X) secara sendiri-sendiri terhadap variabel dependen (Y)
- 2)  $H_a : \beta \neq 0$  ada pengaruh yang nyata antara variabel independen (X) secara sendiri-sendiri terhadap variabel dependen (Y)

Dasar pengambilan (berdasarkan probabilitas):

- Jika probabilitas  $> 0.05$  maka  $H_0$  tidak ditolak.

- Jika probabilitas  $<0.05$  maka  $H_0$  ditolak.

### 3.8.3 Uji statistik F

Uji statistic F merupakan uji variabel secara bersama-sama. Uji ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah independent variabel secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap dependent variabel pada tingkat signifikansi 5%. Hipotesis yang digunakan dalam pengujian ini adalah:

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$$

$H_a$  : Paling tidak ada sebuah beta tidak sama dengan nol

Pengujian terhadap hipotesis diatas berdasarkan probabilitas (signifikan F) dimana:

- Jika probabilitas  $>0.05$  maka  $H_0$  tidak ditolak.
- Jika probabilitas  $<0.05$  maka  $H_0$  ditolak.

### 3.8.4 Uji Normalitas

Uji Normalitas bertujuan ingin mengetahui apakah distribusi sebuah data mengikuti atau mendekati distribusi normal, yakni distribusi data dengan bentuk lonceng (*bell shaped*). Data yang baik adalah data yang mempunyai pola seperti distribusi normal, yakni distribusi data tidak menceng kekiri atau kekanan.

Asumsi bahwa data yang digunakan adalah berdistribusi normal, diperlukan untuk mengarahkan stastitcal test (uji signifikansi) dari variabel-variabel independen (Koutsoyianis, 1985). Jika hal ini diabaikan maka model regresi tetap bias dan bagus, namun kita tidak menguji kenadalan atau signifikansi variabel-variabel independen dengan menggunakan uji F, uji t, dan lain sebagainya. Alasan itulah yang mendasari perlunya dilakukan uji distribusi normal.

### 3.8.5 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas berarti adanya hubungan linear yang sempurna atau pasti, diantara beberapa atau semua variabel yang menjelaskan dari model regresi

(Gujarati,1999). Konsekuensi dari adanya hubungan kolinearitas sempurna diantaranya variabel independen, koefisien regresinya tidak tertentu dan kesalahan standarnya tidak terhingga. Jika kolinearitas tingkatnya tinggi tetapi tidak sempurna, penafsiran koefisien regresi adalah mungkin, tetapi kesalahan standarnya cenderung besar. Hal ini mengakibatkan nilai populasi dari koefisien tidak dapat ditaksir dengan tepat.

Adanya multikolinearitas diantara variabel-variabel independen secara statistic tidak signifikan, sehingga kita tidak mengetahui variabel independen yang mempengaruhi variabel dependen. Indikator adanya mutikolinearitas : besaran VIF (*Variance Inflation Factor*) dan *Tolerance*. Pedoman suatu regresi yang bebas multikolinearitas, menurut Hair,Jr.,Joseph F.et.al. (1995) adalah:

- a. Mempunyai VIF yang tidak melebihi angka 10, karena jika melebihi maka ini berarti terjadi persoalan multikolinearitas.
- b. Mempunyai angka tolerance mendekati 0,1
- c. Besaran korelasi antar variabel independen.

Koefisien korelasi antar variabel independen harusnya lemah, terdapat problem multikolinearitas yang berat jika korelasi parsial antara variabel independen (X) lebih besar dari 0,8. Jika korelasi kuat, maka terjadi problem multikolinearitas (Gujarati,1995).

Jika terjadi multikolinearitas maka bisa diperbaiki dengan mengeluarkan salah satu variabel independen yang mempunyai korelasi yang kuat. Istilah multikolinearitas digunakan untuk menunjukkan adanya hubungan linear diantara variabel-variabel bebas dalam model regresi. Bila variabel-variabel bebas berkorelasi secara sempurna, maka metode kuadrat terkecil tidak dapat digunakan. Adanya multikolinearitas harus dianggap sebagai satu kelemahan (*black mark*) yang mengurangi keyakinan dalam uji signifikansi konvensional terhadap penaksir-penaksir kuadrat terkecil.

### 3.8.6 Uji Heteroskedastisitas

Salah satu asumsi penting dari model regresi linear klasik adalah bahwa gangguan (*disturbance*)  $U$  yang muncul dalam fungsi regresi populasi adalah homoskedastik, yaitu semua gangguan tadi mempunyai varians yang sama. Tetapi ada kasus dimana seluruh factor gangguan tadi memiliki varian yang satu atau variansnya tidak konstan. Kondisi ini disebut Heterokedastisitas (Kuncoro, 2001).

Uji heterokedastisitas dapat dilakukan pengujian dengan korelasi Rank Spearman, uji metode grafik, ataupun *pearson correlation*.

Jika menggunakan metode grafik, maka hanya perlu melihat adanya tidaknya pola tertentu yang terdapat pada scatterplot, dasar pengambilan kesimpulan adalah sebagai berikut (Santoso, 2001)

- a. Jika pola tertentu seperti titik (*point-point*) yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (*bergelombang, melebar, kemudian menyempit*), maka telah terjadi heteroskedastisitas.
- b. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu  $Y$ , maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Jika model ternyata terjadi heteroskedastisitas, maka ada beberapa cara yang dapat dilakukan untuk mengatasinya. Cara-cara ini adalah bentuk transformasi atas variabel-variabel dalam model regresi yang sedang ditaksir yaitu (Arief, 1993):

- a. Melakukan transformasi dalam bentuk membagi model regresi asal dengan salah satu variabel bebas yang digunakan dalam model ini.
- b. Melakukan transformasi logaritma.

### 3.8.7 Uji Autokorelasi

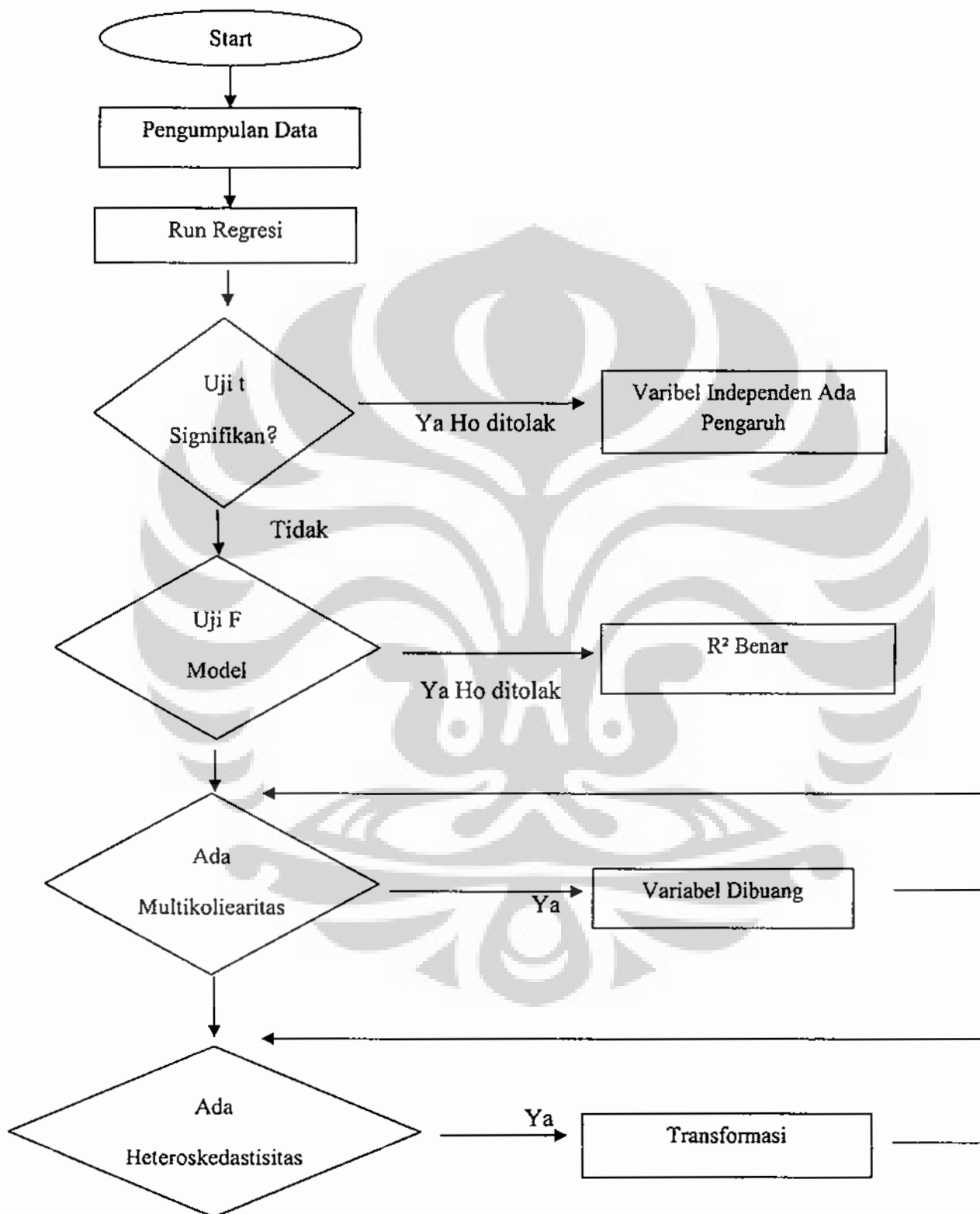
Masalah autokorelasi dapat ditemukan pada penelitian yang menggunakan data time series, cross section maupun data pooling (*penggabungan antara data time series dan cross section*). Hal ini diakibatkan karena observasi yang beruntun

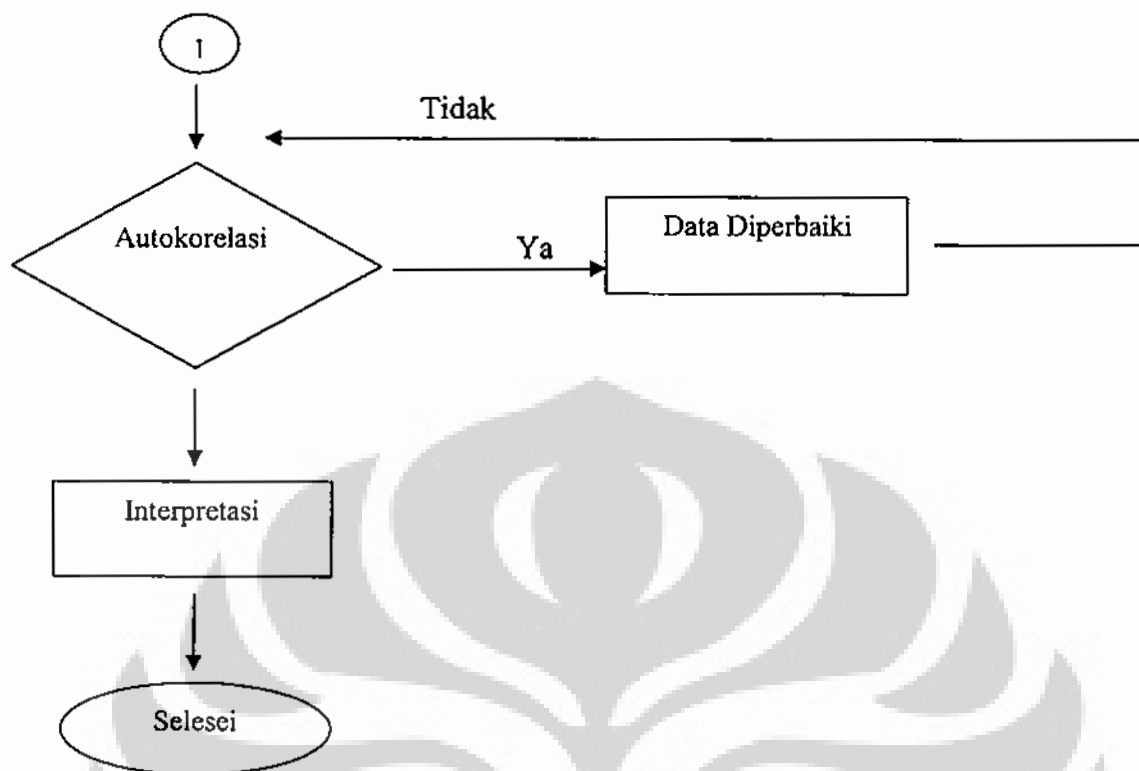
sepanjang waktu dan ruang saling berkaitan satu sama lain, dimana terdapat gangguan pada individu atau kelompok yang cenderung mempengaruhi pada individu atau kelompok yang sama pada periode berikutnya (Gujarati, 1995).

Uji autokorelasi dilakukan untuk menguji apakah suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan  $t-1$ , sehingga diharapkan tidak adanya autokorelasi (faktor gangguan) antara satu penelitian dengan penelitian berikutnya.



### 3.9 Arus Penelitian







## BAB IV

### HASIL DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Analisis Pengukuran Kinerja Keuangan Perusahaan Sektor Perkebunan

##### 4.1.1 Analisis Pengukuran Kinerja Keuangan Perusahaan Berdasarkan Metode ROE

Kinerja dari setiap perusahaan dapat diukur melalui rasio return on equity. Return on equity mengukur tingkat pengembalian yang akan diperoleh pemegang saham atas setiap rupiah yang ditanamkan dalam perusahaan. Setiap perusahaan dapat memiliki rasio Return on Equity (ROE) yang berbeda dibandingkan perusahaan lain, ataupun dengan perusahaan itu sendiri dari tahun ke tahunnya. Hal tersebut disebabkan *net income* (loss) atau laba (rugi) bersih yang dihasilkan perusahaan tiap tahunnya dapat berbeda. Di bawah ini merupakan hasil perhitungan Return on Equity (ROE) terhadap perusahaan-perusahaan sektor perkebunan selama periode 2003 hingga 2008:

Tabel 4.1

#### Perbandingan Nilai Return on Equity (ROE)

No.	Nama Perusahaan	ROE					
		2003	2004	2005	2006	2007	2008
1	Astra Agro Lestari (AAL)	17.56%	18.52%	38.77%	30.14%	28.64%	56.10%
2	Bakrie Sumatera Plantations (UNSP)	80.86%	80.86%	23.39%	23.58%	26.91%	13.58%
3	PP London Sumatera (LSP)	82.50%	78.50%	54.25%	31.62%	22.52%	31.57%
4	Tunas Baru Lampung (TBLA)	5.01%	3.22%	3.62%	1.21%	6.12%	10.36%
5	Sinar Mas Agro (SMAP)	27.51%	30.97%	15.80%	15.77%	24.37%	34.19%

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan yang telah diolah

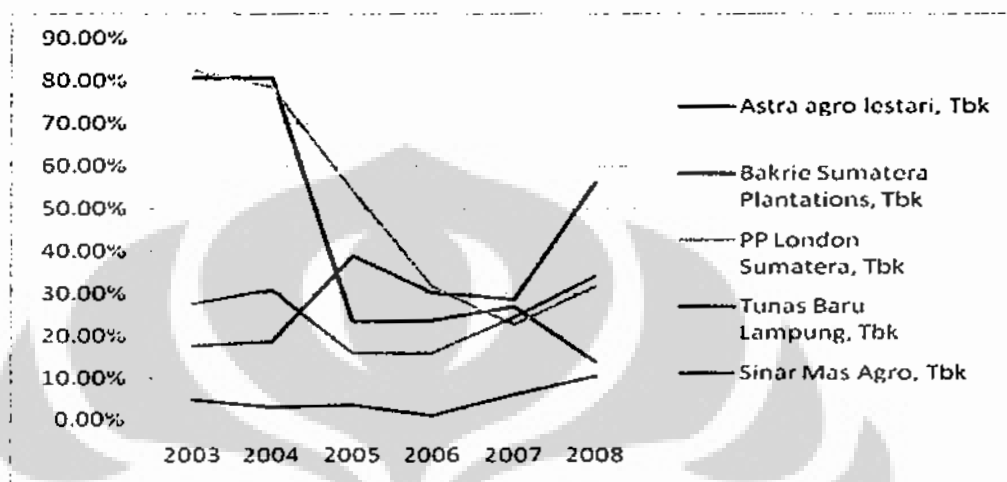
Berdasarkan dari Tabel 4.1, selama periode 2003 hingga 2008 perusahaan yang memiliki ROE tertinggi dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan lainnya adalah PP London Sumatera dengan ROE masing-masing tahun sebesar 82.50%, 78.50%, 54.25%, 31.62%, 22.52%, dan 31.57%. Tingkat pengembalian tertinggi terjadi di tahun 2003 karena perusahaan berhasil mencapai laba bersih yang tinggi yaitu sebesar 310,909,000,000 rupiah. Peningkatan laba bersih tersebut meningkatkan retained earning yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai ekuitas perusahaan menjadi 103,936,000,000 rupiah. Nilai ekuitas yang dicatat dalam laporan keuangan pada tahun 2003 tersebut dan dibandingkan dengan laba yang diperoleh perusahaan memberikan tingkat pengembalian yang besar bagi pemegang sahamnya. Namun jika ditelaah lebih lanjut, dalam komponen laba bersih perusahaan, sebagian besar bersal dari pos luar biasa, bukan dari kegiatan operasi perusahaan. Laba perusahaan yang besar namun tidak berasal dari aktivitas operasional perusahaan diperkirakan tidak berkelanjutan atau tahan lama (*sustainable*) di masa yang akan datang. Hal tersebut terbukti pada tahun berikutnya (2004), perusahaan hanya mencatat laba bersih sebesar 247,198,000,000 rupiah. Akibatnya, ROE perusahaan turun dibandingkan dengan tahun sebelumnya menjadi 78.50%. Sedangkan PT. Tunas Baru Lampung memiliki ROE terendah selama periode 2003 hingga 2008 masing-masing tahun sebesar 5.01%, 3.22%, 3.62%, 1.21%, 6.12%, 10.36%.

Secara keseluruhan kelima perusahaan dalam sektor perkebunan ini tidak memiliki ROE negatif. Nilai ROE negatif berarti perusahaan mengalami kerugian dalam menjalankan usahanya dan juga terdapat penggunaan aktiva yang tidak efisien pada perusahaan yang memungkinkan tidak terjadinya pemberian dividen oleh perusahaan kepada investor sehingga para investor tidak mendapatkan pengembalian atas investasi yang telah mereka tanamkan dalam perusahaan tersebut.

Kerugian yang dialami perusahaan dapat disebabkan oleh beberapa faktor. Seperti kebijakan perusahaan yang diterapkan perusahaan juga dapat mengakibatkan kinerja keuangan perusahaan memburuk, contohnya adalah penggunaan komposisi

hutang yang lebih besar daripada modal yang diinvestasikan pada perusahaan, yang membuat besarnya biaya bunga yang harus dibayar perusahaan.

**Grafik 4.1 Perbandingan Nilai Return on Equity (ROE)**



Sumber : data hasil olahan penulis

#### 4.1.2 Analisis Pengukuran Kinerja Keuangan Perusahaan Berdasarkan Metode EVA

EVA merupakan ukuran lebih baik bila dibandingkan dengan ukuran kinerja lain dalam empat hal yaitu lebih mendekati arus kas perusahaan yang sebenarnya, mudah dihitung dan dipahami, mempunyai korelasi yang lebih tinggi dengan nilai pasar perusahaan. Perusahaan memakai EVA secara internal sebagai ukuran kinerja untuk memperbaiki produktivitas yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai para pemegang saham.

Berdasarkan perhitungan yang telah dilakukan, masing-masing perusahaan menghasilkan nilai EVA yang berbeda-beda. Hal tersebut dapat diakibatkan karena selain laba bersih yang diperoleh tiap perusahaan berbeda, setiap perusahaan juga memiliki kebijakan akuntansi yang berbeda pula, seperti penyisihan piutang ragu-ragu, penyisihan persediaan dan sebagainya, yang berpengaruh terhadap ekuitas ekuivalen-nya, yang pada akhirnya berpengaruh terhadap nilai NOPAT perusahaan

yang berbeda pula. Total modal yang dimiliki perusahaan serta besarnya biaya modal yang berbeda-beda pada setiap perusahaan pun berdampak pada bervariasinya nilai EVA yang dihasilkan perusahaan.

Tabel di bawah ini merupakan hasil perhitungan kinerja perusahaan yang termasuk ke dalam sektor perkebunan dengan menggunakan metode EVA selama periode 2003-2008:

**Tabel 4.2**  
**Perhitungan Kinerja Keuangan Dengan Metode EVA**

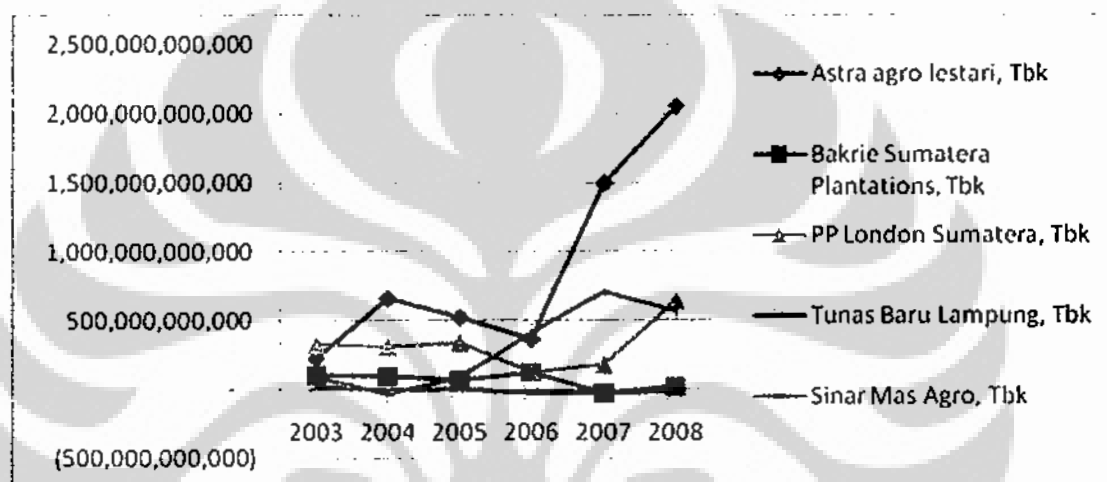
No.	Nama Perusahaan	EVA					
		2003	2004	2005	2006	2007	2008
1	Astra Agro Lestari (AAL)	221,374,890,970	657,878,941,341	519,948,762,483	361,099,247,602	1,497,164,068,429	2,058,643,737,552
2	Bakrie Sumatera Plantations (UNSP)	99,683,394,503	96,439,229,364	61,814,463,329	120,507,297,059	(28,182,500,487)	18,626,768,952
3	PP London Sumatera (LSIP)	328,464,065,476	308,146,254,267	340,382,073,912	122,760,597,875	176,648,330,663	646,489,962,294
4	Tunas Baru Lampung (TBLA)	25,396,904,631	(8,207,241,908)	754,457,746	(27,719,391,097)	(25,162,103,943)	(19,772,333,354)
5	Sinar Mas Agro (SMAR)	86,860,195,393	(34,211,770,702)	88,079,310,573	(27,719,391,097)	704,441,774,267	570,326,038,451

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan yang telah diolah

Berdasarkan pada Tabel 4.2 kita dapat mengetahui nilai EVA yang dapat dihasilkan perusahaan sangat bervariasi dari tahun ke tahun berikutnya. Nilai EVA sendiri menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai (*value creation*). Pada tahun 2003 nilai EVA tertinggi dalam sektor perkebunan dimiliki oleh PP London Sumatera Plantations, Tbk sebesar 328,464,065,476 rupiah. Nilai EVA yang sangat besar tersebut diperoleh Karena pada tahun tersebut perusahaan menghasilkan laba bersih yang sangat besar (310,909,000,000 rupiah) yang berdampak pada tingginya NOPAT LSIP yaitu sebesar 310,406,100,000 rupiah. Jika dibandingkan dengan dengan biaya modal yang dikeluarkan perusahaan, maka nilai NOPAT UNSP melebihi tingkat modal yang dikeluarkannya yang sebesar 636,453,525,000 rupiah. Dengan demikian, selisih nilai dari NOPAT dan biaya modal yang dikeluarkan perusahaan akan diperoleh nilai EVA yang besar pula.

Berdasarkan tabel 4.2 kita juga dapat menyimpulkan bahwa secara keseluruhan selama periode 2003-2008, Astra Agro Lestari, Tbk memiliki nilai EVA tertinggi dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan sejenis lainnya. Dan juga secara keseluruhan selama periode 2003-2008, Tunas Baru Lampung (TBLA) memiliki nilai EVA terendah dikarenakan terdapat hasil EVA negatif di tahun 2004, 2006 dan 2007.

**Grafik 4.2 Perbandingan Nilai EVA**



Sumber : data hasil olahan penulis

Faktor-faktor yang mempengaruhi perbedaan dalam penilaian kinerja perusahaan dengan menggunakan metode EVA dibandingkan dengan metode yang lain adalah struktur modal yang ditetapkan perusahaan, biaya modal sendiri, serta biaya bunga yang dibayarkan oleh perusahaan. Semakin tinggi nilai dari faktor tersebut dapat mengakibatkan biaya modal yang tinggi, sehingga nilai EVA perusahaan semakin kecil. Seperti yang disebutkan dalam landasan teori bahwa salah satu kelebihan EVA adalah dalam perhitungannya mempertimbangkan adanya biaya modal. Dengan demikian EVA negatif yang diperoleh perusahaan dapat disebabkan oleh besarnya biaya modal.

Nilai EVA positif memberikan arti bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih besar daripada tingkat biaya modal yang dikeluarkan oleh masing-

masing perusahaan. Tingkat pengembalian perusahaan diperoleh dengan cara membagi NOPAT dengan capital yang dimiliki oleh masing-masing perusahaan.

Dalam penelitian ini struktur modal sebuah perusahaan dapat diketahui melalui nilai dari *debt to equity ratio* (DER). Semakin tinggi nilai DER maka perusahaan menggunakan jumlah hutang yang lebih besar daripada modal sendiri sebagai sumber dana perusahaan, sebaliknya nilai DER yang rendah maka perusahaan menggunakan modal sendiri dengan jumlah yang lebih besar daripada jumlah hutang perusahaan sebagai sumber dana perusahaan.

Nilai DER yang tinggi maupun rendah belum dapat menunjukkan struktur modal yang optimal. Hal tersebut bergantung dari biaya antara hutang dan modal sendiri. Jika nilai DER tinggi tetapi nilai biaya bunga perusahaan rendah sehingga biaya hutangnya menjadi rendah.

Nilai EVA negatif memberikan arti bahwa tingkat pengembalian yang diperoleh setiap perusahaan tidak mampu menutupi biaya modal yang telah dikeluarkan. Nilai EVA yang negatif yang dialami umumnya akibat kerugian operasional bersih setelah pajak.

#### **4.1.3 Analisis Pengukuran Kinerja Keuangan Perusahaan Berdasarkan Metode 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 perusahaan kemudian dikalikan dengan jumlah saham yang beredar.

Berikut ini merupakan hasil perhitungan MVA untuk perusahaan dalam sektor perkebunan selama periode 2003-2008:

**Tabel 4.3**  
**Perbandingan Nilai MVA**

No.	Nama Perusahaan	MVA					
		2003	2004	2005	2006	2007	2008
1	Astra Agro Lestari (AAL)	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	12,261,905,000,000
2	Bakrie Sumatera Plantations (UNSP)	1,736,026,720,000	834,860,571,000	962,683,610,000	2,095,279,732,000	7,585,689,873,000	641,008,430,100
3	PP London Sumatera (LSP)	834,960,571,000	2,366,882,536,525	3,480,090,670,350	6,334,247,921,800	13,014,123,152,450	2,432,971,180,525
4	Tunas Baru Lampung (TELA)	357,136,064,000	357,136,064,000	386,308,333,000	599,952,604,040	2,208,716,197,590	775,998,918,670
5	Sinar Mas Agro (SMAR)	1,060,960,117,213	(330,409,882,252)	1,513,551,821,546	8,812,045,612,664	14,669,894,891,783	1,671,773,768,806

Sumber : Laporan Keuangan Perusahaan yang telah diolah

Berdasarkan pada tabel 4.3 secara keseluruhan nilai MVA Astra Agro Lestari, Tbk (AALI) lebih bagus daripada perusahaan-perusahaan lainnya dan selama periode 2003-2007 nilai MVA AALI selalu mengalami peningkatan. 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 28,000. Kenaikan harga saham yang sangat signifikan tersebut disebabkan oleh adanya ekspektasi pasar terhadap kenaikan harga CPO.

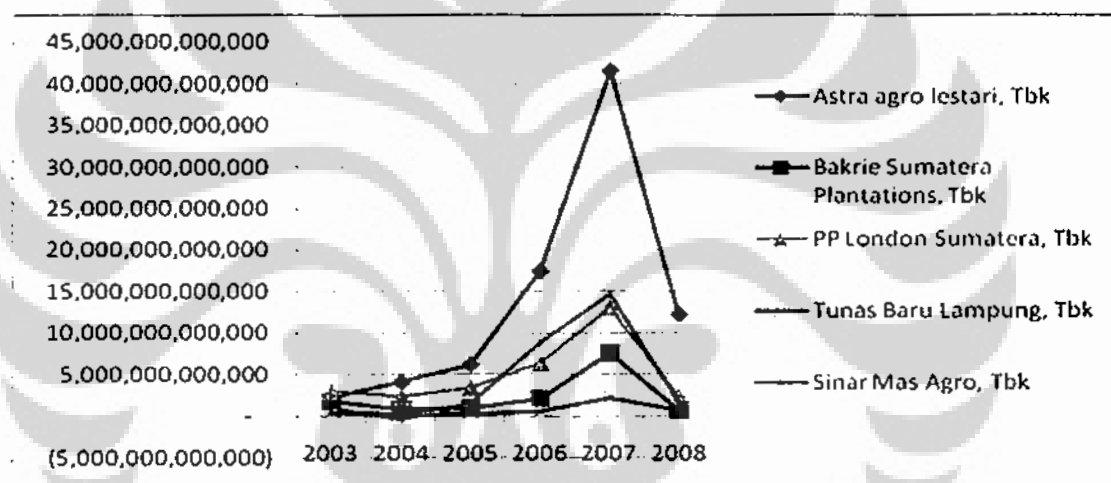
Selain itu alasan kenaikan harga saham tersebut juga dapat diakibatkan oleh keinginan AALI yang akan mengakuisisi lahan kosong seluas 200 ribu *hectare* (ha) di Pulau Kalimantan dan Sulawesi. Dengan melakukan akuisisi tersebut, perusahaan akan memiliki luas lahan sekitar 500 ribu ha, yang menjadikan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

Sinar Mas Agro (SMAR) pada tahun 2004 memiliki nilai MVA negatif, 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. Walaupun Sinar Mas Agro (SMAR) memiliki nilai MVA negatif, secara rata-rata nilai MVA yang terendah di antara perusahaan-perusahaan sektor perkebunan adalah Tunas Baru Lampung (TBLA).

Pada tahun 2008 secara keseluruhan nilai MVA perusahaan-perusahaan yang tergolong sektor perkebunan ini mengalami penurunan yang signifikan. Penurunan ini diakibatkan oleh pengaruh krisis finansial yang melanda semua industri tidak hanya industry perkebunan. Imbas dari krisis finansial tersebut harga-harga berbagai komoditas dunia mengalami penurunan, termasuk harga CPO.

**Grafik 4.3 Perbandingan Nilai Market Value Added (MVA)**



Sumber : data hasil olahan penulis

## 4.2 Uji statistik

### 4.2.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif perlu dilakukan untuk gambaran mengenai data yang digunakan dalam penelitian ini. Statistik deskriptif dari data yang digunakan diperoleh dengan pengolahan terlebih dahulu dengan program *SPSS 11.5 for Windows*. Beberapa parameter yang digunakan untuk menggambarkan suatu data yaitu:



- *Mean*: nilai rata-rata dari suatu data, yang diperoleh dengan menjumlahkan keseluruhan data dan membaginya dengan jumlah pengamatan.
- *Median*: nilai tengah (atau rata-rata dari dua nilai tengah) dari suatu data yang disusun dari terkecil hingga terbesar.
- *Maximum dan Minimum*: nilai maksimum dan minimum dari data sampel yang digunakan.
- *Standar Deviasi*: ukuran dari penyimpangan atau sebaran data.

Tabel 4.4

### Statistik Deskriptif Perusahaan Sektor Perkebunan Tahun 2003-2008

#### Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	.06152953207	2.907410622	70143988092	.603969882510	30
Residual	-1.194003463	3.290590763	00000000000	.005471836319	30
Std. Predicted Value	-1.060	3.652	.000	1.000	30
Std. Residual	-1.124	3.099	.000	.947	30

a. Dependent Variable: Return Saham

#### 4.3 Pengujian Hipotesis

Berikut ini merupakan hasil dari perhitungan regresi antara nilai *Return on Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)*, dan *Market Value Added (MVA)* sebagai variabel independen terhadap return saham sebagai variabel dependen.

Tabel 4.5

## Uji Regresi ROE, EVA dan MVA terhadap Return Saham

Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	MVA <sup>a</sup> , ROE, EVA	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Return Saham

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.515 <sup>a</sup>	.265	.180	1.0618966123	1.745

a. Predictors: (Constant), MVA, ROE, EVA

b. Dependent Variable: Return Saham

Pada Tabel 4.5 di atas besarnya *multiple correlation coefficient (R)* adalah 0.515 yang berarti adanya hubungan antara *Return on Equity, Economic Value Added (EVA), dan Market Value Added (MVA)* dengan *return saham*, artinya kenaikan dan penurunan *Return on Equity, Economic Value Added (EVA), dan Market Value Added (MVA)* umumnya berpengaruh terhadap keputusan menghitung tingkat *return saham*. Besarnya pengaruh atau *multiple coefficient of determination (R Square)* adalah sebesar 0.265 yang berarti hanya sebesar 26,5% varian *return saham* dapat dijelaskan oleh *Return on Equity (ROE), Economic Value Added (EVA), dan Market Value Added (MVA)* sedangkan sisanya 73.5% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar variabel yang diteliti. dari hasil tersebut dapat dikatakan bahwa variabel *Return on Equity, Economic Value Added (EVA), dan Market Value Added (MVA) (independent variable)* mempengaruhi *return saham (dependent variable)* adalah sangat kecil dapat dikatakan bahwa variabel independen tersebut tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

Besarnya nilai koefisien dari masing-masing variabel independen, dapat dilihat dari tabel 4.6 dan selanjutnya dapat dimasukkan kedalam persamaan untuk menguji hipotesis.

Tabel 4.6

### Uji Coefficient ROE, EVA dan MVA terhadap Return Saham

Model		Coefficients <sup>a</sup>					Collinearity Statistics	
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Tolerance	VIF
	B	Std. Error	Beta					
1	(Constant)	.143	.278		.515	.611		
	ROE	.965	.442	.441	2.186	.038	.694	1.440
	EVA	-1.930	1.682	-.352	-1.147	.262	.300	3.334
	MVA	.176	.092	.521	1.906	.068	.378	2.643

a. Dependent Variable: Return Saham

Berdasarkan dari tabel 4.6 menunjukkan bahwa return saham bernilai konstan sebesar 0.143, jika faktor-faktor yang lain tetap atau tidak berubah nilainya. Variabel *Return on Equity* (ROE) yang bernilai positif 0.965, menunjukkan bahwa hubungan / pengaruh *Return on Equity* (ROE) terhadap *return* saham adalah berbanding lurus sedangkan variabel *Economic Value Added* (EVA) yang bernilai negatif sebesar -1.930, menunjukkan bahwa hubungan/ pengaruh *Economic Value Added* (EVA) terhadap *return* saham adalah berbanding terbalik dan variabel *Market Value Added* (MVA) yang bernilai positif sebesar 0.176, menunjukkan bahwa hubungan/ pengaruh *Market Value Added* (MVA) terhadap *return* saham adalah berbanding lurus.

#### 4.3.1. Uji Koefisien Regresi Parsial

##### a) Pengujian Hipotesis *Return on Equity* (ROE) dengan Return Saham

Uji ini didasarkan pada hipotesis awal dan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya, dimana:

$H_0 : \beta_1 = 0$ , tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari *Return on Equity* terhadap *return* saham.

$H_a : \beta_1 \neq 0$ , terdapat pengaruh yang signifikan dari *Return on Equity* terhadap *return* saham

Berdasarkan pada tabel 4.6 *Return on Equity (ROE)* perusahaan yang memiliki koefisien beta sebesar 0.965 menunjukkan bahwa hubungan *Return on Equity (ROE)* terhadap *return* saham berbanding lurus, sehingga setiap kenaikan sebesar 1% pada *Return on Equity (ROE)* perusahaan menyebabkan tidak ada perubahan yang cukup berarti bagi manajer dalam memutuskan atau menghitung *return* saham karena nilainya hanya sebesar 0.965. Pada tabel 4.6 juga dapat dilihat nilai signifikansi *Return on Equity (ROE)* sebesar 0.038. Nilai signifikansi ini lebih kecil dibandingkan dengan nilai signifikan level yaitu sebesar 0.05.

**Pembahasan :**

$H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima, Variabel *Return on Equity (ROE)* pada tingkat kesalahan 5% mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

**b) Pengujian Hipotesis *Economic Value Added (EVA)* dengan *Return Saham***

Uji ini didasarkan pada hipotesis awal dan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya dimana:

$H_0 : \beta_2 = 0$ , tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari *Economic Value Added (EVA)* terhadap *return* saham.

$H_a : \beta_2 \neq 0$ , terdapat pengaruh yang signifikan dari *Economic Value Added (EVA)* terhadap *return* saham.

Berdasarkan pada tabel 4.6 dapat dilihat bahwa *Economic Value Added (EVA)* memiliki koefisien beta sebesar -1.930 menunjukkan bahwa hubungan *Economic Value Added (EVA)* terhadap *return* saham adalah berbanding terbalik, sehingga setiap penurunan sebesar 1% pada *Economic Value Added (EVA)* menyebabkan

kenaikan *return* saham tetapi dalam jumlah yang kurang cukup berarti dalam menghitung *return* saham karena nilainya hanya sebesar -1.930. Pada tabel 4.6 juga dapat dilihat nilai signifikansi *Economic Value Added (EVA)* sebesar 0.262. Nilai signifikansi ini lebih besar dibandingkan dengan nilai signifikan level yaitu sebesar 0.05.

#### **Pembahasan :**

$H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak. Pada uji regresi *Economic Value Added (EVA)* terhadap *return* saham tidak dapat membuktikan bahwa EVA memiliki pengaruh yang kuat terhadap *return* saham bukan berarti EVA merupakan pengukur kinerja perusahaan yang buruk. Adapun faktor-faktor yang menyebabkan tidak adanya hubungan antara EVA dengan *return* saham adalah sebagai berikut:

- Adanya keterbatasan data, karena jumlah perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah sebanyak 5 perusahaan dengan periode 6 periode tahun, dengan demikian masih terdapat kemungkinan perusahaan-perusahaan yang tidak dijadikan sampel penelitian mungkin dapat berpengaruh terhadap pengujian hipotesis jika dimasukkan ke dalam sampel penelitian
- Investor di pasar modal di Indonesia kurang mendasarkan pada *sell-buy decision* pada pendekatan fundamental. Jadi harga saham dan *stock return* di pasar lebih cenderung berbentuk karena faktor sentiment pasar, spekulasi dan sebagainya.
- Tingkat suku bunga bebas risiko (deposito ataupun SBI) dan tingkat pengembalian pasar (*market rate*). Tinggi rendahnya tingkat suku bunga akan mempengaruhi daya beli investor. Jika tingkat suku bunga bebas risiko meningkat, maka investor akan menanamkan modalnya pada pasar uang, namun sebaliknya jika *return* yang dapat diberikan dari pasar modal meningkat, maka para investor akan berinvestasi pada pasar modal.

- Kondisi pasar modal yang kemungkinan bersifat *weakform efficient*. Konsep EVA menghendaki keyakinan investor untuk mengandalkan pendekatan fundamental dalam keputusan penjualan dan pembelian saham. Sehingga konsep ini menghendaki adanya transparansi kondisi internal perusahaan karena hanya dengan cara ini EVA yang akurat dapat dihitung. Pada kenyataannya seringkali perusahaan kurang transparan dalam mengemukakan kondisi internalnya sehingga dapat menyulitkan investor yang akan melakukan perhitungan EVA yang akurat.
- Faktor-faktor lain yang berpengaruh terhadap perusahaan adalah adanya rumor atau isu-isu pasar, seperti misalnya *stock split*, *akuisisi*, *merger* ataupun keputusan-keputusan manajemen lainnya yang dapat mempengaruhi investor.

#### c) Pengujian *Market Value Added* (MVA) dengan Return Saham

Uji ini didasarkan pada hipotesis awal dan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya, dimana:

$H_0 : \beta_3 = 0$ , tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari *Market Value Added* (MVA) terhadap *return* saham.

$H_a : \beta_3 \neq 0$ , terdapat pengaruh yang signifikan dari *Market Value Added* (MVA) terhadap *return* saham.

Berdasarkan pada tabel 4.6 dapat dilihat bahwa *Market Value Added* (MVA) memiliki koefisien beta sebesar 0.176 menunjukkan bahwa hubungan *Market Value Added* (MVA) terhadap *return* saham berbanding lurus, sehingga setiap kenaikan sebesar 1% pada *Market Value Added* (MVA) perusahaan menyebabkan tidak ada perubahan yang cukup berarti bagi manajer dalam memutuskan atau menghitung *return* saham karena nilainya hanya sebesar 0.176. Pada tabel 4.6 juga dapat dilihat nilai signifikansi *Market Value Added* (MVA) sebesar 0.068. Nilai signifikansi ini lebih besar dibandingkan dengan nilai signifikan level yaitu sebesar 0.05.

### Pembahasan :

Ho diterima dan Ha ditolak, *Market Value Added (MVA)* pada tingkat kesalahan 5% tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

#### 4.3.2. Uji Regresi Berganda (Uji F)

Uji ini didasarkan pada hipotesis awal dan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya

Ho :  $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$ , tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen secara bersama terhadap *return* saham.

Ha : Paling tidak ada sebuah beta tidak sama dengan nol

Berdasarkan hal tersebut, maka dilakukan pengujian dengan melakukan uji F pada tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) 5% terhadap variabel-variabel bebas *Return on Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)*, dan *Market Value Added (MVA)* terhadap *return* saham sebagai variabel dependen dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.7

#### Hasil Uji Anova / F

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	10.579	3	3.526	3.127	.043 <sup>a</sup>
	Residual	29.318	26	1.128		
	Total	39.897	29			

a. Predictors: (Constant), MVA, ROE, EVA

b. Dependent Variable: Return Saham

Berdasarkan tabel 4.7 diatas diperoleh hasil F hitung sebesar 3.127 dan nilai signifikansi 0.043. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil daripada nilai signifikan level yaitu sebesar 0.05. Maka dapat disimpulkan bahwa *Return on Equity (ROE)*,

*Economic Value Added (EVA)*, dan *Market Value Added (MVA)* secara bersama mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham.

#### **Pembahasan :**

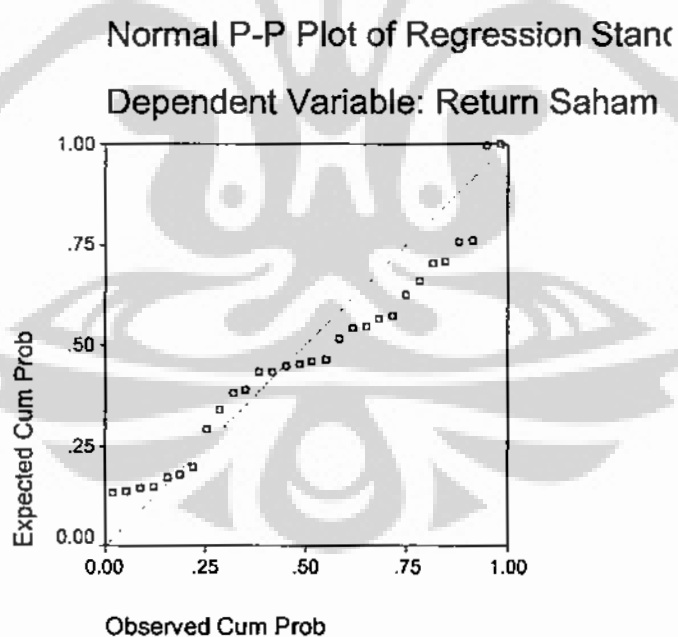
$H_0$  ditolak berarti paling tidak ada sebuah beta tidak sama dengan nol. Implikasinya bahwa paling tidak ada sebuah variabel yang berpengaruh terhadap *return* saham.

#### **4.4 Uji Asumsi Klasik**

##### **4.4.1 Uji Normalitas**

Hasil uji normalitas *Return on Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)*, dan *Market Value Added (MVA)* dapat dilihat pada tabel di bawah ini :

**Gambar 4.1**



Berdasarkan P-P Plot data cenderung normal karena titik-titik bergerak di sepanjang garis.



#### 4.4.2 Uji Multikolinearitas

Pengujian multikolinearitas dilakukan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (*independent*). Model regresi yang baik adalah jika tidak terjadi korelasi yang kuat antar variabel. Korelasi yang kuat jika nilai VIF (*Variance Inflationary Factor*) lebih besar atau sama dengan 10 atau dengan nilai tolerance lebih kecil dari 0.1.

Dari tabel 4.6 di atas dapat disimpulkan bahwa nilai tolerance tidak ada menunjukkan nilai dibawah 10% atau dengan cara melihat nilai *VIF (variance inflationary factor)* dimana tidak ada nilai yang lebih dari 10, maka dapat dikatakan bahwa persamaan regresi ini tidak ada masalah multikolinearitas (Imam Ghozali, 2002, hal. 59).

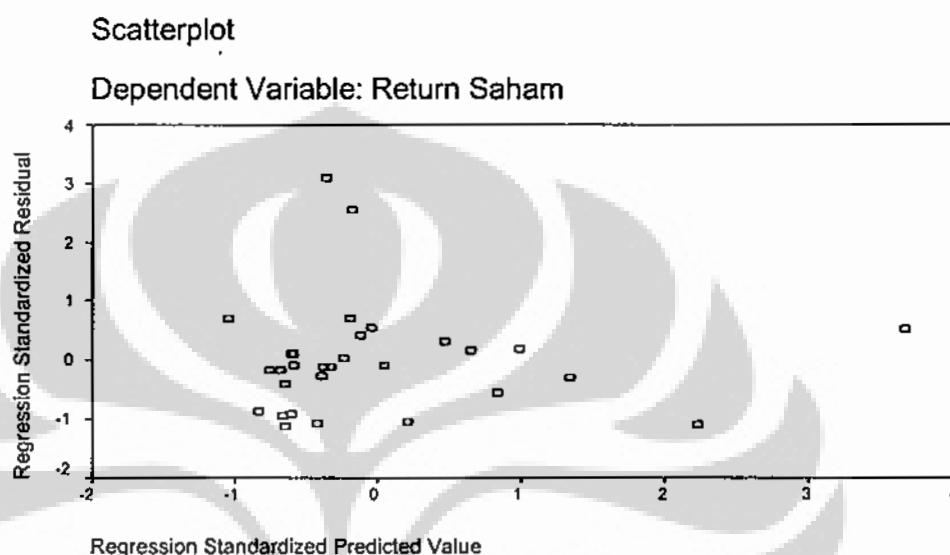
#### 4.4.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas ini dilakukan bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ini terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Selain itu untuk mengetahui apakah varians dari setiap kesalahan pengganggu bersifat heterogen atau homogen.

Hasil uji heteroskedastisitas dapat dilihat pada tabel di bawah ini :

**Gambar 4.2**

**Hasil Uji Heteroskedastisitas**



Dalam uji heteroskedastisitas, dari hasil uji terhadap variabel dependen *Return on Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)*, dan *Market Value Added (MVA)* terhadap *return* saham terlihat tidak membentuk suatu pola sehingga dapat dikatakan tidak terjadi heteroskedastisitas. Tidak terjadi heteroskedastisitas apabila penyebaran data dalam scatterplot menyebar atau tidak membentuk suatu pola tertentu dan jika membentuk pola-pola tertentu, seperti garis menunjukkan adanya gejala heteroskedastisitas.

#### 4.4.4 Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi dilakukan untuk menguji apakah suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu. Pengujian autokorelasi dilakukan dengan melihat nilai *Durbin-Watson*.

Dari Tabel diatas dengan melihat Durbin Watson hitung sebesar 1.745 sehingga dapat disimpulkan bahwa regresi ini tidak ada masalah dengan

**Universitas Indonesia**

autokorelasi. Model analisis yang telah direvisi dan telah bebas juga dari masalah heteroskedastisitas, setelah dianalisis tidak terdapat gejala multikolinearitas dan autokorelasi baik yang bersifat positif maupun yang bersifat negatif, sehingga model diatas dapat digunakan untuk analisis selanjutnya.

#### 4.5 Kesimpulan Hasil Penelitian :

Berdasarkan hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa ROE dan MVA mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *return* saham, sedangkan MVA memiliki pengaruh yang positif tetapi tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham dan EVA mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini belum sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Lehn dan Mahkija (1996) dan George Bannet Streart III (1991). Lehn dan Mahkija (1996) yang menguji hubungan EVA / MVA dengan *stock return* dari 241 perusahaan yang termasuk dalam peningkatan penciptaan nilai untuk tahun 1987, 1988, dan 1993. Hasil pengujian menyimpulkan bahwa semuanya menunjukkan hubungan positif dengan balikan saham, tetapi walaupun perbedaannya tidak terlalu besar ternyata hubungan EVA dengan balikan saham mempunyai hubungan yang lebih tinggi.

Sementara itu, berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh George Bannet Stewart III (1991), menguji sampel 476 perusahaan industri pada pasar modal selama tahun 1984-1988, melalui analisis regresi setiap perubahan MVA terhadap EVA serta ukuran-ukuran umum kinerja perusahaan seperti ROE, EPS, dan lain-lain. Hasilnya menunjukkan EVA memiliki nilai yang lebih tinggi sedangkan ROE dan EPS lebih rendah dari itu.

Berdasarkan penelitian ini juga dapat disimpulkan bahwa ROE memiliki pengaruh yang kuat dibandingkan dengan EVA. Hal ini sesuai dengan penelitian Dodd dan Chen pada tahun 1996 yang diperoleh hasil bahwa baik EVA maupun ROE dapat lebih menunjukkan korelasi dengan *return* saham dibandingkan pengukur kinerja lainnya seperti EPS, ROE, dan lain-lain. Namun korelasi EVA

tersebut terhadap *return* saham masih jauh dari yang diharapkan. ROE masih lebih menunjukkan korelasi yang kuat terhadap *return* saham dibandingkan EVA.

Hasil dari penelitian ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Hartono dan Chendrawati (1997) yang melakukan penelitian di BEI dengan sampel perusahaan-perusahaan yang termasuk ke LQ 45, memperoleh hasil bahwa ROE merupakan kinerja yang lebih baik terhadap EVA. Hasil tersebut senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Dodd dan Chen.

Sementara itu juga mendukung hasil dari penelitian yang dilakukan Rousana (1997) dimana dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa EVA belum banyak digunakan oleh para investor (asing maupun domestik) di BEI pada periode 2005-2008. Sebagai alat untuk menganalisis kinerja suatu perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa EVA pada perusahaan-perusahaan yang listed di BEI tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Rousana mengungkapkan tidak signifikannya EVA membuktikan bahwa belum efisiennya pasar modal Indonesia (BEI), para investor belum menggunakan sepenuhnya informasi yang tersedia untuk menganalisis suatu saham perusahaan, sehingga harga saham yang terjadi belum mencerminkan semua informasi yang ada.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN – SARAN

#### 5.1 KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisa yang diuraikan di dalam bab sebelumnya, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

- Kinerja keuangan dari perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam sektor perkebunan diperoleh hasil yang berbeda-beda di antara *Return on Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)*, *Market Value Added (MVA)*. Berdasarkan metode *Return on Equity (ROE)*, perusahaan yang memiliki kinerja terbaik selama periode 2003 hingga 2008 adalah PP London Sumatera Tbk. Berdasarkan metode *Economic Value Added (EVA)* perusahaan yang dapat menciptakan nilai tertinggi pada tahun 2003-2008 adalah Astra Agro Lestari Tbk. Berdasarkan metode *Market Value Added (MVA)* perusahaan yang mencapai nilai tertinggi pada periode 2003-2008 adalah Astra Agro Lestari, Tbk.
- Secara parsial *Return on Equity (ROE)* mempengaruhi secara signifikan terhadap *return* saham perusahaan perkebunan di BEI tahun 2003-2008 sedangkan *Economic Value Added (EVA)* dan *Market Value Added (MVA)* tidak mempengaruhi secara signifikan terhadap *return* saham perkebunan yang terdaftar di BEI tahun 2003-2008.
- Variabel independen yang digunakan dalam penelitian, yaitu *Return on Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)*, *Market Value Added (MVA)* secara

Universitas Indonesia

bersama mempunyai pengaruh yang nyata dan signifikan terhadap *return* saham perusahaan-perusahaan perkebunan di BEI tahun 2003-2008.

## 5.2 SARAN-SARAN

Berdasarkan kesimpulan penelitian, berikut ini direkomendasikan beberapa saran :

- Perusahaan dapat meningkatkan kinerja keuangan berdasarkan metode EVA dengan cara :
  - ✓ Meningkatkan laba operasional perusahaan dengan meningkatkan atau mempertahankan penjualan dan menekan biaya produksi dalam hal ini adalah harga pokok penjualan (HPP) serta biaya operasional perusahaan.
  - ✓ Mengurangi biaya modal yang terjadi dengan cara menekan biaya hutang perusahaan. Biaya hutang dapat ditekan melalui pengurangan penggunaan biaya hutang, Karena semakin tinggi penggunaan hutang akan mengakibatkan semakin tinggi pula biaya hutang perusahaan.
- Penelitian ini menguji pengaruh antara *Return on Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)* dan *Market Value Added (MVA)* terhadap *return* saham dengan alat analisa regresi. Untuk penelitian berikutnya disarankan untuk menggunakan alat analisa lain seperti *New Earning per Share (EPS)*, *Price to Book Value (PBV)*, *REVA*, dan lain-lain
- Penelitian selanjutnya diharapkan untuk memperbanyak jumlah sampel dan memperpanjang periode pengamatan untuk meningkatkan nilai koefisien determinasi.

### 5.3 KETERBATASAN PENELITIAN

Meskipun penelitian ini telah dirancang dengan sebaik-baiknya, namun masih terdapat beberapa keterbatasan yaitu :

- Keterbatasan dalam mengambil variabel yang digunakan dalam penelitian, yaitu hanya terbatas pada variabel-variabel akuntansi saja, dengan tidak melibatkan faktor ekonomi makro seperti tingkat suku bunga, tingkat inflasi, dan lain-lain
- Keterbatasan dalam menggunakan rasio keuangan perusahaan hanya diwakili oleh tiga buah rasio keuangan, yaitu *Return on Equity (ROE)*, *Economic Value Added (EVA)*, dan *Market Value Added (MVA)*, sebab terdapat kemungkinan rasio-rasio keuangan lain yang lebih signifikan pengaruhnya terhadap *return* saham

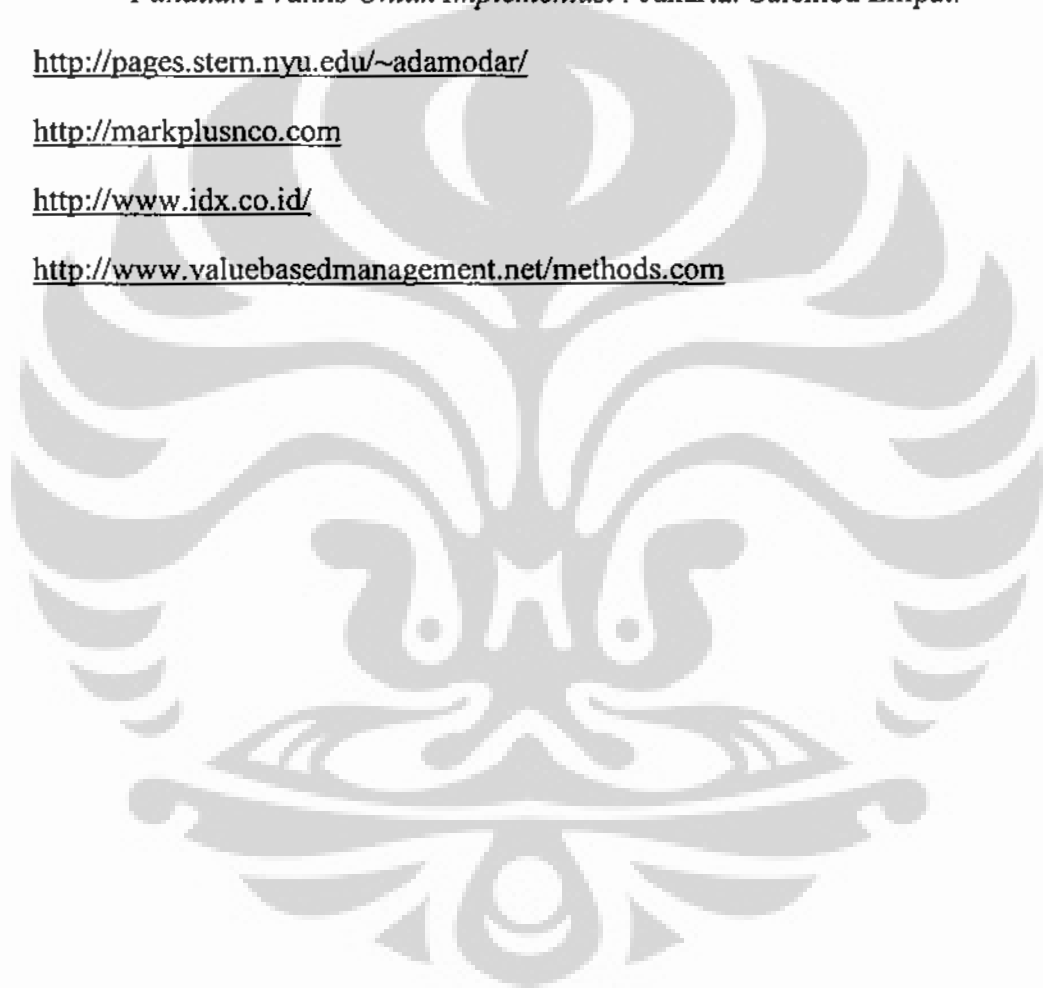
## DAFTAR PUSTAKA

- Anthony, R. N., & Govindarajan, V. (2007). *Management Control Systems*. New York: McGraw-Hill.
- Budi W. Soetjipto., EVA, *Fakta dan Permasalahannya*, Usahawan No. 04, April 1997, hal 14-15.
- 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.
- Cates, D.C. (1998), *Turning Share Holder Value Into Stock Price*, ABA Banking Journal.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. New York: McGraw-Hill.
- Easton and Harris, *Journal of Accounting Research*, Vol. 29 No.1, Printed in USA, Spring 1999.
- Ehrbar, A., & Stewart, S. (1998). *EVA: The Real Key to Creating Wealth*. Canada: John Wiley & Sons, Inc.
- Finearty, John D. *Coorporate Financial Analysis*. Mc Graw Hill, Inc. 1986.
- Grant, J. I. (2003). *Foundation of Economic Value Added*. Canada: John Wiley & Sons, Inc.
- Gujarati, Damodar, *Basic Econometrics*, 3rd edition, McGraw-Hill International edition, New York, 1995.
- Gujarati, Damodar, *Essentials of Econometrics*, 2<sup>nd</sup> edition, McGraw-Hill International edition, New York, 1999.
- Husnan, Suad. 1998. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, Edisi 4, Buku 1. UPP AMP YKPN. Yogyakarta
- Koutsoyianis, *Theory of Econometrics*, 2<sup>nd</sup> edition, Macmillan Publisher Ltd, London, 1985.



- Libby, R., Libby, P. A., & Short, D. G. (2004). *Financial Accounting (4th Edition)*. New York: McGraw-Hill.
- O'Byrne, Stephen F. 1996. *EVA and Market Value*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol 9, Spring
- 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.
- Rousana, Mike. 1997. *Tulisan utama : Memanfaatkan EVA untuk Menilai Perusahaan di Pasar Modal Indonesia*, Majalah Usahawan No. 4 Th. XXVI, April 1997. Jakarta.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2008). *Modern Financial Management*. New York: McGraw-Hill.
- Santoso, Singgih. 1999. *Spss*. Elex Media Komputindo. Jakarta
- Stephens, Kenneth R, Ronald R. Bartunek. 1997. *What is Economic Value Added? A practioner's View (Corporate Performance Measure)*, Business Credit vol. 99 Nomor 4 tahun 1997.
- 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*. NewYork: Harpe Collins.
- Taufik, 2001. *Penerapan EVA di Mancanegara*, Jakarta.
- Tunggal, A. W. (2008). *Pengantar Konsep EVA dan Value Based Management (VBM)*. Jakarta: Harvarindo.
- Utama Siddharta. 1997. *Economic Value Added : Pengukur Penciptaan Nilai Perusahaan*, Majalah Usahawan No. 04 th. XXVI, April 1997. Jakarta
- Weston, J. Fred and Eugene F. Brigham. 1997. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Jilid 2, Edisi Kesembilan. Penerbit Erlangga. Jakarta.
- White, G. I., Sondhi, A. C., & Fried, D. (2003). *The Analysis and Use of Financial Statements*. United Stated of America: John Willey & Sons.

- Wijayanti, Murti. 2000. *Analisa Pengaruh Economic Value Added (EVA) terhadap Market Value Added (MVA) Pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*. Laporan Penelitian Magister Manajemen Universitas Gadjah Mada. Magister Manajemen Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta.
- Wild, J. J., Subramanyam, K. R., & Halsey, R. F. (2007). *Financial Statement Analysis (Ninth Edition)*. NewYork: 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://markplusnco.com>
- <http://www.idx.co.id/>
- <http://www.valuebasedmanagement.net/methods.com>



Perhitungan ROE, EVA dan MVA PT. ASTRA-AGRO LESTARI, Tbk  
Adjusted NOPAT AALI

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Net Income	280.650.000,000	800.784.000,000	790.410.000,000	790.410.000,000	787.318.000,000	1.073.426.000,000	2.631.019.000,000
Interest Expense	133.081.000,000	115.642.000,000	31.858.000,000	31.858.000,000	25.040.000,000	7.434.000,000	179.000,000
After Tax Interest Expense	93.156.700,000	80.948.000,000	22.370.000,000	22.370.000,000	17.528.000,000	5.203.800,000	125.300,000
NOPAT	373.816.700,000	881.713.000,000	812.780.000,000	812.780.000,000	804.846.000,000	1.978.631.800,000	2.631.144.300,000
Bad Debt Reserve	3.025.000,000	3.681.000,000	9.133.000,000	9.133.000,000	1.661.000,000	410.000,000	146.000,000
Deferred Income Tax Liabilities	35.069.000,000	44.369.000,000	32.074.000,000	32.074.000,000	34.185.000,000	32.871.000,000	26.735.000,000
Cumulative Intangible Assets Amortization	27.819.000,000	37.178.000,000	33.237.000,000	37.530.000,000	41.859.000,000	47.566.000,000	53.941.000,000
LIFO Reserve	134.000,000	145.000,000	26.000,000	433.000,000	225.000,000	0	21.537.000,000
Inventory Obsolescence Reserve							
Restructuring							
Total Equity Equivalent	15.372.000,000	74.470.000,000	83.322.000,000	83.322.000,000	77.850.000,000	80.947.000,000	102.361.000,000
Bad Debt Reserve	656.000,000	5.452.000,000			(7.452.000,000)	(1.271.000,000)	(202.000,000)
Deferred Income Tax Liabilities	8.399.000,000	12.284.000,000	4.152.000,000	4.152.000,000	(2.041.000,000)	(1.214.000,000)	(5.230.000,000)
Cumulative Intangible Assets Amortization	9.259.000,000	(3.841.000,000)	4.293.000,000	4.293.000,000	4.329.000,000	5.707.500,000	6.375.000,000
LIFO Reserve							
Inventory Obsolescence Reserve	11.000,000	(119.000,000)	407.000,000	407.000,000	(208.000,000)	(225.000,000)	21.537.000,000
Restructuring							
Total Perubahan pada Equity Equivalent	18.325.000,000	(10.902.000,000)	8.852.000,000	8.852.000,000	(5.372.000,000)	2.997.000,000	21.414.000,000
Adjusted NOPAT	392.141.700,000	870.811.400,000	821.632.600,000	821.632.600,000	799.474.000,000	1.981.628.800,000	2.652.558.300,000

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Tahun	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Short Term Debt	7.214.000,000	5.000.000,000	5.000.000,000	255.250.000,000	5.000.000,000	0
Current Portion	82.532.000,000	187.853.000,000	1092.100.000,000	0	0	4.085.000,000
Senior Long Term Debt	643.753.000,000	100.812.000,000	18.996.000,000	0	100.000.000,000	0
Total Debt	733.499.000,000	674.435.000,000	211.589.000,000	266.171.000,000	105.000.000,000	4.085.000,000
Income Tax Rate	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Interest Expense	133.081.000,000	115.642.000,000	31.858.000,000	25.040.000,000	7.434.000,000	179.000,000
Cost of Debt	17.68%	17.15%	15.10%	9.41%	7.08%	4.36%
After Tax Cost of Debt	12.38%	12.00%	10.57%	6.58%	4.96%	3.07%

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
US Market Risk	4.82%	4.84%	4.80%	4.91%	4.79%	5.00%
Country Risk	8.25%	8.25%	7.50%	5.23%	4.50%	7.85%
MRP Indonesia	13.07%	13.08%	12.30%	10.16%	9.29%	12.88%

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PT. Astra Agro Lestari, Tbk	1.09	0.88	1.33	0.84	1.44	0.93

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
U.S. Treasury Bond Rate	1.31%	0.87%	2.25%	4.15%	5.00%	2.90%
Beta	1.09	0.88	1.33	0.94	1.44	0.93
U.S. Equity Risk Premium	4.82%	4.84%	4.80%	4.91%	4.79%	5.00%
Country Risk Premium	8.25%	8.25%	7.50%	5.23%	4.50%	7.85%
Cost of Equity (f)	14.81%	13.46%	16.13%	14.02%	16.40%	15.43%
Cost of Equity (Rp)	15.25%	15.16%	16.24%	17.73%	18.24	18.72%

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Interest bearing debt	753.489.000,000	674.426.000,000	211.589.000,000	266.171.000,000	105.000.000,000	4.085.000,000
(*) Equity	1.515.543.000,000	2.085.335.000,000	2.622.642.000,000	2.748.567.000,000	4.050.602.000,000	5.158.245.000,000
(**) Equity Equivalent	85.372.000,000	74.470.000,000	83.322.000,000	77.850.000,000	80.947.000,000	102.361.000,000
Total Capital	2.354.414.000,000	2.814.231.000,000	2.917.553.000,000	3.092.688.000,000	4.246.549.000,000	5.282.891.000,000
Proportion	32.00%	23.96%	7.25%	8.61%	2.47%	0.06%
Debt to Capital	68.00%	76.04%	92.75%	91.39%	97.53%	99.97%
Equity to Capital						

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cost of Equity	15.25%	16.18%	18.24%	17.73%	18.24%	18.72%
(*) Proportion to Equity	68.00%	76.04%	92.75%	91.39%	97.53%	99.97%
(**) Cost of Debt After Tax	12.38%	12.00%	10.57%	6.58%	4.96%	3.07%
(*) Proportion Debt	32.00%	23.96%	7.25%	8.61%	2.47%	0.06%
WACC	14.33%	15.16%	17.88%	16.77%	18.89%	18.71%

Perhitungan Invested Capital PT. Astra Agro Lestari, Tbk

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Net Operating Asset	145,945,000,000	218,033,000,000	283,784,000,000	171,404,000,000	618,896,000,000	929,489,000,000
Net Plant, property, and equipment	927,345,000,000	1,063,592,000,000	1,294,715,000,000	2,544,653,000,000	1,765,574,000,000	2,001,772,000,000
Intangibles	46,855,000,000	49,721,000,000	48,709,000,000	45,082,000,000	66,947,000,000	73,953,000,000
Other Assets	29,192,000,000	32,101,000,000	32,095,000,000	52,031,000,000	74,702,000,000	85,378,000,000
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	53,841,000,000
Bad-debt reserve	3,681,000,000	9,133,000,000	9,133,000,000	1,681,000,000	410,000,000	149,000,000
Capitalized research and development						
Invested Capital	1,191,096,000,000	1,402,817,000,000	1,705,876,000,000	2,613,812,000,000	2,565,095,000,000	3,174,681,000,000

Perhitungan EVA PT. Astra Agro Lestari, Tbk

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
NOPAT	392,141,760,000	870,611,400,000	891,832,600,000	799,474,000,000	1,981,628,800,000	2,652,556,300,000
WACC	14.33%	15.18%	17.68%	16.77%	18.69%	18.71%
Invested Capital	1,191,990,000,000	1,402,817,000,000	1,705,876,000,000	2,613,912,000,000	2,565,095,000,000	3,174,681,000,000
EVA	221,374,690,970	657,676,941,341	519,948,762,483	361,089,247,602	1,497,164,068,429	2,058,643,737,582
Total Ekuitas	2,774,384,000,000	2,085,535,000,000	2,622,642,000,000	2,746,567,000,000	4,060,602,000,000	5,156,245,000,000
EVA	0.0788	0.3185	0.1983	0.1314	0.3687	0.3993

Perhitungan MVA PT. Astra Agro Lestari, Tbk

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Shares Price	1,725	3,100	4,900	12,600	28,000	9800
Outstanding Shares	1,543,175,000	1,572,899,500	1,574,745,000	1,574,745,000	1,574,745,000	1,574,745,000
Market Value of equity	2,661,876,875,000	4,875,957,499,500	7,716,250,500,000	19,841,787,000,000	44,092,860,000,000	15,432,501,000,000
Market Value of debt	753,499,000,000	674,429,000,000	211,569,000,000	269,171,000,000	105,000,000,000	4,085,000,000,000
Total Market Value	3,415,475,875,000	5,550,386,499,500	7,927,819,500,000	20,107,958,000,000	44,197,860,000,000	15,436,586,000,000
Invested Capital	1,191,996,000,000	1,402,817,000,000	1,705,876,000,000	2,613,912,000,000	2,565,095,000,000	3,174,681,000,000
MVA	2,223,479,875,000	4,147,569,499,500	6,221,943,500,000	17,494,046,000,000	41,632,765,000,000	12,261,905,000,000
Total Ekuitas	2,774,384,000,000	2,085,535,000,000	2,622,642,000,000	2,746,567,000,000	4,060,602,000,000	5,156,245,000,000
MVA	0.8014	2.0082	2.3724	6.3648	10.2528	2.3781

Perhitungan RDE PT. Astra Agro Lestari, Tbk

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	17.56%	18.92%	38.77%	30.14%	28.64%	36.10%

Perhitungan ROE, EVA dan MVA PT. BAKRIE SUMATERA PLANTATIONS, Tbk

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Net Income	80,069,111,000	95,587,152,000	115,715,575,000	172,897,520,000	206,575,272,000	173,560,364,000	169,883,710,000
Interest Expense	32,084,484,000	41,485,385,000	45,269,671,000	70,178,893,000	169,803,767,000	132,288,597,000	132,288,597,000
After Tax Interest Expense	22,439,124,800	29,039,768,500	31,702,769,700	48,125,925,100	119,882,636,000	95,857,981,000	95,857,981,000
NOPAT	102,578,235,800	124,606,921,500	147,413,344,700	222,023,445,100	244,424,307,000	305,719,655,000	305,719,655,000
Bad Debt Reserve	20,401,520,000	26,245,250,000	26,245,250,000	22,313,251,000	30,718,955,000	30,718,955,000	30,718,955,000
Deferred Income Tax Liabilities	4,430,623,000	6,218,897,000	21,587,852,000	10,774,817,000	13,526,305,000	18,208,710,000	15,773,734,000
Cumulative Intangible Assets Amortization	1,270,059,000	1,524,119,000	1,019,604,000	5,738,403,000	10,457,002,000	19,431,697,000	28,599,195,000
LIFO Reserve							
Inventory Obsolescence Reserve							
Restructuring							
Total Equity Equivalent	28,202,191,000	33,918,266,000	54,832,906,000	38,826,468,000	48,407,684,000	68,563,468,000	75,944,672,000
Bad Debt Reserve	46,926,790,000	57,317,240,000	3,933,999,000	(3,933,999,000)	2,111,136,000	9,295,569,000	2,658,698,000
Deferred Income Tax Liabilities	1,788,224,000	21,368,065,000	(16,813,040,000)	(16,813,040,000)	4,682,411,000	(2,434,982,000)	(2,434,982,000)
Cumulative Intangible Assets Amortization	254,020,000	(504,315,000)	4,719,599,000	8,974,695,000	8,974,695,000	7,157,498,000	7,157,498,000
LIFO Reserve							
Inventory Obsolescence Reserve							
Restructuring							
Total Perubahan pada Equity Equivalent	7,785,968,000	20,864,640,000	(16,028,440,000)	9,581,228,000	20,155,774,000	7,584,303,000	7,584,303,000
Adjusted NOPAT	110,314,203,000	145,471,961,500	131,391,904,700	231,604,673,100	345,593,682,000	313,442,264,000	313,442,264,000

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Short Term Debt	42,325,000,000	33,000,000,000	2,019,145,000	778,445,000	3,113,002,000	2,628,124,000
Current Portion	46,926,790,000	75,431,840,000	560,000,231,000	900,881,618,000	1,415,196,210,000	1,079,699,559,000
Senior Long Term Debt	485,523,427,000	478,128,456,000	582,079,396,000	801,860,061,000	1,418,309,212,000	1,682,528,862,000
Total Debt	574,775,217,000	584,560,306,000	30,601,536,231,000	1,581,106,524,000	3,031,506,224,000	3,764,361,846,000
Income Tax Rate	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Interest Expense	32,084,484,000	41,485,385,000	45,269,671,000	70,178,893,000	169,803,767,000	132,288,597,000
Cost of Debt	5.8%	7.1%	8.0%	7.8%	11.9%	11.2%
After Tax-Cost of Debt	3.9%	4.9%	5.6%	5.4%	8.3%	7.8%

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
US Market Risk	4.82%	4.84%	4.80%	4.91%	4.79%	5.00%
Country Risk	8.25%	8.25%	7.50%	5.25%	4.50%	2.88%
MRP Indonesia	13.07%	13.08%	12.30%	10.16%	9.29%	12.88%

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk	1.09	0.96	1.43	1.31	1.5	1.2

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
U.S. Treasury Bond Rate	1.31%	0.97%	2.25%	4.15%	5.00%	2.90%
Beta	1.09	0.96	1.43	1.31	1.50	1.20
U.S. Equity Risk Premium	4.82%	4.84%	4.80%	4.91%	4.79%	5.00%
Country Risk Premium	8.25%	8.25%	7.50%	5.25%	4.50%	2.88%
Cost of Equity (f)	14.81%	13.87%	16.81%	15.83%	18.09%	16.76%
Cost of Equity (Rp)	19.25%	17.21%	19.32%	16.86%	19.23%	18.98%

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Interest bearing debt	574,775,217,000	584,560,306,000	562,079,396,000	901,660,081,000	1,418,309,212,000	1,682,528,862,000
(+) Equity	98,022,610,000	409,578,996,000	490,727,471,000	642,485,319,000	2,395,205,890,000	2,470,178,284,000
(*) Equity Equivalent	28,202,788,000	54,832,906,000	39,628,466,000	48,407,684,000	68,563,468,000	68,563,468,000
Total Capital	700,000,325,000	1,047,972,208,000	1,091,635,333,000	1,592,553,074,000	3,872,076,660,000	4,221,268,434,000
Proportion						
Debt to Capital	82.11%	55.78%	51.49%	56.62%	38.63%	39.86%
Equity to Capital	17.89%	44.22%	48.51%	43.38%	61.37%	60.14%

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cost of Equity	16.25%	17.21%	19.32%	16.89%	19.23%	18.98%
(*) Proportion to Equity	17.89%	44.22%	48.51%	43.38%	61.37%	60.14%
(*) Cost of Debt After Tax	3.91%	4.97%	5.64%	5.45%	8.39%	7.86%
(*) Proportion Debt	82.11%	55.78%	51.49%	56.62%	38.63%	39.86%
WACC	5.94%	10.38%	12.28%	10.41%	15.26%	14.55%

	Perhitungan Invested Capital: UNSP						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
Net Operating Asset	(68.240.361.000)	7.383.338.000	148.010.447.000	482.308.235.000	977.499.625.000	244.914.771.000	
Net Plant, property, and equipment	229.142.133.000	313.949.091.000	269.228.994.000	340.382.290.000	741.089.723.000	743.285.954.000	
Intangibles	2.675.861.000	92.689.448.000	97.989.847.000	83.251.248.000	511.689.495.000	485.099.299.000	
Other Assets	17.726.475.000	31.024.208.000	35.499.744.000	128.828.177.000	169.606.480.000	493.129.592.000	
LIFO Reserve							
Accumulated goodwill amortization	1.524.119.000	1.019.604.000	5.738.403.000	10.457.002.000	19.431.697.000	26.589.195.000	
Bad-debt reserve	26.245.260.000	26.245.260.000	22.313.251.000	24.424.387.000	30.719.956.000	33.328.644.000	
Capitalized research and development							
Invested Capital	179.073.497.000	472.309.735.000	566.760.586.000	1.087.490.329.000	2.450.034.964.000	2.028.397.455.000	

	Perhitungan EVA UNSP						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
NOPAT	110.014.203.800	145.871.581.500	131.391.904.700	231.604.673.100	345.593.682.900	313.442.204.000	
WACC	5,94%	10,36%	12,28%	10,41%	15,26%	14,55%	
Invested Capital	179.073.497.000	472.309.735.000	566.760.586.000	1.087.490.329.000	2.450.034.964.000	2.028.397.455.000	
EVA	88.683.394.503	96.439.229.384	61.814.483.320	120.807.297.059	(26.182.500.487)	18.626.768.952	
Total Ekuitas	723.564.790.000	408.675.996.000	490.727.471.000	642.485.319.000	597.541.360.000	673.245.890.000	
EVA	0,1378	0,2360	0,1260	0,1876	-0,0460	0,0277	

	Perhitungan MVA PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
Share Price	575	310	415	970	2.275	2.600	
Outstanding Shares	2.331.000.000	2.331.000.000	2.331.000.000	2.331.000.000	3.787.875.000	3.787.875.000	
Market Value of equity	1.340.329.000.000	722.810.000.000	967.965.000.000	2.281.970.000.000	8.617.419.625.000	9.84.879.203.100	
Market Value of debt	574.775.217.000	584.566.308.000	562.079.396.000	981.660.061.000	1.418.309.212.000	1.882.526.892.000	
Total Market Value	1.915.100.217.000	1.307.376.308.000	1.529.444.396.000	3.162.729.837.000	10.035.724.837.000	2.887.405.885.100	
Invested Capital	179.073.497.000	472.309.735.000	566.760.586.000	1.087.490.329.000	2.450.034.964.000	2.028.397.455.000	
MVA	1.736.026.720.000	834.866.571.000	962.683.810.000	2.095.219.732.000	7.585.689.873.000	841.008.430.100	
Total Ekuitas	723.564.790.000	408.675.996.000	490.727.471.000	642.485.319.000	587.541.360.000	673.245.890.000	
MVA	2,3993	2,0433	1,9617	3,2672	12,9109	0,9321	

	Perhitungan ROE PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk		
	2003	2004	2005
	80,96%	80,86%	83,39%
			23,58%
			26,91%
			13,85%

Perhitungan ROE, EVA, dan MVA PP LONDON SUMATERA, Tbk  
Adjusted NOPAT LSlIP

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Net Income	310,909,000,000	247,198,000,000	355,724,000,000	303,105,000,000	564,034,000,000	927,595,000,000	927,595,000,000	
Interest Expense	4,603,000,000	60,709,000,000	72,091,000,000	74,985,000,000	72,342,000,000	43,227,000,000	43,227,000,000	
After Tax Interest Expense	3,222,100,000	56,496,300,000	50,463,700,000	52,489,500,000	50,639,400,000	30,258,000,000	30,258,000,000	
<b>NOPAT</b>	<b>314,131,000,000</b>	<b>303,694,300,000</b>	<b>406,187,700,000</b>	<b>355,594,500,000</b>	<b>614,673,400,000</b>	<b>957,613,900,000</b>	<b>957,613,900,000</b>	
Bad Debt Reserve	36,200,000,000	22,489,000,000	52,028,000,000	50,207,000,000	43,300,000,000	82,704,000,000	95,207,000,000	
Deferred Income Tax Liabilities	79,855,000,000	89,041,000,000	77,135,000,000	89,949,000,000	97,595,000,000	98,499,000,000	98,499,000,000	
Cumulative Intangible Assets Amortization								
LIFO Reserve								
Inventory Obsolescence Reserve								
Restructuring								
Total Equity Equivalent	116,055,000,000	112,330,000,000	128,161,000,000	140,152,000,000	140,585,000,000	131,223,000,000	154,254,000,000	
Bad Debt Reserve	(13,711,000,000)	29,639,000,000	(1,821,000,000)	(1,821,000,000)	(9,907,000,000)	19,464,000,000	36,443,000,000	
Deferred Income Tax Liabilities	8,986,000,000	(12,708,000,000)		12,810,000,000	7,640,000,000	(29,126,000,000)	(13,412,000,000)	
Cumulative Intangible Assets Amortization								
LIFO Reserve								
Inventory Obsolescence Reserve								
Restructuring								
Total Perubahan pada Equity Equivalent	(3,725,000,000)	18,833,000,000	10,969,000,000	10,969,000,000	733,000,000	(8,662,000,000)	33,031,000,000	
<b>Adjusted NOPAT</b>	<b>310,406,100,000</b>	<b>320,527,300,000</b>	<b>417,176,700,000</b>	<b>356,327,500,000</b>	<b>605,011,400,000</b>	<b>980,644,900,000</b>	<b>980,644,900,000</b>	

Tahun	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Short Term Debt	1,054,614,000,000	95,368,000,000	101,579,000,000	82,870,000,000	57,804,000,000	44,325,000,000
Current Portion	249,884,000,000	241,100,000,000	162,463,000,000	91,039,000,000	202,471,000,000	2,628,124,000
Senior Long Term Debt	12,633,000,000	565,379,000,000	488,012,000,000	486,850,000,000	539,152,000,000	609,528,000,000
<b>Total Debt</b>	<b>1,317,131,000,000</b>	<b>807,867,000,000</b>	<b>752,044,000,000</b>	<b>640,565,000,000</b>	<b>798,427,000,000</b>	<b>856,481,124,000</b>
Interest Tax Rate	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Interest Expense	4,603,000,000	80,709,000,000	72,091,000,000	70,179,000,000	169,603,767,000	43,227,000,000
Cost of Debt	0.35%	8.95%	8.9%	10.98%	21.24%	6.58%
After Tax-Cost of Debt	0.24%	6.26%	6.71%	7.67%	14.87%	4.61%

Perhitungan Market Risk

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
US Market Risk	4.82%	4.64%	4.80%	4.91%	4.70%	5.00%
Country Risk	8.25%	8.25%	7.50%	5.25%	4.50%	7.86%

Perhitungan BETA LSlIP

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PP LONDON SUMATERA, Tbk	1.18	1.26	1.61	1.07	1.22	0.88

Cost of Equity LSlIP

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
U.S. Treasury Bond Rate	1.31%	0.87%	2.25%	4.15%	5.00%	2.80%
Beta	1.18	1.26	1.61	1.07	1.22	0.88
U.S. Equity Risk Premium	4.82%	4.64%	4.80%	4.91%	4.70%	5.00%
Country Risk Premium	8.25%	8.25%	7.50%	5.25%	4.50%	7.86%
<b>Cost of Equity (β)</b>	<b>15.22%</b>	<b>15.32%</b>	<b>17.45%</b>	<b>14.05%</b>	<b>15.34%</b>	<b>15.68%</b>
<b>Cost of Equity (Rp)</b>	<b>18.30%</b>	<b>18.64%</b>	<b>20.30%</b>	<b>18.47%</b>	<b>19.66%</b>	<b>17.15%</b>

Proposal Modal LSlIP

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Interest bearing debt	1,317,131,000,000	901,867,000,000	752,044,000,000	640,565,000,000	789,427,000,000	656,481,124,000
(*) Equity	103,638,000,000	769,213,000,000	1,124,937,000,000	1,345,901,000,000	2,315,027,000,000	3,187,059,000,000
(*) Equity Equivalent	118,055,000,000	126,163,000,000	140,162,000,000	140,885,000,000	131,223,000,000	154,254,000,000
<b>Total Capital</b>	<b>1,537,122,000,000</b>	<b>1,800,243,000,000</b>	<b>2,017,133,000,000</b>	<b>2,127,351,000,000</b>	<b>3,245,677,000,000</b>	<b>4,007,784,124,000</b>
Debt to Capital	85.68%	50.10%	37.28%	30.11%	24.63%	16.38%
Equity to Capital	14.31%	49.90%	62.72%	69.89%	75.37%	83.62%

Perhitungan WACC LSlIP

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cost of Equity	16.36%	19.04%	20.36%	18.47%	19.66%	17.15%
(*) Proportion to Equity	14.31%	49.90%	62.72%	69.89%	75.37%	83.62%
(*) Cost of Debt After Tax	0.24%	6.26%	6.71%	7.67%	14.87%	4.61%
(*) Proportion Debt	85.68%	50.10%	37.28%	30.11%	24.63%	16.38%
<b>WACC</b>	<b>2.84%</b>	<b>12.64%</b>	<b>15.27%</b>	<b>15.22%</b>	<b>16.48%</b>	<b>15.10%</b>

		Perhitungan Invested Capital L/SIP					
		2003	2004	2005	2006	2007	2008
Net Operating Asset	(1,113,577,000,000)	(1,113,577,000,000)	(453,743,000,000)	(409,357,000,000)	482,300,235,000	977,489,825,000	244,914,771,000
Net Plant, Property, and equipment	436,908,000,000	436,908,000,000	468,379,000,000	828,530,000,000	882,595,000,000	1,065,134,000,000	1,377,034,000,000
Including Intels	-	-	-	-	-	-	-
Other Assets	17,726,475,000	31,024,208,000	35,499,744,000	126,629,177,000	168,626,468,000	483,128,592,000	-
LIFO Reserve	-	-	-	-	-	-	-
Accumulated goodwill amortization	-	-	-	-	-	-	-
Bad-debt reserve	22,489,000,000	52,020,000,000	50,207,000,000	43,300,000,000	62,764,000,000	99,207,000,000	99,207,000,000
Capitalized research and development	(638,453,525,000)	95,688,208,000	502,876,744,000	1,534,830,412,000	2,318,004,093,000	2,214,885,363,000	2,214,885,363,000
Invested Capital							
Perhitungan EVA L/SIP							
		2003	2004	2005	2006	2007	2008
NOPLAT	310,406,100,000	310,406,100,000	320,527,300,000	417,126,700,000	358,327,500,000	605,071,400,000	980,844,900,000
WACC	2.84%	12.99%	15.27%	15.27%	15.27%	18.48%	15.10%
Invested Capital	(638,453,525,000)	95,688,208,000	502,876,744,000	1,534,830,412,000	2,318,004,093,000	2,214,885,363,000	2,214,885,363,000
EVA	328,464,665,476	306,149,254,287	340,382,073,812	122,760,597,876	176,848,330,663	482,181,000,000	482,181,000,000
Total Ekuitas	2,019,458,000,000	2,382,530,000,000	2,602,173,000,000	2,885,212,000,000	3,044,814,000,000	3,304,614,000,000	3,584,814,000,000
EVA	0.1626	0.1304	0.1308	0.0411	0.0449	0.1341	0.1341
Perhitungan MVA PP London Sumatera, Tbk							
		2003	2004	2005	2006	2007	2008
Shares Price	1,050	1,050	1,425	2,850	6,600	10,850	2,925
Outstanding Shares	1,095,229,223	1,095,229,223	1,095,229,223	1,095,229,223	1,095,229,223	1,095,229,223	1,095,229,223
Market Value of equity	1,149,890,684,150	1,560,701,742,525	3,230,926,414,585	7,228,513,333,800	14,532,700,245,450	3,601,375,419,525	3,204,372,793
Market Value of debt	1,317,131,000,000	801,687,000,000	752,044,000,000	640,565,000,000	799,427,000,000	658,481,124,000	658,481,124,000
Total Market Value	2,467,021,684,150	2,362,388,742,525	3,982,970,414,585	7,869,078,333,800	15,332,127,245,450	4,260,856,543,525	3,862,853,917,793
Invested Capital	(638,453,525,000)	95,688,208,000	502,876,744,000	1,534,830,412,000	2,318,004,093,000	2,214,885,363,000	2,214,885,363,000
MVA	3,103,575,209,150	2,266,699,534,525	3,480,093,670,585	6,334,247,921,800	13,014,123,152,450	2,045,971,180,525	1,647,968,554,793
Total Ekuitas	2,019,458,000,000	2,382,530,000,000	2,602,173,000,000	2,885,212,000,000	3,044,814,000,000	3,304,614,000,000	3,584,814,000,000
MVA	1.5368	1.0017	1.3374	2.1219	4.2745	0.6194	0.4622
Perhitungan ROE PP London Sumatera, Tbk							
		2003	2004	2005	2006	2007	2008
Net Income	290,144,000,000	290,144,000,000	290,144,000,000	318,624,000,000	318,624,000,000	318,624,000,000	318,624,000,000
Invested Capital	638,453,525,000	95,688,208,000	502,876,744,000	1,534,830,412,000	2,318,004,093,000	2,214,885,363,000	2,214,885,363,000
ROE	45.46%	303.36%	57.69%	20.79%	13.75%	14.42%	15.29%



## Perhitungan ROE, EVA, dan MVA PT. TUNAS BARU LAMPUNG, Tbk

	Adjusted NOPAT TBILA						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Net Income	26.433.076.000	16.454.784.000	6.218.873.000	62.884.100.000	97.221.232.000	63.396.773.000	
Interest Expense	45.743.149.000	74.379.333.000	68.053.249.000	92.386.656.000	71.993.796.000	76.485.969.000	
After Tax Interest Expense	32.020.211.300	52.005.933.100	52.005.933.100	84.070.039.200	59.395.651.000	54.940.178.300	
NOPAT	58.453.287.300	68.979.317.100	68.979.317.100	117.554.759.200	147.622.883.600	118.276.851.300	
Bad Debt Reserve							
Deferred Income Tax Liabilities	7.430.873.000	16.015.028.000	24.243.651.000	34.760.575.000	51.194.613.000	58.699.702.000	41.482.313.000
Cumulative Intangible Assets Amortization							
LIFO Reserve							
Inventory Obsolescence Reserve	1.319.367.000	789.835.000	789.835.000	1.935.821.000	960.212.000	960.212.000	
Resin/Charung							
Total Equity Equivalent	7.430.873.000	18.154.385.000	25.003.686.000	36.696.396.000	52.154.827.000	59.569.814.000	42.442.525.000
Bad Debt Reserve							
Deferred Income Tax Liabilities	9.384.355.000	7.428.623.000	10.516.724.000	16.434.040.000	18.434.040.000	7.415.087.000	(17.127.369.000)
Cumulative Intangible Assets Amortization							
LIFO Reserve							
Inventory Obsolescence Reserve		(578.532.000)	1.175.986.000	(975.609.000)			
Resin/Charung							
Total Perubahan pada Equity Equivalent	9.384.355.000	8.849.291.000	11.692.710.000	15.458.431.000	7.415.087.000	7.415.087.000	(17.127.369.000)
Adjusted NOPAT	87.837.642.300	75.369.608.100	80.248.857.300	133.013.190.200	155.037.970.600	101.149.562.300	

	Cost of Debt TBILA					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Tahun						
Short Term Debt	232.642.977.000	29.317.740.000	95.953.470.000	110.404.064.000	94.497.823.000	180.781.706.000
Current Portion	38.440.226.000	48.613.616.000	88.560.601.000	111.224.353.000	61.132.057.000	134.835.471.000
Senior Long Term Debt	266.868.260.000	641.042.508.000	446.191.215.000	368.639.160.000	702.261.033.000	721.632.490.000
Total Debt	537.551.463.000	618.173.864.000	630.705.285.000	581.267.577.000	858.391.713.000	1.037.249.687.000
Income Tax Rate	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Interest Expense	45.743.149.000	74.379.333.000	68.053.249.000	92.386.656.000	71.993.796.000	76.485.969.000
Cost of Debt	8.51%	12.01%	14.12%	15.61%	16.39%	17.67%
After Tax-Cost of Debt	5.85%	8.41%	9.88%	10.93%	11.44%	12.57%

	Perhitungan Market Risk			
	2003	2004	2005	2006
US Market Risk	4.92%	4.94%	4.90%	4.91%
Country Risk	8.25%	8.25%	7.50%	5.25%
				7.88%

	Perhitungan BETA TBILA			
	2003	2004	2005	2006
PT. Tunas Baru Lampung, Tbk	1.06	1.2	1.1	1.16
				1.44
				1.11

	Cost of Equity TBILA					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
U.S. Treasury Bond Rate	5.31%	0.97%	2.25%	4.15%	5.00%	2.90%
Beta	1.08	1.20	1.10	1.16	1.44	1.11
U.S. Equity Risk Premium	4.82%	4.64%	4.80%	4.91%	4.78%	5.00%
Country Risk Premium	8.25%	8.25%	7.50%	5.25%	4.60%	7.88%
Cost of Equity (3)	14.67%	18.03%	15.03%	15.10%	18.40%	16.33%
Cost of Equity (Rp)	17.28%	18.72%	18.75%	19.69%	21.32%	18.36%

	Proporsi Modal TBILA					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Interest bearing debt	537.751.483.000	618.173.864.000	630.705.285.000	581.767.577.000	858.391.713.000	1.037.249.687.000
(*) Equity	502.208.691.000	510.607.539.000	511.960.250.000	864.441.083.000	834.959.637.000	868.772.542.000
(*) Equity Equivalent	18.154.385.000	25.003.686.000	36.696.396.000	52.154.827.000	59.569.814.000	42.442.525.000
Total Capital	1.058.115.569.000	1.154.785.089.000	1.179.361.941.000	1.508.363.487.000	1.852.921.284.000	1.968.644.734.000
Proporcion	50.82%	53.82%	53.48%	39.23%	46.33%	52.70%
Debt to Capital	48.18%	46.39%	46.52%	60.77%	53.67%	47.30%

	Perhitungan WACC TBILA					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cost of Equity	17.28%	18.72%	18.75%	19.89%	21.32%	18.36%
(*) Proporcion to Equity	48.18%	46.39%	46.52%	60.77%	53.67%	47.30%
(*) Cost of Debt After Tax	5.95%	8.41%	9.88%	10.93%	11.44%	12.57%
(*) Proporcion Debt	50.82%	53.82%	53.48%	39.23%	46.33%	52.70%
WACC	11.52%	13.19%	14.01%	16.37%	14.16%	11.48%

Perhitungan ROE, EVA, dan MVA PT. SINAR MAS AGRO, Tbk

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Net Income	69,680,769,088	107,860,228,680	304,203,346,356	626,065,201,501	986,943,863,116	1,046,889,267,147	1,046,889,267,147
Interest Expense	163,113,570,242	176,066,281,561	173,327,860,977	193,700,596,927	171,421,426,940	259,853,429,682	259,853,429,682
After Tax Interest Expense	114,179,489,169	121,329,516,684	89,246,404,083	95,900,417,848	110,089,188,658	161,207,400,777	161,207,400,777
NOPAT	183,859,769,237	229,288,745,344	392,449,752,449	721,595,619,350	1,106,943,081,974	1,227,656,887,924	1,227,656,887,924
Bad Debt Reserve	-	-	-	-	-	-	-
Deferred Income Tax Liabilities	147,563,849,821	139,576,859,408	170,331,395,376	107,119,160,876	132,039,370,724	229,797,369,760	285,312,087,603
Commulative Intangible Assets Amortization	16,046,780,558	14,946,062,414	19,650,045,072	19,737,896,080	23,883,527,400	25,933,262,678	29,038,016,503
LIFO Reserve	-	-	-	-	-	-	-
Inventory Obsolescence Reserve	-	-	-	-	-	-	-
Restructuring	-	-	-	-	-	-	-
Total Equity Equivalent	165,610,640,450	154,522,971,822	186,981,430,448	126,857,026,964	155,922,898,124	255,730,631,638	314,351,004,108
Bad Debt Reserve	-	-	-	-	-	-	-
Deferred Income Tax Liabilities	17,888,990,513	30,764,525,968	63,212,224,500	63,212,224,500	24,920,209,648	97,757,896,036	55,515,618,845
Commulative Intangible Assets Amortization	13,100,729,119	1,703,982,658	3,087,821,016	3,087,821,016	4,143,691,312	2,049,735,478	3,104,753,825
LIFO Reserve	-	-	-	-	-	-	-
Inventory Obsolescence Reserve	-	-	-	-	-	-	-
Restructuring	-	-	-	-	-	-	-
Total Perubahan pada Equity Equivalent	(11,087,718,628)	32,458,505,626	(60,174,403,484)	29,065,874,180	79,807,733,514	99,807,733,514	58,820,372,470
Adjusted NOPAT	172,772,079,609	261,748,253,970	332,325,346,965	750,681,480,510	1,206,750,795,488	1,286,277,640,394	1,286,277,640,394

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Tahun	-	-	-	-	-	-
Short Term Debt	1,040,503,768,018	1,040,503,768,018	1,040,503,768,018	1,040,503,768,018	1,040,503,768,018	1,040,503,768,018
Current Portion	69,484,340,188	172,485,025,055	287,650,033,143	43,382,501,150	51,889,224,050	51,889,224,050
Senior Long Term Debt	457,576,086,127	400,929,415,812	303,787,357,994	303,748,509,472	432,822,719,550	432,822,719,550
Total Debt	697,712,554,900	827,029,040,877	1,034,133,390,712	1,387,632,787,538	2,187,611,145,350	2,187,611,145,350
Income Tax Rate	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Interest Expense	183,113,570,242	173,327,860,977	120,068,281,561	133,700,596,927	171,421,426,940	259,853,429,682
Cost of Debt	24.36%	31.28%	15.24%	12.63%	12.35%	11.84%
After Tax-Cost of Debt	16.36%	21.90%	10.67%	9.05%	8.85%	8.28%

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
US Market Risk	4.82%	4.84%	4.80%	4.81%	4.75%	5.00%
Country Risk	8.25%	8.25%	7.50%	5.25%	4.50%	7.88%
MRP Indonesia	13.07%	13.09%	12.30%	10.16%	9.26%	12.88%

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PT. Sinar Mas Agro, Tbk	0.1	0.1	0.1	0.1	0.14	0.51

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
U.S. Treasury Bond Rate	5.31%	5.97%	6.25%	4.15%	5.00%	2.90%
Beta	0.10	0.10	0.10	0.10	0.14	0.51
U.S. Equity Risk Premium	4.82%	4.84%	4.80%	4.81%	4.75%	5.00%
Country Risk Premium	8.25%	8.25%	7.50%	5.25%	4.50%	7.88%
Cost of Equity (E)	10.04%	9.70%	10.23%	9.88%	10.17%	13.33%
Cost of Equity (Rp)	14.10%	13.12%	12.48%	13.78%	14.23%	15.47%

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Interest bearing debt	697,712,554,900	554,060,428,313	627,029,040,877	1,034,133,390,712	1,387,632,787,538	2,187,611,145,350
(*) Equity	453,293,627,880	748,595,725,923	1,820,670,390,541	2,577,214,731,212	3,520,245,914,580	4,815,204,234,163
(*) Equity Equivalent	154,822,921,822	186,981,430,448	126,857,026,964	155,922,898,124	255,730,631,638	314,351,004,108
Total Capital	1,305,829,104,702	1,489,640,880,684	2,892,456,448,382	3,767,271,020,048	5,171,609,343,866	7,117,166,383,621
Proportion	53.44%	37.19%	28.69%	27.45%	26.83%	30.74%
Debt to Capital	46.56%	62.81%	71.31%	72.55%	73.17%	69.26%

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cost of Equity	14.10%	13.12%	12.48%	13.76%	14.23%	15.47%
(*) Proportion to Equity	48.56%	62.81%	71.31%	72.55%	73.17%	69.26%
(*) Cost of Debt After Tax	16.36%	21.90%	10.67%	9.05%	8.85%	8.28%
(*) Proportion Debt	53.44%	37.19%	28.69%	27.45%	26.83%	30.74%
WACC	15.31%	16.38%	11.86%	12.47%	12.73%	13.26%

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Net Operating Asset	1745.557.313,698	280.790.840,800	459.685.763,626	587.982.768,971	1.577.217.551,020	1.075.142.447,653
Net Plant, property, and equipment	957.751.843,255	1.098.798.616,314	1.335.673.496,158	1.642.346.402,677	2.065.716.032,493	2.862.570.868,195
Intangibles	27.032.077,186	50.228.881,235	46.377.855,213	42.882.819,243	38.984.840,587	35.127.081,788
Other Assets	308.981.747,819	359.819.925,154	180.989.895,946	428.819.041,697	313.036.314,987	496.087.884,595
LIFO Reserve						
Accumulated goodwill amortization	14.846.662,414	16.650.045,072	19.737.866,088	23.882.527,400	25.933.262,878	29.039.016,503
Bad-debt reserve						
Capitalized research and development						
Invested Capital	561.134.417,687	1.806.266.308,565	2.042.060.917,031	2.705.593.563,946	3.960.688.101,855	5.398.568.088,744

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
NOPAT	172.772.078,609	261.748.253,870	332.325.348,965	750.661.480,510	1.208.750.795,488	1.286.277.040,394
WACC	15,31%	16,38%	11,96%	12,47%	12,73%	13,26%
Invested Capital	561.134.417,687	1.806.266.308,565	2.042.060.917,031	2.705.593.563,946	3.960.688.101,855	5.398.568.088,744
EVA	66.860.195,393	(34.211.770,702)	68.078.310,573	413.351.923,169	704.441.774,257	570.326.038,451
Total Ekuitas	3.829.992.940,079	3.972.664.893,540	1.928.970.360,541	2.377.214.731,212	3.328.245.814,590	4.615.204.234,193
EVA	0,0238	-0,0086	0,0457	0,1904	0,1997	0,1236

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Shares Price	3,075	3,100	950	3,650	6,000	17,000
Outstanding Shares	297.300,000	297.360,000	2.872.103,368	2.872.193,368	2.872.193,368	2.872.193,368
Market Value of equity	914.382.000,000	921.816.000,000	2.728.583.697,700	10.493.505.785,900	17.223.180.196,000	4.882.726.722,200
Market Value of debt	687.712.534,900	554.050.426,313	827.029.040,877	1.034.133.390,712	1.387.632.797,638	2.187.011.145,350
Total Market Value	1.602.094.534,900	1.475.876.426,313	3.555.612.738,577	11.517.639.176,612	18.620.782.993,638	7.070.339.867,550
Invested Capital	561.134.417,687	1.806.266.308,565	2.042.060.917,031	2.705.593.563,946	3.960.688.101,855	5.398.568.088,744
MVA	1.050.966.117,213	(330.409.882,252)	1.513.551.821,546	8.812.045.612,664	14.659.894.891,783	1.671.773.788,806
Total Ekuitas	3.829.992.940,079	3.972.664.893,540	1.928.970.360,541	2.577.214.731,212	3.328.245.814,590	4.615.204.234,193
MVA	0,2695	-0,0832	0,7848	3,4182	4,1650	0,3622

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Perhitungan ROE Pt. Sinar Agro, Tbk						
ROE	27,51%	30,97%	15,80%	15,77%	24,37%	34,19%

LAMPIRAN 6

Perhitungan Return Saham

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Astra Agro Lestari, Tbk	0.1129	0.7971	0.5935	1.495	1.1875	-0.6543
Bakrie Sumatera Plantations, Tbk	0.8696	-0.2791	0.3387	1.3373	1.3214	-0.6543
PP London Sumatera, Tbk	3.4681	0.3571	1.0629	1.2759	0.6136	-0.8857
Tunas Baru Lampung, Tbk	0.0667	0.4375	-0.1304	0.2308	1.25	-0.6935
Sinar Mas Agro, Tbk	3.7692	0.1613	0.4615	3.2941	0.6216	-0.7119