

ADAKAH PENGARUH "EVA"
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DAN KEMAKMURAN PEMEGANG
SAHAM PADA PERUSAHAAN PUBLIK?

R. Agus Sartono
Universitas Gadjah Mada

Kusdhianto Setiawan
Asisten Dosen Fak. Ekonomi UGM

ABSTRACT

Economic Value Added (EVA) as a performance measure has proven in United States as prominent measure of companies business performance, especially in focusing on business operation that fit with its' core business. However, our research found that EVA has no significant correlation with MVA (Market Value Added) and abnormal return as indicators of stock price movement, but EVA significantly associated with leverage that support Modigliani-Miller theory of capital structure in its' second proposition. These findings rise the question whether or not EVA could be used as effective performance measure in Indonesia and than use it as a mean of management incentive in order to align with shareholders objective to maximize value of the firm.

Keywords: Economic Value Added, Market Value Added, capital structure, abnormal return.

PENDAHULUAN

Penggunaan EVA (economic value added) sebagai performance measurement telah begitu luas digunakan di Amerika Serikat. Majalah Fortune setiap tahunnya memuat daftar perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat yang dianggap menciptakan tambahan kemakmuran tertinggi bagi pemegang sahamnya (America's Wealth Creators) berdasarkan nilai EVA yang diraih perusahaan-perusahaan tersebut. Sejak dicetuskan oleh Stewart dan Stern dari Stern Stewart & Co. of New

York City pada tahun 90-an, EVA telah mendapatkan perhatian yang begitu besar bagi para pengamat di bidang keuangan. EVA menurut beberapa peneliti dianggap mempunyai kemampuan yang lebih baik daripada pengukur kinerja yang lain seperti ROE, ROA, ROCE, EPS, residual income dan indikator-indikator kinerja yang lain.

EVA adalah suatu pengukuran dengan memperhitungkan secara tepat semua faktor-faktor yang berhubungan dengan penciptaan nilai (value). EVA sedikit berbeda dengan discounted cash flow method yang lain karena EVA memperhitungkan opportunity cost of equity. EVA tidak lain merupakan selisih antara tingkat pengembalian modal, (rate of return on capital, r) dengan biaya modal (cost of capital, c) dan dikalikan dengan nilai buku ekonomis dari modal (economic book value of the capital) yang dipergunakan:

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= (r - c) \times \text{capital} \\ &= r \times \text{capital} - c \times \text{capital} \\ \text{EVA} &= \text{NOPAT} - (c \times \text{capital}) \end{aligned}$$

Dalam penelitian Bacidore, Boquist, Milbourn, dan Thakor (1997), menyatakan bahwa nilai perusahaan terdiri atas dua komponen yaitu aset fisik (asset in place) dan nilai sekarang bersih peluang investasi saat ini dan masa yang akan datang. Komponen yang kedua kurang tangible dibandingkan dengan aset fisik dan sangat dipengaruhi oleh strategi perusahaan. Jadi nilai total perusahaan merupakan jumlah dari nilai kedua komponen tersebut. Nilai perusahaan juga dapat ditentukan dengan cara menjumlahkan total modal yang diinvestasikan dengan nilai sekarang EVA yang diharapkan, (Lee, 1996). Hal ini disebabkan karena EVA adalah residu atau surplus pendapatan, yang tersisa setelah mengurangi total (rupiah) biaya modal dari aliran kas (cash flow) perusahaan yang diharapkan di masa datang. Nilai sekarang dari EVA yang diharapkan (expected EVA) ini disebut juga dengan MVA (market value added), yang merupakan nilai pasar utang dan modal perusahaan dikurangi total kapital yang digunakan untuk mendukung nilai tambah tersebut. Secara ekuivalen MVA dapat dipandang sebagai "total economic surplus" perusahaan, (Grant, 1996).

Bacidore, et al. menemukan bahwa EVARET (EVA/Market Value of Equity) berhubungan positif dengan abnormal return, yang ditunjukkan dengan signifikannya koefisien regresi antara EVARET dan abnormal return (signifikan pada level 1 %), walaupun nilai R^2 hanya menunjukkan 0.0114. Untuk menguji apakah realisasi EVA (EVA tahun sebelumnya) mempunyai efek yang signifikan terhadap abnormal return, selanjutnya dilakukan pengujian dengan meregresikan nilai EVARET yang di-lag terhadap abnormal return. Hasilnya menunjukkan bahwa lagged EVARET berhubungan secara negatif terhadap abnormal return. Hal ini menunjukkan bahwa abnormal return bervariasi terhadap perubahan EVA yang tidak diharapkan (unexpected changes in EVA). Hasil tersebut konsisten dengan anggapan bahwa pasar menggunakan EVA tidak hanya untuk menilai abnormal return periode tersebut, melainkan juga untuk memprediksi kinerja perusahaan di masa depan.

Dodd dan Chen (1996) menemukan bahwa stock return dan EVA per saham berkorelasi cukup signifikan, namun mereka juga mengemukakan bahwa EVA bukanlah satu-satunya pengukur kinerja yang dapat dikaitkan dengan stock return. Hampir 80% dari stock return 566 perusahaan dalam sampelnya tidak dapat diterangkan dengan EVA. ROA (return on asset) masih dianggap lebih baik dan berkorelasi sedikit lebih tinggi daripada EVA (dengan R^2 sebesar 24.5% dibandingkan dengan R^2 EVA sebesar 20.2%), sedangkan EPS (earning per share) dan ROE (return on equity) hanya mampu menerangkan variasi stock return lebih kurang 5-7% saja.

Penelitian Green, Stark, dan Thomas (1996) di UK mengukur penilaian pasar atas pembelanjaan perusahaan guna kegiatan research and development, juga menggunakan EVA yang dimodifikasi sebagai alat analisis, mereka menggunakan model nilai aset fisik (asset in place) sebagai jumlah dari nilai buku ditambah discounted value dari aliran pendapatan residual di masa depan.

Grant (1996) juga melakukan penelitian untuk menguji pengaruh EVA terhadap nilai perusahaan dengan meregresikan MVA dengan EVA (keduanya dibagi dengan modal), dan hasilnya menunjukkan hubungan yang positif.

Beberapa penelitian tentang EVA sudah pernah dilakukan di Indonesia, namun hasilnya berbeda dengan penelitian-penelitian di atas. Rousana (1997) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa EVA belum banyak digunakan oleh para

investor (asing maupun domestik) di BEJ pada periode 1990-1993 sebagai alat untuk menganalisis kinerja suatu perusahaan. Hasil korelasi antara EVA dengan MVA pada perusahaan-perusahaan yang listed di BEJ tidak menunjukkan korelasi yang signifikan.

Rousana mengemukakan tidak signifikannya korelasi antara EVA dan MVA membuktikan bahwa belum efisiennya pasar modal di Indonesia (BEJ), para investor belum menggunakan sepenuhnya informasi yang tersedia untuk menganalisis suatu saham perusahaan, sehingga harga saham yang terjadi belum mencerminkan semua informasi yang ada. Namun dalam penelitian tersebut Rousana juga menguji korelasi antara EVA dan Leverage yang dalam penelitiannya menunjukkan adanya hubungan yang signifikan untuk periode pengamatan yang sama.

Dewanto (1998), kembali menguji pengaruh EVA terhadap harga saham di Bursa Efek Jakarta seperti yang dilakukan oleh Rousana (1997) dengan tahun pengamatan yang berbeda yaitu dengan periode penelitian tahun 1994-1996. Dewanto kembali mendapat kesimpulan yang sama tentang EVA yaitu bahwa EVA tidak berkorelasi secara signifikan terhadap MVA namun berkorelasi secara signifikan terhadap proporsi utang dan proporsi saham. Perubahan pada proporsi struktur modal sendiri ini akan mempengaruhi nilai EVA. Dalam analisisnya Dewanto mengkorelasikan EVA-MVA dan EVA-Proporsi hutang/modal secara langsung dengan metode korelasi Spearman. Penelitian ini mengandung beberapa kelemahan yaitu mengkorelasi EVA-MVA secara langsung dan bukannya peningkatan/penurunan EVA dengan peningkatan/ penurunan MVA. Karena seperti yang dinyatakan oleh Al Ehrbar, salah satu Vice President dari Stem Stewart Co., yang penting bukannya nilai EVA itu sendiri namun peningkatan atau penurunannya, seperti yang telah disebutkan di muka.

Penggunaan EVA mendorong manajer berpikir dan bertindak seperti halnya pemegang saham, yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan. Karena EVA secara eksplisit memasukkan biaya modal atas ekuitas maka manajer perusahaan harus lebih berhati-hati dalam menentukan kebijaksanaan struktur modalnya. Adanya anggapan selama ini bahwa dana ekuitas yang diperoleh dari pasar modal adalah dana murah yang tidak perlu

dikompensasikan dengan tingkat pengembalian yang tinggi menjadi tidak tepat (Utama, 1997: hal 11). Dengan demikian reward bagi para manajer dapat dikaitkan dengan EVA sebagai indikator performance mereka.

EVA diharapkan mampu menjadi "quantitatif yardstick", seberapa efektif pencapaian tujuan (objective achievement) diukur. Pengukuran kinerja yang baik diharapkan dapat membantu maksud-maksud berikut ini (Coates et.al., 1993):

1. Mengarahkan dan memotivasi pihak manajemen terhadap kesamaan tindakan dan tujuan.
2. Sebagai bagian dari mekanisme kontrol, membandingkan seberapa dekat prestasi yang ditargetkan akan tercapai.
3. Mengidentifikasi seberapa efektif strategi-strategi atau berbagai kebijakan beroperasi dalam lingkungan perusahaan.
4. Bertindak sebagai dasar pemberian remuneration, insentif, dan pertimbangan promosi jabatan.

Alternatif performance measurement yang ditawarkan Stem Stewart Co. nampaknya menjanjikan banyak kelebihan-kelebihan, namun apakah semua itu dapat diterapkan dan berguna bagi investor-investor di Indonesia? Hal inilah yang mendorong kami untuk melakukan penelitian tentang EVA di Indonesia, khususnya terhadap perusahaan-perusahaan yang go public di BEJ.

Ada dua tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini. Pertama, untuk menguji apakah peningkatan atau penurunan harga saham di pasar modal bisa dihubungkan secara langsung dan sejalan dengan peningkatan nilai EVA-nya. Kedua untuk menguji apakah proporsi saham biasa dan utang dalam struktur modal berpengaruh terhadap peningkatan nilai EVA.

VARIABEL PENELITIAN

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah EVA, MVA, abnormal return, proporsi utang dan proporsi modal sendiri. Data-data yang diperlukan untuk membentuk variabel-variabel tersebut diperoleh dari laporan keuangan yang dipublikasikan di koran/surat kabar harian dan dari laporan keuangan yang diserahkan kepada BAPEPAM atau BEJ. Agar EVA dan abnormal return konsisten

dalam bentuk persentase maka variabel EVA diubah menjadi variabel EVARET dengan cara membagi EVA dengan nilai pasar ekuitas.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang mengeluarkan laporan keuangan pada tahun 1994-1997. Dalam penelitian ini digunakan laporan keuangan yang dipublikasikan baik lewat koran maupun laporan keuangan yang diserahkan kepada BAPEPAM atau BEJ, namun penentuan announcement date adalah tanggal yang tercepat diantara sumber data tersebut. Hal ini dilakukan karena segera setelah laporan keuangan dipublikasikan di koran maupun yang diserahkan kepada BAPEPAM ataupun BEJ, informasi tersebut dapat diakses secara umum dan dapat mempengaruhi perilaku pelaku pasar.

Pengamatan dilakukan antara tahun 1994-1997. Tanggal saat pengumuman laporan keuangan diterbitkan di surat kabar/koran dianggap sebagai tanggal pengumuman (announcement date), dan dinotasikan dengan t . Perhitungan stock return dilakukan dengan menselisihkan harga saham pada saat t dengan harga saham penutupan periode sebelumnya atau $t-1$ dan dibagi dengan harga saham penutupan $t-1$, kemudian ditambah dengan dividen yang dibagikan dalam rentang periode tersebut. Apabila pengumuman diterbitkan pada hari non perdagangan di BEJ (sabtu, minggu, atau hari libur nasional), maka harga saham penutupan yang digunakan adalah hari saat perdagangan pertama setelah pengumuman.

Data-data yang diambil dari laporan keuangan perusahaan-perusahaan sampel adalah: Total Aktiva, kewajiban dari perusahaan (baik jangka pendek maupun jangka panjang), harga saham, jumlah saham yang dikeluarkan, modal sendiri, NOPAT (Net Operating Profit After Tax), dan dividen tunai. Terdapat beberapa pengolahan data yaitu EVARET atau EVA return (EVA/market value of equity), abnormal return (dengan pendekatan CAPM), dan proporsi utang dengan modal sendiri.

Untuk menghitung abnormal return digunakan market and risk adjusted return method (Black, 1972; Brown dan Warner, 1980; Bacidore, et al., 1997). Pemegang saham dapat menikmati return on investment (ROI) dalam dua cara yaitu melalui dividen dan capital gain. Untuk suatu periode tertentu, t , return to the shareholders untuk perusahaan i , dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \frac{D_{i,t} + (P_{i,t} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}}$$

dimana:

$D_{i,t}$: dividen yang dibayarkan dalam periode t-1 hingga t

$P_{i,t}$: harga saham perusahaan i pada akhir periode t

Banyak faktor yang bisa mempengaruhi $R_{i,t}$, diantaranya yang paling berpengaruh adalah risiko investasi, tingkat bunga yang berlaku di pasar, dan keahlian manajer perusahaan. Salah satu model yang hingga kini masih banyak dipakai adalah CAPM. CAPM (Capital Asset Pricing Model) mencakup dua faktor yaitu tingkat bunga bebas risiko dan return investasi pada saham yang diharapkan {expected return on a stock investment).

$$E(R_{i,t}) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f)$$

dimana:

R_f = tingkat bunga bebas risiko (SBI 1 bulan)

β_i = beta perusahaan i, suatu ukuran risiko sistematis

$E(R_m - R_f)$ = premi risiko ekuitas pasar yang diharapkan

Dengan bantuan CAPM tersebut selanjutnya dapat ditentukan abnormal return perusahaan / pada periode t, sebagai berikut:

$$\alpha_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Parameter $\alpha_{i,t}$ mengukur return pemegang saham aktual yang melebihi return yang diharapkan pada periode tersebut, pada tingkat risiko sistematis tertentu.

Alfa ini kami ajukan sebagai ukuran yang tepat atas penciptaan kemakmuran shareholders pada periode tertentu. Konsekuensinya ukuran alternatif kinerja operasi (EVA) akan dinilai oleh korelasinya terhadap abnormal return tersebut. Ukuran ini sebenarnya merupakan ukuran kinerja yang tinggi bagi sebuah perusahaan, karena sebuah perusahaan dengan alfa positif yang terus-menerus adalah perusahaan yang

secara konsisten menghasilkan return pemegang saham yang melebihi return yang diharapkan atas suatu risiko (risk adjusted expected return).

Pembentukan variabel EVARET selain dimaksudkan agar terjadi konsistensi dalam bentuk persentase dengan a , juga dimaksudkan untuk lebih memfokuskan perhatian pada pemegang saham, yaitu dengan cara membagi EVA dengan nilai pasar dari ekuiti atau jumlah saham yang beredar dikalikan dengan harga pasar saham saat diterbitkannya laporan keuangan kepada publik. Sebelum menghitung EVARET, terlebih dahulu harus ditentukan nilai EVA. Untuk menghitung EVA, elemen-elemen yang diperlukan adalah biaya utang (kD), biaya modal sendiri (k_e), proporsi utang dan ekuitas (wD dan wE), laba operasi bersih perusahaan setelah pajak (NOPAT) dan modal yang dipergunakan (beginning capital).

Untuk mendapatkan biaya hutang digunakan asumsi bahwa keuntungan yang disyaratkan oleh kreditur adalah sama dengan tingkat bunga yang dikenakan pada debitur atau dengan kata lain nilai buku dari hutang sama dengan nilai pasarnya. Hal ini dilakukan karena kami kesulitan untuk memperoleh data yang rinci mengenai jenis-jenis hutang yang dipakai oleh perusahaan, kapan hutang tersebut jatuh tempo, berapa bunga dari masing-masing jenis hutang dan sebagainya. Biaya utang (kd) dalam penelitian ini diperoleh dengan membagi biaya atau beban bunga (R_p) dibagi dengan total hutang perusahaan yang tercantum dalam laporan rugi laba perusahaan (tidak termasuk didalamnya hutang terhadap subsidiary).

Biaya modal sendiri (k_e) menggunakan pendekatan dividend yield ditambah tingkat pertumbuhan yang diharapkan (g), Untuk menghitung k_e diperlukan data tentang dividen yang telah dibayarkan pada tahun tersebut (D_o), harga saham saat tanggal pengumuman (P_o), rate of return on equity (ROE), dan dividend payout ratio (D/P). Data dividend yield diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 1996 dan ICMD 1997.

$$\text{Dividend Yield} = \frac{D_1}{P_0}$$

$$\text{Dividend Growth} = \text{Plow Back Ratio} \times \text{ROE}$$

Untuk menghitung plow back ratio diasumsikan bahwa dividend payout ratio (D/P) adalah konstan, sehingga dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Plow Back Ratio} = 1 - \frac{D_o}{EPS_0}$$

$$k_e = \frac{D_o}{P_0} + g$$

$$\rightarrow k_e = \frac{D_o}{P_0} + \left[\left(1 - \frac{D}{P} \right) \right] \times ROE$$

Perhitungan rate of return (r) menggunakan pendekatan laba operasi bersih setelah pajak dibagi dengan modal awal yang dita-namkan.

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

Penggunaan pendekatan ini dimaksudkan un-tuk lebih memfokuskan pada kinerja operasi perusahaan yang sebenarnya yang dicerminkan oleh NOPAT (Net Operating Profit After Tax) atau besarnya keuntungan operasi bersih setelah dikurangi pajak.

Selanjutnya mencari biaya modal rata-rata tertimbang dengan memakai persamaan berikut:

$$WACC = k_d \cdot (1 - T) \cdot W_D + k_e \cdot W_e$$

$$WACC = \sum_{i=1}^n k_{di} (1 - T) W_{Di} + \sum_{j=1}^n k_{ej} \cdot W_{ej} I$$

dimana T adalah pajak yang dikenakan peme-rintah kepada perusahaan, yang diperoleh dengan membagi biaya pajak dengan pendapatan sebelum pajak. Sedangkan WD dan WE meru-pakan proporsi hutang dan proporsi modal sendiri.

Komponen-komponen k_d , k_e , w_j , w_e , r dan WACC didapat dari perhitungan sebelumnya. Setelah harga-harga tersebut diperoleh, untuk mencari EVA pertamata-tama yang dilakukan yaitu mengurangi tingkat pengembalian dengan WACC. Setelah didapat selisih antara r dengan WACC, langkah selanjutnya adalah mengalikan selisih tersebut dengan modal awal yang ditanamkan. Persamaan untuk EVA adalah sebagai berikut:

$$EVA = (r - c) \times \text{beginning Capital}$$

Setelah EVA didapatkan, kemudian untuk menghitung EVARET, EVA tersebut dibagi dengan market value of equity yang diperoleh dengan cara mengalikan jumlah saham yang beredar dengan harga pasar saham. Tujuan dari pembentukan variabel EVARET adalah agar terjadi konsistensi dalam bentuk persentase ketika akan dilakukan uji korelasi untuk mengetahui hubungan antara EVA (yang kemudian diwakili EVARET) dengan abnormal return.

MVA diperoleh dengan mengalikan selisih antara harga pasar saham dan nilai buku perlembar saham dengan jumlah saham yang dikeluarkan. Nilai buku per lembar saham didapat dari membagi keuntungan per lembar saham atau earning per share (EPS) dengan tingkat pengembalian atas modal sendiri atau return on equity (ROE) atau dengan membagi total equity dengan jumlah lembar saham yang beredar.

Nilai buku saham diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory, dan jumlah saham yang dikeluarkan diperoleh dari laporan keuangan yang dipublikasikan perusahaan sampel atau dengan membagi modal sendiri dengan nilai per lembar saham.

HIPOTESIS

Hipotesis nol yang akan diuji dalam penelitian adalah sebagai berikut:

- 1.a. Terdapat hubungan yang signifikan dan searah antara EVA dan MVA
- 1.b. Terdapat hubungan yang signifikan dan searah antara EVA dan MVA
- 1.c. Terdapat hubungan yang signifikan dan searah antara EVA dan MVA
- 2.a. Terdapat hubungan yang signifikan dan searah antara EVARET dan abnormal return
- 2.b. Terdapat hubungan yang signifikan dan searah antara EVA dan abnormal return
- 3.a. Terdapat hubungan yang signifikan dan searah antara EVA dan D/V (proporsi antara hutang dan total modal)
- 3.b. Terdapat hubungan yang signifikan dan searah antara EVA dan D/V
- 3.c. Terdapat hubungan yang signifikan dan searah antara EVA dan D/V

Sedangkan hipotesis alternatifnya dari masing-masing null hypothesis tersebut adalah tidak terdapat hubungan yang signifikan dan searah.

Fokus dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh EVA terhadap nilai perusahaan dan kemakmuran pemegang saham. Tambahan nilai perusahaan bisa dicer-minikan dalam MVA seperti yang diilustrasikan oleh Grant (1996). Pada penelitian-penelitian terdahulu yang dilakukan di Amerika Serikat (Bacidore et.al. (1997), Dodd dan Chen (1996) dan Grant (1996)) maupun di Indonesia (Rousana, (1997) dan Dewanto (1998)) hanya menguji pengaruh EVA secara langsung terhadap MVA. Namun berdasarkan pemodelan yang dilakukan oleh Grant dan pernyataan Al Ehrbar, MVA dapat pula dipengaruhi oleh perubahan dari EVA dan tidak semata-mata nilai EVA itu sendiri yang langsung mempengaruhinya, oleh karena itu kami menambahkan hipotesis 1b, 1c, 2b, 3b dan 3c seperti yang tersebut di atas.

Kemakmuran pemegang saham bisa ditunjukkan oleh variabel MVA dan Q. Kami mengajukan ini untuk memberikan gambaran mengenai respon pemegang saham pada saat nilai EVA dapat diketahui (pada saat dikeluarkannya laporan keuangan). Sedangkan untuk variabel MVA digunakan untuk mengetahui harapan/ekspektasi pemegang saham terhadap kebijakan-kebijakan manajemen perusahaan yang dianggap akan menambah atau menghancurkan nilai perusahaan. Seperti yang telah diuraikan di bab landasan teori, MVA dihitung berdasarkan laporan keuangan. Dengan kata lain MVA saat itu mencerminkan expected EVA, sehingga hipotesis pertama (1a, 1b, dan 1c) sebenarnya menguji apakah nilai EVA saat itu sama dengan apa yang diharapkan oleh pemegang saham dan dengan demikian sekaligus menguji apakah EVA dapat digunakan untuk mendorong manajer berpikir dan bertindak seperti halnya pemegang saham yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian (rate of return) dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan.

Pada hipotesis kedua, pengujian untuk mengetahui hubungan antara EVARET-a, dan EVA-a dilakukan dengan mengkorelasikan nilai dari variabel-variabel tersebut secara langsung. Tidak seperti pengujian pada event studies umumnya, yang menggunakan abnormal return, kemudian membandingkan abnormal return tersebut diantara interval waktu sebelum dan sesudah suatu kejadian/peristiwa (event windows), pengujian dengan mengkorelasikan antara nilai masing-masing variabel (EVARET-a, dan EVA-Q) ditujukan untuk menghindari faktor-faktor lain selain EVA yang mempengaruhi a.

Hal tersebut disebabkan karena nilai EVA dihitung berdasarkan laporan keuangan yang didalamnya juga terkandung banyak informasi lain seperti laba, pertumbuhan laba, ROE, ROA dan sebagainya yang bisa dijadikan dasar tindakan pemegang saham.

Setelah semua data selesai diolah selanjutnya dilakukan analisis yang menggunakan metode koefisien korelasi Rank Spearman (r_s) yang dirumuskan sebagai berikut:

$$R_s = \frac{6 \times \sum_{i=1}^N d_i^2}{N^3 - N}$$

dimana:

d_i = perbedaan antara kedua ranking

N = banyaknya subyek

Untuk pengujian hipotesis apakah menerima atau menolak hipotesis nol (H_0):

1. Jika N antara 4 sampai dengan 30, dengan cara membandingkan r_s dengan r_s^* .
Hipotesa nol (H_0) diterima jika r_s lebih besar dari r_s^* .
2. Jika N lebih besar dari 30, dihitung terlebih dahulu harga z , dengan persamaan: $z = r_s \sqrt{N - 1}$
Hipotesis nol (H_0) diterima jika z per-hitungan lebih besar dari z tabel.
3. Alternatif lain dengan menetapkan significance level sebesar 5% (two tailed) atau dengan confidence level sebesar 95%, kemudian dengan menggunakan software SPSS versi 8.0 dapat diketahui pada tingkat significance level berapa H_0 diterima.

SAMPEL PENELITIAN

Sampel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari 63 perusahaan yang tercatat di BEJ. Sampel diambil berdasarkan metode purposive random sampling. Metode tersebut digunakan dengan tujuan agar nan-tinya dapat diperoleh perusahaan dengan EVA yang bernilai positif maupun negatif secara berimbang sehingga dapat diamati dampaknya terhadap MVA, abnormal return, dan

proporsi hutang terhadap total modal (D/V). Adapun kriteria pemilihan sampel adalah sebagai berikut:

1. Tercatat sebagai emiten sejak 1994 sampai dengan 1997, secara terus menerus (tidak pernah mengalami delisting).
2. Mengeluarkan laporan keuangan setiap tahun.
3. Di dalam laporan keuangan tersebut tercantum biaya bunga (interest expense).
4. Bukan perusahaan dalam industri jasa keuangan (perbankan, perusahaan sekuritas, reksadana, dan asuransi).

Berdasarkan JSX Statistics 1997, hingga akhir tahun 1997 jumlah perusahaan yang tercatat di BEJ secara keseluruhan berjumlah 283 perusahaan. Pada tahun tersebut 30 perusahaan diantaranya merupakan perusahaan yang baru listing di BEJ, dan terjadi satu perusahaan yang dikeluarkan (di-delist) dari BEJ. Sementara itu 58 dari 283 perusahaan tersebut merupakan perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam industri jasa keuangan, dan dari 58 perusahaan tersebut 11 diantaranya merupakan perusahaan yang baru terdaftar di BEJ (new listed company). Jadi total populasi yang bisa dijadikan dasar pemilihan sampel untuk tahun 1997 berjumlah 206 perusahaan.

Tahun 1996 terdapat 15 perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana (JPO/initial public offering) yang kemudian mencatatkan diri di BEJ, sedangkan pada tahun 1995 terdapat 22 perusahaan yang melakukan hal yang sama. Dengan demikian total jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria 1,2 dan 4 berjumlah 168 perusahaan ($206 - (15 + 23)$). Dari 168 perusahaan tersebut kemudian dipilih secara acak perusahaan yang memenuhi kriteria ketiga sejumlah 63 perusahaan. Total sampel yang berjumlah 63 tersebut sama dengan 37,7 % dari total populasi.

Jumlah sampel tersebut telah memenuhi rules of thumb yang diajukan oleh Roscoe (1975) seperti yang dikutip dalam Sekaran (1992, hal:253) dengan mempertimbangkan hal-hal berikut: (1) presisi (interval keyakinan/confidence interval), (2) risiko dalam memprediksi tingkat presisi (confidence level), (3) variabilitas dalam populasi tersebut, (4) hambatan biaya dan waktu untuk melakukan penelitian, dan (5) ukuran dari populasi. Untuk kebanyakan riset dalam bidang bisnis, menurut Roscoe jumlah sampel sebesar 30 hingga <500 sudah cukup memadai.

Dari 63 perusahaan tersebut, berdasarkan laporan keuangan (per 31 desember) tahun 1994, 1995, dan 1996 perusahaan yang mencatat laba positif masing-masing berjumlah 61, 63, dan 63 perusahaan. Namun perusahaan yang memiliki nilai EVA positif untuk tahun 1995, 1996, dan 1997 (dihitung berdasarkan laporan keuangan per 31 Desember 1994, 1995, 1996) berjumlah 54, 35, dan 26 perusahaan.

Dari tabel-1 tersebut dapat diamati bahwa walaupun hampir seluruh perusahaan sampel mencatat laba yang positif, hal tersebut tidak secara langsung diikuti dengan nilai EVA yang positif. Jumlah EVA yang bernilai positif maupun negatif secara keseluruhan cukup berimbang, walaupun untuk tahun 1994 jumlah perusahaan yang mencatat EVA positif jauh lebih banyak daripada perusahaan dengan EVA yang negatif. Dengan demikian diharapkan dampak dari EVA terhadap variabel-variabel yang akan diteliti dapat diamati secara lebih jelas.

Hasil pengujian hipotesis ditunjukkan dalam tabel 2, 3, dan 4. Dengan menggunakan significance level 5% (confidence level 95%) maka hanya EVA dan MVA pada tahun 1996 yang mempunyai hubungan yang signifikan dengan arah negatif, sedangkan lainnya dapat dikatakan tidak mempunyai hubungan yang erat/signifikan. Namun demikian terdapat ke-cenderungan bahwa hubungan antara EVA dan MVA lebih kuat dibanding hubungan antara EVA-MVA dan EVA-MVA. Korelasi yang negatif antara EVA ataupun EVA dengan MVA ataupun MVA menunjukkan tidak sejalannya EVA dengan MVA. Hal ini berlawanan dengan apa yang diharapkan dari EVA, bahwa jika perusahaan mengalami EVA atau pertumbuhan EVA yang positif maka akan direspon oleh pasar dengan meningkatnya nilai MVA atau kenaikan MVA.

Dari tabel 3 di atas menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara EVARET-a dan EVA-a. Korelasi antara EVARET-d bernilai positif pada tahun 1996, namun pada tahun 1997 menjadi negatif dan tingkat signifikansinya berkurang. Sedangkan korelasi antara EVA-a bernilai negatif pada tahun 1996 dan pada tahun 1997 bernilai positif dengan tingkat signifikansi yang semakin kuat.

Tabel 1. Jumlah perusahaan yang mencatat laba dan eva positif

Tahun	Laba Bersih		EVA	
	Positif	Negatif	Positif	Negatif
1994	61	2	54	9
1995	63	0	35	28
1996	63	0	26	27

Dari tabel 4 dapat dinyatakan adanya hubungan yang signifikan antara EVA-D/V untuk periode 1996 dan 1997, sedangkan hubungan antara EVA- D/V hanya signifikan untuk periode 1996. Secara keseluruhan tampak bahwa hubungan antara EVA-D/V secara lang-sung lebih signifikan dibanding hubungan antara EVA- D/V dan EVA-D/V.

Beberapa hasil pengujian hipotesis menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Hal-hal yang mungkin menyebabkan tidak signifikan-nya pengujian-pengujian di atas adalah sebagai berikut:

1. Adanya keterbatasan data. Jumlah perusahaan yang dijadikan sebagai sampel dalam penelitian ini hanya berjumlah 63 atau 37,7% dari keseluruhan populasi, dengan demikian masih terbuka peluang bahwa perusahaan-perusahaan lain yang tidak dijadikan sampel dalam penelitian mungkin akan berpengaruh terhadap pengujian hipotesis jika dimasukkan sebagai sampel penelitian.
2. Adanya keterbatasan dalam metodologi penelitian. Beberapa cara penghitungan variabel mungkin mengandung beberapa kelemahan karena digunakannya asumsi-asumsi guna penyederhanaan analisis. Sebagai contoh penghitungan biaya hutang dengan cara membagi beban bunga dengan total hutang perusahaan, diperoleh dengan mengasumsikan bahwa nilai buku hutang sama dengan nilai pasar hutang, atau dengan kata lain tingkat bunga yang diberikan kepada debtholder/kreditur sama dengan tingkat keuntungan yang mereka syaratkan. Hal ini yang mungkin menyebabkan kesalahan dalam penghitungan biaya modal yang pada akhirnya mempengaruhi nilai EVA. Beberapa variabel seperti biaya modal sendiri dan abnormal return juga dapat dihitung dengan berbagai cara, sehingga juga berpotensi menyebab-kan kesalahan dalam pengukuran variabel-variabel tersebut.

3. Tidak signifikannya EVA dengan beberapa variabel seperti MVA, abnormal return, dan proporsi hutang terhadap total modal, kemungkinan juga disebabkan karena EVA belum dikenal dan digunakan oleh pelaku bisnis di Indonesia. Beberapa metode untuk tujuan performance measurement seperti laba bersih, besarnya dividen, PER, ROA, EPS, dan sebagainya mungkin masih mendominasi sebagai alat ukur kinerja bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Tabel 2 Hasil pengujian hipotesis-1

Korelasi antara:	Tahun	Koefisien Korelasi	Signifikansi
a. EVA-MVA	1995	0.032	0.802
	1996	-0.194	0.127
	1997	-0.077	0.551
b. EVA- MVA	1996	-0.019	0.884
	1997	0.143	0.265
c. EVA-MVA	1996	-0.294	0.019*
	1997	-0.051	0.690

*korelasi signifikan pada level 5% (dua-sisi)

Tabel 3 Hasil Pengujian Hipotesis-2

Korelasi antara:	Tahun	Koefisien Korelasi	Signifikansi
a. EVARET-a	1996	0.144	0.259
	1997	-0.007	6.957
b. EVA-a	1996	-6.019	6.884
	4997	6.143	0.265

Tabel 4 Hasil Pengujian Hipotesis-3

Korelasi antara:	Koefisien Korelasi	Tahun	Signifikansi
a. EVA-D/V	0.068	1995	0.594
	0.315	1996	0.012*
b. EVA- D/V	0.302	1997	0.016*
	0.249	1996	0.049*
c. EVA-D/V	0.161	1997 1996	0.207 0.157
	0.181		
	6.6 i 6	1997	0.898

* korelasi signifikan pada level 5% (dua-sisi)

KESIMPULAN

Dari hasil pengujian hipotesis pada bab sebelumnya maka dapat disimpulkan beberapa hal sebagai berikut:

1. Walaupun hanya hubungan antara EVA-MVA pada periode 1996 yang signifikan (dengan arah negatif), dari data-data yang kami dapatkan, secara keseluruhan dapat dikatakan bahwa tidak ditemukan adanya hubungan antara EVA-MVA, EVA-MVA dan EVA- MVA.
2. Berdasarkan kesimpulan pertama maka dapat dikatakan bahwa ekspektasi pemegang saham terhadap tingkat pertumbuhan EVA (AEVA) di masa yang akan datang tidak sejalan dengan tingkat pertumbuhan EVA saat ini, hal ini terutama berlaku untuk periode 1997.
3. Dari 63 sampel dalam penelitian ini juga didapatkan tidak adanya hubungan yang signifikan baik antara EVARET-d maupun EVA-d.
4. Hubungan antara EVA-D/V cenderung lebih kuat dibandingkan hubungan antara EVA- D/V dan EVA-D/V terutama untuk periode 1996-1997 dengan arah yang positif, hal ini juga membuktikan teori struktur modal MM-Model dalam proposisi kedua, yang menyatakan bahwa dalam kondisi terdapat pajak, maka penggunaan hutang yang lebih besar akan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Saran-Saran Terhadap Aplikasi EVA dalam Praktek Bisnis

1. Sukses tidaknya penerapan EVA dalam bisnis juga harus diikuti dengan penilaian yang mendalam tentang strategi-strategi perusahaan dan struktur organisasi perusahaan. Hal ini dapat dilakukan misalnya dengan mengkombinasikan antara penerapan EVA dan Balance Scorecard.
2. Elemen kritis lainnya yang akan membuat EVA lebih berguna adalah dengan menggunakan EVA sebagai dasar compensation contract, misalnya untuk pemberian in-sentif, bonus, gaji dan sebagainya.

Saran-Saran Untuk Penelitian selanjutnya

Karena adanya keterbatasan-keterbatasan dalam metodologi yang digunakan dalam penelitian ini, yang meliputi adanya asumsi-asumsi yang mungkin dikemudian hari menjadi tidak lagi relevan dan tidak sesuai dengan kondisi riil, maka dalam penelitian ini mungkin juga terdapat kelemahan-kelemahan. Untuk penelitian-penelitian tentang EVA di masa mendatang kami mengajukan saran-saran sebagai berikut:

1. Untuk waktu mendatang dimana terdapat laporan keuangan yang memuat data-data secara lebih rinci, misalnya terdapat rincian mengenai jenis hutang, beban bunga dari masing-masing hutang tersebut, kapan jatuh tempo, dan berapa proporsi dari masing-masing jenis hutang tersebut serta perkembangan di pasar obligasi yang lebih maju maka untuk menghitung biaya hutang (kd) dapat digunakan metode bond yield sebagai dasar penentuan biaya tersebut.
2. Untuk mengetahui respon pemegang saham ketika nilai EVA dapat diketahui (saat diterbitkannya laporan keuangan), melalui pengujian hubungan antara EVA dan abnormal return, di waktu mendatang dapat menggunakan event study, dengan melakukan kontrol yang ketat melalui pemisahan/pengelompokan antara sampel-sampel dengan EVA positif dan negatif, dengan kondisi diantara kedua kelompok tersebut memiliki karakteristik lain yang sama, misalnya berada dalam industri dan nilai kapitalisasi perusahaan yang sama, ROE, ROA, dan rasio-rasio profitabilitas lainnya yang juga sama serta dengan mempertimbangkan faktor-faktor lain yang relevan. Hal tersebut akan dimungkinkan jika nantinya

terdapat jumlah populasi perusahaan publik yang semakin banyak dan kemudahan dalam mendapatkan data yang lebih rinci.

3. Melakukan penyesuaian-penyesuaian terhadap laporan keuangan yang terdapat dalam neraca, seperti yang disarankan oleh Bacidore et. al. Namun penyesuaian tersebut hendaknya dengan melihat kondisi di pasar. Al Ehrbar (Senior Vice President of Stern Stewart Co.) memberikan kriteria perlu tidaknya diadakan penyesuaian-penyesuaian, yaitu: (1) Apakah para manajer sudah memahami adanya perubahan-perubahan tersebut, (2) Apakah perubahan-perubahan yang dilakukan akan mempengaruhi pengambilan keputusan oleh manajer, dan (3) Apakah data-data yang diperlukan untuk melakukan penyesuaian-penyesuaian tersebut tersedia. Untuk memperoleh jawaban apakah kriteria-kriteria tersebut telah dipenuhi atau tidak, maka terlebih dahulu perlu diadakan pengujian dengan menggunakan kuesioner terhadap para manajer.

REFERENSI

- Bacidore, Jeffrey M., Boquist, John A., Milbourn, Todd., & Thakor, Anjan V., (1997), The Search for the Best Financial Performance Measure, *Financial Analyst Journal*, May-June 1997, 11-20.
- Black, Fischer, (1972), Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing, *Journal of Business* 45, 444-454.
- Booth, Rupert, (1997), Economic Value Added as a Management Incentive, *Management Accounting*, October 1997, 48.
- Brigham, Eugene F., & Gapenski, Louis C., (1994), *Financial Management Theory and Practice*, 7th edition, The Dryden Press Harcourt Brace College Publisher, Florida.
- Brown, Stephen J., & Warner, Jerold B., (1980), Measuring Security Price Performance, *Journal of Financial Economics* 8, 205-256.
- Cates, David C, (1997), Performance Measurement: Welcome to The Revolution, *Banking Strategies*, May/June 1997, 51-56.
- Coates. J.B., Davis. E.W., Emmanuel. C. and Stacey. R.J., (1993), *Corporate Performance Evaluation in Multinationals*, Research Studies CIMA, United Kingdom.

- Copeland, Tom, Tim Koller, Jack Murrin (1996), Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, 2nd edition, McKinsey & Company, Inc., New York.
- Dodd, James L., (1996), EVA: A New Panacea?, Business & Economics Review, July-Sept. 1996, 26-27.
- Grant, James L., (1996), Foundations of EVA™ for Investment Managers, The Journal of Portfolio Management, 1996, 41-48..
- Green, J. Peter, Stark, Andrew W., & Thomas, Hardy M., (1996), UK Evidence on The Market Valuation of Research and Development Expenditures, Journal of Business Finance & Accounting, 23(2), March 1996, 0306-686X, 191-216.
- Higson, Chris, (1996), Discussion of UK Evidence on The Market Valuation of Research and Development Expenditures, Journal of Business Finance & Accounting, 23(2), March 1996, 1316-686X, 217-219.
- , Indonesian Capital Market Directory, 1996
- , Indonesian Capital Market Directory, 1997
- Jones, Charles P. (1996), Investment: Analysis and Management, 5th edition, John Wiley & Sons Inc., New York.
- , JSX Statistic 1997
- , JSX Fact Book 1995
- , JSX Fact Book 1996
- Lee, C. M.C., "Measuring Wealth", CA Magazine, April 1996, 32-37
- Mayfield, John, (1997), Economic Value Management, The Route to Shareholder Value, Management Accounting, Sept 1997, 32-33.
- Mendenhall, William (1989), Statistic for Management and Economics, 6 edition, PWS-KENT Publishing Company, Boston.
- Rousana, Mike (1997), Memanfaatkan EVA untuk Menilai Perusahaan di Pasar Modal Indonesia, Manajemen Usahawan Indonesia, No. 4, Th XXVI.
- Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia
- Sekaran, Uma, (1992), Research Methods for Business, A Skill Building Approach, 2nd edition, John Wiley and Sons, Inc.

- Stephens, Kenneth R., Ronald R. Bartunek (1997), What is Economic Value Added? A Practitioner's View (Corporate Performance Measure), *Business Credit*, v99, n4.
- Stewart III, G. Bennet (1991), *The EVA™ Management Guide, The Quest for Value*, Harper Collins-United States of America.
- Teitelbaum, Richard, (1997), America's Greatest Wealth Creators, *Fortune*, Nov 10, 1997,265-276.
- Utama, Sidharta (1997), Economic Value added: Pengukur Penciptaan Nilai Perusahaan, *Manajemen Usahawan Indonesia* No.4, Th.XXVI.