

BAB IV

PEMBAHASAN

4.1. GAMBARAN UMUM PERUSAHAAN

4.1.1. PT. Gudang Garam Tbk.

Perjuangan PT Gudang Garam Tbk hingga mencapai sukses seperti sekarang ini dimulai sejak tahun 1958.

Pada tanggal 26 Juni 1958, Bapak Surya Wonowidjojo memulai usaha membuat rokok kretek dengan merek dagang "Gudang Garam" dengan bercirikan industri rumah tangga yang hanya menggunakan alat tradisional sederhana. Pada saat itu jumlah tenaga kerjanya hanya sekitar 50 orang dan menempati lahan sewaan seluas 1000 m² yang berlokasi di jalan Semampir II/1 Kediri. Gudang Garam memulai produksi perdananya, berupa Sigaret kretek Klobot (SKL) dan Sigaret Kretek Tangan (SKT), dengan hasil produksi hanya sekitar 50 juta batang pada tahun 1958. Pada mulanya pemasaran hasil produksi hanya meliputi sekitar daerah Kediri (Karesidenan Kediri).

Setelah menjalankan usaha selama 10 tahun Gudang Garam menjadi semakin terkenal sehingga pendirinya mempertimbangkan untuk memperluas usaha. Pada tahun 1969, perusahaan beralih status menjadi sebuah Firma guna mengikuti perkembangan dunia usaha. Gudang Garam juga mendapat dukungan dari BNI 1946 untuk memenuhi kebutuhan modal kerja yang berawal dari hanya jumlah jutaan rupiah hingga menjadi milyaran rupiah.

Kemudian pada tahun 1971, status perusahaan berubah menjadi Perseroan Terbatas (PT) dan mendapatkan fasilitas PMDN. Dengan status Perseroan

Terbatas, PT. Perusahaan Rokok Tjap Gudang Garam semakin berkembang, baik dari segi kualitas produksi, manajemen maupun teknologi, sehingga pada tahun 1979 mulai memproduksi Sigaret Kretek Mesin (SKM). Produksi sigaret kretek mesin ini tidak merubah sifat PT. Gudang Garam sebagai perusahaan yang menganut sistem padat karya, bahkan semakin memperluas kesempatan kerja

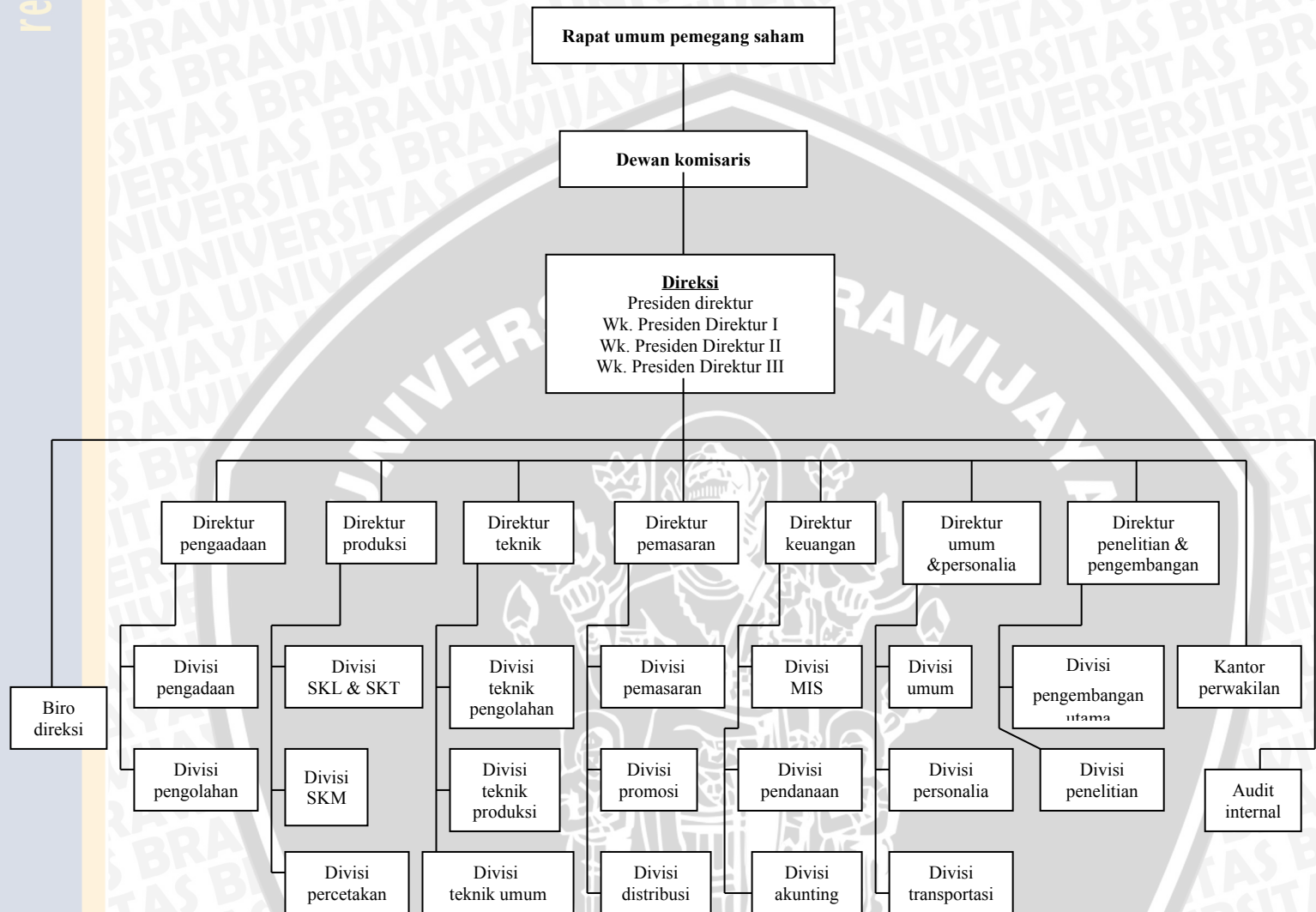
Untuk memperkuat struktur permodalan dan posisi keuangan perusahaan, maka pada tahun 1990 PT. Gudang Garam melakukan penawaran umum untuk menjual sebagian saham perusahaan kepada masyarakat melalui bursa efek.

Pada tahun 1991, perusahaan mengembangkan usaha di bidang kertas industri melalui PT Surya Pamenang, berkedudukan di Kediri. Prosentase kepemilikan saham PT Gudang Garam Tbk. pada PT Surya Pamenang saat ini adalah 100% kurang 1 (satu) saham. Salah satu tujuan pengembangan bidang usaha ini adalah untuk menjamin kesinambungan akan pasok bahan pengepakan bermutu tinggi, yang sebelumnya kebutuhan bahan pengepakan berkualitas tertentu masih harus diimpor. PT Surya Pamenang akan ikut serta memenuhi kebutuhan pasar di Indonesia dan di luar negeri di samping juga untuk memenuhi kebutuhan kertas kemasan PT Gudang Garam Tbk. sendiri.

Pada tahun 2005 struktur modal perusahaan terdiri dari 3,76% hutang jangka panjang dan 96% modal saham. Pada tahun berikutnya modal hutang perusahaan menjadi 5,07% dan modal saham sebesar 94,9%. Struktur modal perusahaan pada tahun 2007 sedikit mengalami perubahan menjadi 94,2% modal saham dan sisanya sebesar 5,8% adalah modal hutang.

Struktur organisasi

Adapun struktur organisasi Perseroan adalah sebagai berikut :



4.1.2. PT. HM Sampoerna

Pada tahun 1913 Liem seng tee memprakarsai berdirinya industri rumah tangga penghasil sigaret kretek tangan (SKT) dengan merk Dji sam soe (234) di Surabaya. Pada tahun 1930 perusahaan industri rumah tanga ini diresmikan dengan dibentuknya Handel Maatscaphij Sampoerna yang untuk selanjutnya disebut Handel./ Seiring dengan pertumbuhan industri rokok akhirnya pada tahun 1963 Aga Sampoerna, putra kedua Liem Seng Tee, mendirikan PT. Handaya Mandala Sampoerna (semula bernama PT. perusahaan dagang dan industri Panamas) yang selanjutnya disebut PT. Panamas berkedudukan di Surabaya.

Pada tahun 1980 Aga Sampoerna mengambil alih manajemen PT. Panamas dan Handel yang kemudian melakukan modernisasi dan ekspansi sehingga menjadi penghasil utama rokok kretek di Indonesia. Keberhasilan sigaret kretek mesin (SKM) juga merupakan wujud keberhasilan dari modernisasi dan ekspansi yang dilakukan oleh perusahaan. Pada tahun 1988 Panamas mengambil alih Handel yang kemudian tidak aktif lagi dan kemudian mengubah nama menjadi PT. Handaya Mandala Sampoerna.

Struktur modal yang dimiliki perusahaan pada tahun 2005 adalah 70% modal saham dan 30% hutang jangka panjang. Pada tahun berikutnya modal saham naik menjadi 82% dan sisanya adalah hutang jangka panjang. Pada 2007 hutang jangka panjang perusahaan turun menjadi 15% dan modal saham sebesar 85%.

Kegiatan produksi

Kantor pusat perseroan, administrasi dan pabrik utamanya yang memproduksi SKT dan SKM berada di daerah Rungkut industri, Surabaya. Perusahaan juga memiliki fasilitas produksi SKT di Taman Sampoerna di Surabaya dan Malang. Perusahaan melakukan sendiri proses pembelian, pengeringan, dan pemeliharaan tembakau dan cengkeh. Pencampuran tembakau dilakukan pada masing-masing pabrik di masing-masing lokasi. Perusahaan juga memiliki laboratorium, yang mengawasi secara teliti proses pencampuran ini untuk menjamin mutu produk.

Produk-produk Sampoerna difokuskan pada segmen pasar rokok kretek menengah atas. Filosofi perusahaan adalah menciptakan, mengembangkan, dan memproduksi produk yang dikenal karena kualitasnya yang tinggi. Oleh karena itu grakan promosi sampoerna dikonsentrasikan pada aspek kualitas dari produk, seperti misalnya penekanan pada kualitas tembakau daripada penekanan pada kualitas perasa buatan. Kesuksesan pendekatan ini dapat dibuktikan dari kesuksesan penjualan rokok kretek tangan Dji sam soe (234). Produk yang menguntungkan ini merupakan salah satu rokok kretek yang berpremium tinggi.

Struktur Organisasi

Sesuai dengan anggaran dasar perseroan, perseroan dikelola oleh dewan direksi di bawah pengawasan dewan komisaris. Anggota dewan direksi dan dewan komisaris diangkat oleh Rapat umum pemegang saham perseroan untuk jangka waktu lima tahun.

Pada tahun 2005 perusahaan rokok internasional Philip Morris melakukan akuisisi terhadap saham perusahaan sehingga perusahaan ini memiliki 99,9% saham HM Sampoerna. Dewasa ini dibawah kendali Philip Morris, HM Sampoerna menjadi pesaing kuat dua produsen rokok nasional, Gudang Garam dan Djarum. Dengan kinerja yang ditunjukkan pada saat ini bukan tidak mungkin HM Sampoerna akan memimpin pangsa pasar industri rokok di Indonesia.

4.1.3. PT. Bentoel Internasional Investama

Perseroan didirikan di Jakarta pada tanggal 11 april 1987 dengan nama PT. Rimba Niaga Idola. Pada tahun 1997 perusahaan berubah nama menjadi PT. Transindo multi Prima Tbk., dan telah mendapatkan persetujuan dari menteri kehakiman Republik Indonesia No. C2-11.968.HT.01.01.TH97. tanggal 25 april 1997. Pada tahun 2000 perusahaan berubah nama kembali menjadi PT. Bentoel Internasional Investama Tbk. Perusahaan bergerak di bidang perdagangan umum dan distribusi. Selain itu perseroan melalui anak perusahaan juga memproduksi rokok yang dihasilkan dari pabrik-pabrik di dua lokasi dengan luas keseluruhan 291.203m² serta didukung oleh sarana penyimpanan di 13 lokasi dengan luas keseluruhan mencapai 227.848m².

Sesuai dengan anggaran dasar perseroan, perseroan dikelola oleh dewan direksi di bawah pengawasan dewan komisaris. Anggota dewan direksi dan dewan komisaris diangkat oleh Rapat umum pemegang saham perseroan untuk jangka waktu lima tahun.

Struktur modal perusahaan tahun 2005 sebesar 9% hutang jangka panjang dan 91% modal saham. Pada tahun berikutnya hutang jangka panjang perusahaan menjadi 8% dan modal saham perusahaan sebesar 92%. Struktur modal perusahaan berubah drastis pada tahun 2007 menjadi 51% modal saham dan sisanya merupakan hutang jangka panjang.

Perseroan memiliki beberapa merk yang cukup sukses seperti Star Mild dan Bentoel Mild. Selain rokok mild perusahaan juga memiliki produk lain seperti Bentoel internasional, Bentoel merah, prinsip, Inter biru, dan Country yang telah memiliki konsumen potensial. Perusahaan merupakan produsen rokok mild terbesar kedua akan berkonsentrasi meningkatkan citra produk-produknya sejalan dengan tren yang berkembang pada saat ini yaitu produk yang sesuai dengan batasan pemerintah mengenai kadar nikotin yang rendah.

4.1.4. PT. BAT Indonesia

Perseroan didirikan dengan nama “Naamlooze Vennootschap Indo-Egyptian Cigarette Company”, berkedudukan di Cirebon. Kemudian pada tanggal 17 oktober 1923 berubah nama menjadi “British American Tobacco Company (Java) Limited yang berkedudukan di Jakarta. Tanggal 27 oktober 1958 berubah nama lagi menjadi “Perseroan terbatas British – American Tobacco Manufacturers (Indonesia) Limited”. Kemudian pada 13 oktober 1979 berubah menjadi “PT. BAT Indonesia hingga akhirnya pada tanggal 6 oktober 1997 sesuai dengan pengumuman dalam tambahan No. 163 Berita Negara Republik Indonesia No. 3 berubah menjadi “PT BAT Indonesia Tbk”.

Pada tahun 1979 perusahaan mengadakan penawaran umum perdana saham kepada masyarakat sebanyak 6,6 juta lembar saham atau 30% dari 22 juta lembar saham yang ditempatkan dan disetor penuh dengan harga penawaran sebesar Rp. 2500,00 per lembar saham. Saham yang ditawarkan kepada masyarakat tersebut dicatatkan di BEJ pada tanggal 20 Desember 1979 dan di BES pada tanggal 16 Juni 1989.

Pada bulan April 1995 perseroan mendirikan BAT Kareb, suatu perusahaan patungan dengan koperasi karyawan Redying Bojonegoro dengan tujuan utama sebagai pemasok kebutuhan daun tembakau rajangan bagi perseroan. Pada tanggal 12 Januari 2000 perseroan telah menandatangani perjanjian jual beli dengan para pemegang saham Rothmans untuk membeli 99,99 % modal saham Rothmans seharga Rp 210 miliar. Pada tanggal prospectus ini perseroan telah mencatatkan seluruh sahamnya di bursa Efek sejumlah 22.000.000 lembar saham.

Struktur modal perusahaan pada periode 2005-2007 tidak banyak mengalami perubahan terdiri dari 94% modal saham dan sisanya merupakan hutang jangka panjang.

Struktur organisasi

Berdasarkan anggaran dasar, perseroan diurus dan dipimpin oleh suatu Direksi di bawah pengawasan Dewan komisaris. Para anggota dewan komisaris dan direksi diangkat oleh rapat umum pemegang saham sejak ditetapkan oleh Rapat umum pemegang saham sampai dengan ditutupnya Rapat umum pemegang saham tahunan yang ketiga setelah diangkatnya anggota dewan komisaris dan direksi yang bersangkutan.

Kegiatan operasional Perusahaan

Perusahaan bergerak dalam bidang produksi dan penjualan rokok putih mesin untuk konsumsi di Indonesia. Menurut survey dari Nielsen BATI merupakan produsen terbesar rokok putih di Indonesia dalam nilai dan volume penjualan dan posisi tersebut bertambah dengan masuknya merk-merk Rothmans setelah selesainya akuisisi.

Produk perusahaan terdiri dari dua kategori yaitu merk lokal dan internasional. Merk lokal utama perusahaan adalah Ardath, Commodore, dan Kansas yang merupakan 75,2 % dari segmen rokok putih dan merupakan 10,5 % dari seluruh pasar rokok di Indonesia pada tahun 1999. Pangsa pasar merk internasional utama perusahaan seperti Dunhill, lucky strike, dan pall mall berdasarkan volume penjualan pada tahun 1999 merupakan 50,8 % dari penjualan untuk segmen merk internasional di Indonesia, 3,7% untuk rokok putih, dan 0,5 dari seluruh pasar rokok di Indonesia.

4.2. Pembahasan Hasil Penelitian

4.2.1. Penilaian Kinerja

Didalam penelitian ini data-data yang digunakan adalah data keuangan dari PT. Gudang Garam Tbk., PT. HM Sampoerna, PT. Bentoel Internasional Investama, dan PT. BAT Indonesia pada periode 2005-2007 yang terdiri dari Laporan Keuangan, suku bunga SBI, Indeks Harga Saham Gabungan di BEJ, harga penutupan saham perusahaan. Data tersebut disertakan dalam lampiran 1 sampai dengan 7. Berdasarkan data-data tersebut, berikut disajikan proses

penilaian kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan konsep EVA (*Economic Value Added*) dan MVA (*Market Value Added*).

Konsep Eva ini mempergunakan biaya modal dalam perhitungannya dan mempertimbangkan dengan adil harapan para investor dan kreditur, melalui perhitungan biaya modal tertimbang dari struktur modal perusahaan. Oleh karena itu, konsep EVA mampu menyajikan perhitungan profitabilitas yang realistis daripada ratio finansial yang selama ini digunakan dalam penilaian kinerja keuangan perusahaan. Adapun langkah-langkah dan hasil perhitungan untuk mendapatkan nilai EVA adalah sebagai berikut :

a. **Menghitung Biaya Modal Hutang (*Cost of Debt*)**

Biaya modal hutang menunjukkan seberapa besar biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan sebagai akibat dari penggunaan dana yang berasal dari pinjaman jangka panjang oleh perusahaan. Menurut **Weston dan Bringham (1995 : 425)**, rumus yang dipergunakan untuk menghitung biaya modal hutang adalah :

$$\text{Biaya Modal Hutang} = K_D(1 - t)$$

$$K_D = \frac{\text{Beban Bunga}}{\text{Kewajiban jangka Panjang}} \times 100\%$$

$$t = \frac{\text{Pajak Penghasilan}}{\text{Laba sebelum pajak penghasilan}} \times 100\%$$

Perhitungan biaya modal hutang diperoleh berdasarkan lampiran 14 dan hasil perhitungan disajikan pada tabel 2.1 Sampai 2.4 sebagai berikut :

Tabel 2.1
PT. Gudang Garam Tbk.
Hasil Perhitungan Biaya Modal Hutang

Keterangan	2005	2006	2007
Biaya Modal Hutang	101,5%	85,63%	38,67%

Sumber : Data BEJ, diolah

Dari hasil perhitungan biaya modal utang PT. Gudang Garam Tbk. yang ditunjukkan pada tabel 2.1 diatas menunjukkan besarnya biaya modal utang setelah pajak yang harus dibayar oleh perusahaan karena menggunakan modal yang berasal dari luar. Hasil perhitungan tersebut menunjukkan tingginya biaya hutang yang ditanggung perusahaan terutama pada tahun 2005 sebesar 101,5 %. Hal ini disebabkan oleh naiknya suku bunga Bank Indonesia sepanjang periode tersebut yang menyebabkan tingginya beban hutang yang ditanggung perusahaan. Pada tahun 2006 biaya hutang turun sebesar 15,87% menjadi 86,63%. Biaya hutang perusahaan mengalami penurunan pada tahun berikutnya setelah suku bunga Bank Indonesia mengalami penurunan menjadi 8,08% diakhir tahun.

Tabel 2.2
PT. HM Sampoerna
Hasil Perhitungan Biaya Modal Hutang

Keterangan	2005	2006	2007
Biaya Modal Hutang	15,32%	18,15%	12,91%

Sumber : Data BEJ, diolah

Dari hasil perhitungan biaya modal utang PT. HM Sampoerna yang ditunjukkan pada tabel 2.2 diatas menunjukkan besarnya biaya modal utang setelah pajak yang harus dibayar oleh perusahaan. Hasil perhitungan tersebut menunjukkan biaya modal utang yang ditanggung perusahaan

mengalami kenaikan sebesar 2,83% menjadi 18,15% pada tahun 2006 setelah sebelumnya pada tahun 2005 biaya modal hutang perusahaan sebesar 15,32%. Pada tahun 2007 terjadi penurunan suku bunga bank Indonesia yang menyebabkan biaya modal hutang perusahaan menurun sebesar 5,24% menjadi 12,91%.

Tabel 2.3
PT. Bentoel Internasional Investama
Hasil Perhitungan Biaya Hutang

Keterangan	2005	2006	2007
Biaya Modal Hutang	31,37%	42,27%	6,24%

Sumber : Data BEJ, diolah

Dari hasil perhitungan biaya modal utang PT. Bentoel yang ditunjukkan pada tabel 2.3 menunjukkan bahwa biaya modal hutang yang ditanggung perusahaan pada tahun 2005 adalah sebesar 31,37%. Pada periode selanjutnya biaya tersebut menunjukkan kenaikan meskipun jumlah kewajiban jangka panjang perusahaan berkurang. Kenaikan ini disebabkan oleh naiknya suku bunga Bank Indonesia dari 9,18% pada tahun 2005 menjadi 11,93% pada tahun 2006. Pada tahun 2007 biaya modal hutang perusahaan turun menjadi 6,24% setelah suku bunga Bank Indonesia turun menjadi rata-rata 8,63%. Selain itu perusahaan telah menambah jumlah kewajiban jangka panjang yang pembayarannya mulai berlaku pada tahun berikutnya.

Tabel 2.4
PT. BAT Indonesia
Hasil Perhitungan Biaya Hutang

Keterangan	2005	2006	2007
Biaya Modal Hutang	0%	0%	0%

Sumber : Data BEJ, diolah

Pada tabel 2.4 ditunjukkan bahwa biaya modal perusahaan dari periode 2005 sampai dengan periode 2007 adalah 0%. Hal ini disebabkan karena kecilnya kewajiban jangka panjang perusahaan pada periode tersebut sehingga.

b. Menghitung Biaya Modal Saham

Biaya modal saham atau lebih dikenal dengan biaya modal sendiri merupakan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh pemilik modal sendiri sewaktu mereka bersedia menyerahkan dana tersebut ke perusahaan. Biaya modal saham diperoleh dari prosentase atau hasil tingkat pengembalian yang diharapkan dari modal yang di investasikan kepada perusahaan. Dalam perhitungan biaya modal saham penulis menggunakan pendekatan CAPM. Menurut **Weston dan Coppeland (1996 : 60)** rumus yang dipergunakan adalah :

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

Adapun langkah – langkah untuk perhitungan biaya modal saham dimulai dengan menghitung komponen – komponen sebagai berikut :

a. Menghitung Suku Bunga Bebas Resiko (R_f)

Tingkat suku bunga bebas resiko diambil dari suku bunga rata-rata Sertifikat Bank Indonesia (SBI) selama 12 bulan, kemudian diambil rata-rata per bulan. Perhitungan suku bunga bebas resiko dilampirkan

pada lampiran 9. dan hasil perhitungan disajikan pada tabel 3 sebagai berikut :

Tabel 3
**HASIL PERHITUNGAN
 SUKU BUNGA BEBAS RESIKO (Rf)**

Keterangan	2005	2006	2007
Suku Bunga Bebas Resiko (Rf)	9,18%	11,93%	8,63%

Sumber : Data BEJ, diolah

Berdasarkan perhitungan suku bunga bebas resiko yang ditunjukkan pada tabel 3 menunjukkan besarnya tingkat suku bunga bebas resiko pada tahun 2006 mengalami kenaikan sebesar 2,75% menjadi 11,93 % dari tahun 2005 sebesar 9,18%. Pada tahun 2007 suku bunga bebas resiko menurun sebesar 3,3% menjadi 8,63%.

b. Menghitung Tingkat Pengembalian Pasar (R_m)

Tingkat pengembalian pasar dihitung untuk mengetahui tingkat pengembalian dari portofolio pasar secara keseluruhan. Perhitungan tingkat pengembalian pasar menurut Weston dan Bringham (1996 : 361) adalah sebagai berikut :

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHGS_{t-1}}$$

Sedangkan untuk perhitungannya dilampirkan pada lampiran 15 dan hasil perhitungan disajikan pada tabel 4 sebagai berikut :

Tabel 4
**HASIL PERHITUNGAN
 TINGKAT PENGEMBALIAN PASAR (Rm)**

Keterangan	2005	2006	2007
Tingkat Pengembalian Pasar (Rm)	0,165729542	0,571200605	0,35274529

Sumber : Data BEJ, diolah

Berdasarkan perhitungan hasil perhitungan tingkat pengembalian pasar yang ditunjukkan pada tabel 4 menunjukkan bahwa tingkat pengembalian pasar pada tahun 2005-2007 cenderung berfluktuasi. Hal ini terlihat dari kenaikan tingkat pengembalian pasar pada tahun 2006 dari tahun sebelumnya menjadi 0,5712 yang kemudian pada tahun berikutnya kembali menurun menjadi 0,35274529. Tingkat pengembalian pasar yang berfluktuasi ini sebagai akibat keadaan perekonomian yang tidak stabil yang terjadi pada periode tersebut.

c. Menghitung Koefisien beta (β)

Koefisien beta menunjukkan tingkat resiko dalam memiliki saham tertentu. Langkah dalam menghitung beta diawali dengan menghitung terlebih dahulu komponennya, yaitu tingkat pengembalian pasar (Rm) dan tingkat keuntungan pengembalian saham (Ri). Setelah komponennya dihitung, maka koefisien beta ditentukan menggunakan rumus statistic sederhana sebagai berikut :

$$\beta = \frac{n \sum xy - \sum x \sum y}{n \sum y^2 - (\sum x)^2}$$

Sedangkan untuk perhitungannya dilampirkan pada lampiran 20 untuk PT. Gudang Garam Tbk., lampiran 21 untuk PT. HM Sampoerna,

lampiran 22 untuk PT. Bentoel, dan PT. BAT Indonesia pada lampiran 23. Sedangkan hasil perhitungan disajikan pada tabel 5 sampai 5.3 sebagai berikut:

Tabel 5
PT. Gudang Garam Tbk.
Hasil Perhitungan Beta (β)

Keterangan	2005	2006	2007
β	(0,923702857)	0,956325104	(0,1024300)

Sumber : BEJ, diolah

Tabel 5.1
PT. HM Sampoerna
Hasil Perhitungan Beta (β)

Keterangan	2005	2006	2007
β	(0,354057052)	0,5575189955	0,281600

Sumber : BEJ, diolah

Tabel 5.2
PT. Bentoel Internasional Investama Tbk.
Hasil Perhitungan Beta (β)

Keterangan	2005	2006	2007
β	0,686101894	0,473420955	0,811628619

Sumber : BEJ, diolah

Tabel 5.3
PT. BAT Indonesia
HASIL PERHITUNGAN BETA (β)

Keterangan	2005	2006	2007
β	(0,026917746)	(0,070749739)	0,268253724

Sumber : BEJ, diolah

Dari perhitungan beta, maka dapat diberi kriteria beta sebagai berikut :

$\beta = 1$, maka berarti kenaikan return sekuritas tersebut sebanding (sama dengan) kenaikan return pasar.

$\beta > 1$, maka berarti kenaikan return sekuritas lebih tinggi dari kenaikan return pasar, β yang lebih besar dari satu biasa dimiliki oleh *aggressive stock* (saham *aggressive*).

$\beta < 1$, maka berarti kenaikan return sekuritas lebih kecil dari kenaikan return pasar, β yang lebih kecil dari satu biasa dimiliki oleh *defensive stock* (*small cap*)

Dengan demikian secara umum dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi resiko suatu saham (β) maka semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang diharapkan dari investasi saham tersebut. Apabila investor saham didasarkan pada preferensi resiko investor maka investor yang masuk dalam golongan *risk seeker* akan memilih saham-saham yang bersifat agresif, karena akan memberikan tingkat keuntungan yang tinggi. Sedangkan saham yang bersifat *defensive*, lebih diminati oleh investor yang tergolong *risk aversion*, karena mereka lebih menghindari resiko atau mencari resiko yang seminimal mungkin.

Setelah semua komponen perhitungan biaya modal saham (tingkat suku bunga bebas resiko/ R_f , Tingkat pengembalian pasar/ R_m , tingkat pengembalian saham/ R_i dan koefisien beta) diketahui, maka

biaya modal saham dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$K_E = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

Perhitungan biaya modal saham ditunjukkan oleh tabel 6 sampai dengan 6.3:

Tabel 6
PT. Gudang Garam Tbk.
Perhitungan Biaya Modal Saham

Tahun	Rf	Rm	β	$KE = R_f + (R_m - R_f) \beta$
2005	0,0918	0,165729542	-0,923702857	0,023511071
2006	0,1193	0,571200605	0,956325104	0,551463893
2007	0,0863	0,352745290	-0,102430000	0,059008009

Sumber : Data BEJ, diolah

Tabel 6.1
PT. HM Sampoerna
Perhitungan Biaya Modal Saham

Tahun	Rf	Rm	β	$KE = R_f + (R_m - R_f) \beta$
2005	0,0918	0,165729542	-0,354057052	0,065624724
2006	0,1193	0,571200605	0,557518955	0,371243153
2007	0,0863	0,352745290	0,281600000	0,161330994

Sumber : Data BEJ, diolah

Tabel 6.2
PT. Bentoel Internasional Investama
Perhitungan Biaya Modal Saham

Tahun	Rf	Rm	β	$KE = R_f + (R_m - R_f) \beta$
2005	0,0918	0,165729542	0,686101894	0,142523199
2006	0,1193	0,571200605	0,473420955	0,333239216
2007	0,0863	0,352745290	0,811662862	0,302563747

Sumber : Data BEJ, diolah

Tabel 6.3
PT. BAT Indonesia
Perhitungan Biaya Modal Saham

Tahun	Rf	Rm	β	$KE = R_f + (R_m - R_f) \beta$
2005	0,0918	0,165729542	-0,026917746	0,089809983
2006	0,1193	0,571200605	-0,070749739	0,087328150
2007	0,0863	0,352745290	0,268253724	0,157774941

Sumber : Data BEJ, diolah

Dalam menghitung biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital*) untuk biaya modal sahamnya penulis menggunakan tingkat suku bunga bebas resiko (R_f). Karena diasumsikan bahwa investor tentunya menginginkan return minimal sebesar R_f . Umumnya investor dipasar modal akan menilai masing-masing surat berharga dengan cara membandingkan hasil yang diharapkan dari surat berharga itu dengan *discount rate* surat berharga bebas resiko. *Discount rate* itulah yang disebut dengan tingkat keuntungan yang diisyaratkan (*required rate of return*) bagi surat berharga tersebut. Artinya investor tidak akan membeli surat berharga tertentu apabila surat berharga tersebut tidak mampu memberikan pendapatan paling sedikit sebesar *discount rate* yang dianggap sebagai *rate of return*. Dengan kata lain bahwa tingkat keuntungan yang diisyaratkan (*required rate of return*) dapat dianggap sebagai sebagai tingkat keuntungan minimum yang dibutuhkan agar investor bersedia membeli atau memiliki surat berharga tertentu.

c. Menghitung Biaya Modal Rata-rata Tertimbang

Biaya modal rata-rata tertimbang mencerminkan perbedaan biaya dalam berbagai sumber modal yang digunakan oleh perusahaan. Biaya modal ini dihitung secara individual dari masing-masing sumber modal sesuai dengan struktur modal di neraca. Menurut **Gatot Widayanto (1995**

: 47) rumus yang digunakan adalah :

$$WACC = Ke\left(\frac{E}{V}\right) + Kd\left(\frac{D}{V}\right)$$

Tabel 7 sampai dengan 7.3 mencerminkan proses perhitungan dari biaya modal rata-rata tertimbang dari keempat perusahaan yang dijadikan objek penelitian.

Tabel 7
PT. Gudang Garam Tbk.
Perhitungan WACC

Tahun	Jenis Modal	Struktur Modal	Prosentase	Biaya Modal	WACC
2005	Hutang jangka panjang	513.147	3,77%	101,50%	3,82%
	Modal saham	13.111.455	96,23%	2,35%	2,26%
	Jumlah Modal	13.624.602	100,00%		6,08%
2006	Hutang jangka panjang	703.423	5,07%	85,63%	4,35%
	Modal saham	13.157.233	94,93%	55,15%	52,35%
	Jumlah Modal	13.860.656	100%		56,70%
2007	Hutang jangka panjang	866.866	5,78%	38,67%	2,24%
	Modal saham	14.119.796	94,22%	5,90%	5,56%
	Jumlah Modal	14.986.662	100%		7,80%

Keterangan :

- = Perhitungan Presentase komposisi struktur modal berdasarkan lampiran yang ada (lampiran 24).
- = Perhitungan WACC (biaya modal rata-rata tertimbang) diperoleh berdasarkan lampiran yang ada (lampiran 28).

Pada tabel diatas yang merupakan hasil perhitungan dari biaya modal rata-rata tertimbang dari PT. Gudang Garam Tbk. yang menunjukkan struktur permodalan yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Modal yang dimiliki oleh perusahaan yang terdiri dari hutang jangka panjang dan modal saham.

Berdasarkan hasil perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang pada tabel di atas dapat dilihat biaya modal rata-rata tertimbang Perusahaan pada tahun 2005 adalah sebesar 6,08%. Pada periode selanjutnya biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan mengalami kenaikan yang drastis menjadi 56,70% yang disebabkan oleh naiknya biaya modal saham menjadi sebesar 55,15%. Pada tahun 2007 terjadi penurunan biaya modal rata-rata tertimbang menjadi 7,80% akibat dari menurunnya modal hutang dan modal saham perusahaan.

Tabel 7.1
PT. HM Sampoerna
Perhitungan WACC

Tahun	Jenis Modal	Struktur Modal	Prosentase	Biaya Modal	WACC
2005	Hutang jangka panjang	1.996.105	30,37%	15,32%	4,65%
	Modal saham	4.575.555	69,63%	6,56%	4,57%
	Jumlah Modal	6.571.660	100%		9,22%
2006	Hutang jangka panjang	1.260.422	18,12%	18,15%	3,29%
	Modal saham	5.693.940	81,88%	37,12%	30,39%
	Jumlah Modal	6.954.362	100%		33,68%
2007	Hutang jangka panjang	1.401.703	14,81%	19,91%	2,95%
	Modal saham	8.063.542	85,19%	16,13%	13,74%
	Jumlah Modal	9.465.245	100%		16,69%

Keterangan :

- = Perhitungan Presentase komposisi struktur modal berdasarkan lampiran yang ada (lampiran 25).
- = Perhitungan WACC (biaya modal rata-rata tertimbang) diperoleh berdasarkan lampiran yang ada (lampiran 28).

Pada tabel diatas yang merupakan hasil perhitungan dari biaya modal rata-rata tertimbang dari PT. HM Sampoerna yang menunjukkan struktur permodalan yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Modal yang dimiliki oleh perusahaan yang terdiri dari hutang jangka panjang dan modal saham.

Berdasarkan hasil perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang pada tabel di atas dapat dilihat biaya modal rata-rata tertimbang Perusahaan pada tahun 2005 adalah sebesar 9,22%. Pada tahun 2006 terjadi kenaikan biaya modal rata-rata tertimbang menjadi 33,68% yang diakibatkan naiknya biaya modal saham yang ditanggung oleh perusahaan. Biaya modal saham perusahaan menjadi lebih tinggi setelah terjadi perubahan pada struktur modal perusahaan. Pada tahun berikutnya biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan menurun menjadi 16,69% setelah terjadi penurunan biaya modal saham menjadi 16,13% dari tahun 2006 yang mencapai angka 37,12%.

Tabel 7.2
PT. Bentoel Internasional Investama
Perhitungan WACC

Tahun	Jenis Modal	Struktur Modal	Prosentase	Biaya Modal	WACC
2005	Hutang jangka panjang	110.082.825.078	8,99%	31,37%	2,82%
	Modal saham	1.114.072.147.394	91,01%	14,25%	12,97%
	Jumlah Modal	1.224.154.972.472	100%		15,79%
2006	Hutang jangka panjang	103.459.188.013	7,99%	42,27%	3,38%
	Modal saham	1.191.027.335.546	92,01%	33,32%	30,66%
	Jumlah Modal	1.294.486.523.559	100%		34,04%
2007	Hutang jangka panjang	1.474.903.906.585	48,90%	6,24%	3,05%
	Modal saham	1.541.519.459.541	51,10%	30,26%	15,46%
	Jumlah Modal	3.016.423.366.126	100%		18,52%

Keterangan :

- = Perhitungan Presentase komposisi struktur modal berdasarkan lampiran yang ada (lampiran 26).
- = Perhitungan WACC (biaya modal rata-rata tertimbang) diperoleh berdasarkan lampiran yang ada (lampiran 28).

Berdasarkan hasil perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang pada tabel di atas dapat dilihat biaya modal rata-rata tertimbang PT. Bentoel Internasional Investama pada tahun 2005 adalah sebesar 15,79%. Pada tahun 2006 terjadi kenaikan biaya modal rata-rata tertimbang menjadi 33,04% yang disebabkan oleh kenaikan biaya modal saham maupun biaya modal hutang. Kenaikan yang cukup signifikan terjadi pada biaya modal saham dari 14,25% pada tahun 2005 menjadi 33,32% pada tahun 2006. Pada tahun 2007 biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan menurun menjadi 18,62% setelah terjadi penurunan biaya modal hutang menjadi 6,24%.

Tabel 7.3
PT. BAT Indonesia
Perhitungan WACC

Tahun	Jenis Modal	Struktur Modal	Prosentase	Biaya Modal	WACC
2005	Hutang jangka panjang	26.058	5,93%	0%	0%
	Modal saham	413.094	94,07%	8,98%	8,45%
	Jumlah Modal	439.152	100%		8,45%
2006	Hutang jangka panjang	27.346	7,23%	0%	0%
	Modal saham	350.971	92,77%	8,73%	8,10%
	Jumlah Modal	378.317	100%		8,10%
2007	Hutang jangka panjang	20.301	5,7%	0%	0%
	Modal saham	336.160	94,30%	15,78%	14,88%
	Jumlah Modal	356.461	100%		14,88%

Keterangan :

- = Perhitungan Presentase komposisi struktur modal berdasarkan lampiran yang ada (lampiran 27).
- = Perhitungan WACC (biaya modal rata-rata tertimbang) diperoleh berdasarkan lampiran yang ada (lampiran 28).

Berdasarkan hasil perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang pada tabel di atas dapat dilihat biaya modal rata-rata tertimbang PT. BAT Indonesia cukup stabil bila dibandingkan dengan ketiga perusahaan sebelumnya. Biaya modal rata-rata tertimbang PT. BAT Indonesia tahun 2005-2007 berturut-turut sebesar 8,45%, 8,10%, dan 14,88%. Kenaikan cukup signifikan pada tahun 2007 disebabkan oleh kenaikan biaya modal saham menjadi 15,78% dari biaya modal saham pada tahun 2006 sebesar 8,73%.

4.2.2. Menghitung Nilai EVA

Setelah menghitung Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC), maka EVA dapat dihitung dengan cara mengurangi *Earning Before Interest and Tax* dengan biaya pajak dan biaya modal rata-rata tertimbang.

Tabel 8

**PT. Gudang Garam Tbk.
Perhitungan Economic Value Added (EVA)**

Keterangan	2005	2006	2007
Laba sebelum pajak	2,710,464,000,000	1,603,431,000,000	2,202,841,000,000
Beban bunga	520,855,000,000	602,353,000,000	335,210,000,000
Laba sebelum pajak dan beban bunga (EBIT)	3,231,319,000,000	2,205,784,000,000	2,538,051,000,000
Beban pajak	(819,591,000,000)	(593,935,000,000)	(758,892,000,000)
Biaya modal rata-rata tertimbang	(828,963,000,000)	(7,858,555,000,000)	(1,168,285,000,000)
Economic Value Added	1,582,765,000,000	-6,246,706,000,000	610,874,000,000

Keterangan : biaya modal rata-rata tertimbang = jumlah modal x % biaya modal rata-rata tertimbang
Sumber : BEJ, data diolah

Hasil perhitungan pada tabel diatas, menunjukkan bahwa pada tahun 2005 PT. Gudang Garam Tbk. mempunyai nilai EVA yang positif karena laba sebelum bunga dan pajak masih lebih tinggi daripada biaya modal rata-rata tertimbang dan pajak yang harus ditanggung perusahaan. Nilai EVA pada tahun 2006 menjadi negatif setelah laba sebelum dikurangi beban bunga perusahaan tidak mampu menutupi biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan yang melonjak naik sebagai akibat meningkatnya biaya modal saham yang ditanggung oleh perusahaan. EVA pada periode berikutnya kembali bernilai positif setelah perusahaan mampu menurunkan biaya modal rata-rata tertimbangnya menjadi Rp. 1,168,285,000,000,00 yang masih lebih kecil daripada laba sebelum beban bunga yang dicapai perusahaan pada periode yang sama sebesar Rp.2,538,051,000,000,00.

Tabel 8.1

PT. HM Sampoerna
Perhitungan Economic Value Added (EVA)

Keterangan	2005	2006	2007
Laba sebelum pajak	3,724,660,000,000	5,344,895,000,000	5,345,073,000,000
Beban bunga	305,833,000,000	228,735,000,000	180,968,000,000
Laba sebelum pajak dan beban bunga (EBIT)	4,030,493,000,000	5,573,630,000,000	5,526,041,000,000
Beban pajak	(1,288,139,000,000)	(1,787,404,000,000)	(1,712,231,000,000)
Biaya modal rata-rata tertimbang	(605,960,000,000)	(2,342,357,000,000)	(1,579,728,000,000)
Economic Value Added	2,136,394,000,000	1,443,869,000,000	2,234,082,000,000

Keterangan : biaya modal rata-rata tertimbang = jumlah modal x % biaya modal rata-rata tertimbang
Sumber : BEJ, data diolah

Berdasarkan tabel di atas, hasil perhitungan EVA PT. HM Sampoerna pada tahun 2005-2007 menunjukkan nilai positif yang berarti bahwa perusahaan mampu menambah nilai ekonominya. Pada tahun 2005 biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan dapat tertutup oleh laba sebelum dikurangi beban bunga yang dicapai oleh perusahaan. Pada tahun 2006 nilai EVA perusahaan mengalami penurunan sebesar 67,8% menjadi Rp.1,443,869,000,000,00 setelah biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan naik menjadi Rp.2,342,357,000,000,00. EVA pada tahun 2007 kembali menunjukkan peningkatan setelah perusahaan mampu menekan biaya modal rata-rata tertimbang pada angka Rp.1,579,728,000,000.

Tabel 8.2

PT. Bentoel Internasional Investama
Perhitungan Economic Value Added (EVA)

Keterangan	2005	2006	2007
Laba sebelum pajak	105,401,686,127	179,538,008,388	281,083,938,468
Beban bunga	34,535,067,934	43,727,632,411	92,041,639,241
Laba sebelum pajak dan beban bunga (EBIT)	139,936,754,061	223,265,640,799	373,125,577,709
Beban pajak	2,763,918,667	(34,028,346,610)	(38,167,204,324)
Biaya modal rata-rata tertimbang	(193,288,263,231)	(440,582,506,977)	(558,497,792,228)
Economic Value Added	-50,587,590,503	-251,345,212,788	-223,539,418,843

Keterangan : biaya modal rata-rata tertimbang = jumlah modal x % biaya modal rata-rata tertimbang

Sumber : BEJ, data diolah

Pada tabel di atas ditunjukkan nilai EVA PT. Bentoel Internasional Investama tahun 2005-2007 bernilai negatif. Pada tahun 2005 EBIT perusahaan tidak mampu menutupi biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan sehingga nilai EVA perusahaan negatif Rp.50,587,590,503,00. Pada tahun 2006 nilai EVA perusahaan kembali menurun menjadi negatif Rp.251,345,212,788,00 setelah biaya modal rata-rata tertimbang yang ditanggung oleh perusahaan naik menjadi Rp.440,582,506,977,00 sementara perusahaan hanya dapat meraih EBIT sebesar Rp.223,265,640,799,00 pada periode yang sama. Nilai EVA pada tahun 2007 menunjukkan kenaikan meski masih pada angka negatif setelah perusahaan mampu menaikkan EBIT sebesar 67,12% menjadi Rp.373,125,577,709,00.

Tabel 8.3

PT. BAT Indonesia
Perhitungan Economic Value Added

Keterangan	2005	2006	2007
Laba sebelum pajak	30,142,000,000	-82,655,000,000	-48,153,000,000
Beban bunga	0	0	0
Laba sebelum pajak dan beban bunga (EBIT)	30,142,000,000	-82,655,000,000	-48,153,000,000
Beban pajak	(10,744,000,000)	20,532,000,000	13,935,000,000
Biaya modal rata-rata tertimbang	(37,096,000,000)	(30,640,000,000)	(53,046,000,000)
Economic Value Added	-17,698,000,000	-92,763,000,000	-87,264,000,000

Keterangan : biaya modal rata-rata tertimbang = jumlah modal x % biaya modal rata-rata tertimbang
Sumber : BEJ, data diolah

Tabel di atas menunjukkan nilai EVA PT. BAT Indonesia pada tahun 2005-2007. Pada tahun 2005 nilai EVA perusahaan adalah negatif Rp.17,698,000,000 yang disebabkan oleh biaya modal rata-rata tertimbang lebih besar daripada EBIT yang diraih perusahaan. Pada dua tahun berikutnya yaitu pada tahun 2006 dan 2007 perusahaan mengalami kerugian sehingga nilai EVA kembali mengalami penurunan menjadi – Rp.92,763,000,000,00 pada tahun 2006 dan –Rp.87,264,000,000,00 pada tahun 2007.

4.2.3. Menghitung MVA

Salah satu tolak ukur kinerja adalah nilai tambah pasar (*market value added*) yang merupakan perbedaan antara nilai pasar perusahaan (termasuk ekuitas dan hutang) dan modal yang di investasikan dalam perusahaan (Bigham and Ehrhardt, : 109). MVA dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{MVA} &= \text{Market Value of Stock} - \text{Equity capital supplied by Stockholders} \\ &= (\text{Share outstanding}) (\text{Stock price}) - \text{Total common equity} \end{aligned}$$

Nilai MVA yang positif mengindikasikan bahwa perusahaan mampu menciptakan nilai bagi para pemegang saham, sebaliknya MVA yang negatif menandakan bahwa perusahaan tidak mampu menciptakan nilai bagi para pemegang saham.

Tabel 9

PT. Gudang Garam Tbk. Perhitungan Market Value Added (MVA)

Tahun	Jumlah saham beredar	ESS	HP Saham	Nilai pasar saham	MVA
2005	1,924,088,000	962,044,000,000	11,650	22,415,625,200,000	21,453,581,200,000
2006	1,924,088,000	962,044,000,000	10,200	19,625,697,600,000	18,663,653,600,000
2007	1,924,088,000	962,044,000,000	8,500	16,354,748,000,000	15,392,704,000,000

Keterangan:

- ESS : Equity capital supplied by stockholders
- HP Saham : Harga penutupan saham tahunan

Tabel di atas menunjukkan nilai MVA PT. Gudang Garam Tbk. Tahun 2005-2007. Tabel menunjukkan nilai MVA perusahaan menurun dari tahun ke tahun meskipun masih pada nilai yang positif. Pasar menilai negatif

kinerja perusahaan selama periode ini dengan melihat laba bersih yang diraih perusahaan yang menurun.

Tabel 9.1

**PT. HM Sampoerna
Perhitungan Market Value Added (MVA)**

Tahun	Jumlah saham beredar	ESS	HP Saham	Nilai pasar saham	MVA
2005	4,383,000,000	480,377,000,000	8,900	39,008,700,000,000	38,528,323,000,000
2006	4,383,000,000	480,377,000,000	9,700	42,515,100,000,000	42,034,723,000,000
2007	4,383,000,000	480,377,000,000	14,300	62,676,900,000,000	62,196,523,000,000

Keterangan:

- ESS : Equity capital supplied by stockholders
- HP Saham : Harga penutupan saham tahunan

Tabel di atas menunjukkan nilai MVA PT. HM Sampoerna yang meningkat dari tahun 2005-2007. Pasar menilai positif kinerja perusahaan dan ini terjadi setelah perusahaan diakuisisi oleh Philip Morris. Laba perusahaan yang meningkat cukup signifikan dari tahun ke tahun juga menjadi sebab penilaian pasar yang bagus terhadap perusahaan.

Tabel 9.2

**PT. Bentoel Internasional Investama
Perhitungan Market Value Added (MVA)**

Tahun	Jumlah saham beredar	ESS	HP Saham	Nilai pasar saham	MVA
2005	6,733,125,000	581,687,370,759	135	908,971,875,000	327,284,504,241
2006	6,733,125,000	581,687,370,759	310	2,087,268,750,000	1,505,581,379,241
2007	6,733,125,000	581,687,370,759	560	3,770,550,000,000	3,188,862,629,241

Keterangan:

- ESS : Equity capital supplied by stockholders
- HP Saham : Harga penutupan saham tahunan

Tabel menunjukkan nilai MVA PT. Bentoel Internasional Investama pada periode 2005-2007. Nilai MVA perusahaan meningkat dari tahun ke tahun dengan kenaikan yang cukup signifikan. Pasar memberikan penilaian yang positif terhadap kinerja perusahaan yang mampu meningkatkan volume penjualan dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2007 yang menyebabkan meningkatnya laba bersih yang diraih perusahaan.

Tabel 9.3

PT. BAT Indonesia
Perhitungan Mareket Value Added (MVA)

Tahun	Jumlah saham beredar	ESS	HP Saham	Nilai pasar saham	MVA
2005	66,000,000	274,722,000,000	7,500	495,000,000,000	220,278,000,000
2006	66,000,000	274,722,000,000	4,000	264,000,000,000	-10,722,000,000
2007	66,000,000	274,722,000,000	4,600	303,600,000,000	28,878,000,000

Keterangan:

- ESS : Equity capital supplied by stockholders
- HP Saham : Harga penutupan saham tahunan

Tabel di atas menunjukkan nilai MVA PT. BAT Indonesia pada period tahun 2005-2007. Pada tahun 2005 pasar memberikan apresiasi positif terhadap kinerja perusahaan karena perusahaan masih dapat meraih laba bersih cukup signifikan yakni sebesar Rp.19,085 miliar dengan sumberdaya yang terbatas. Namun pada tahun berikutnya pasar memberikan penilaian yang negative terhadap kinerja perusahaan setelah PT BAT Indonesia merugi sebesar Rp.62,123,000,000,00. Aprsiasi positif kembali diberikan oleh pasar setelah pada tahun 2007 perusahaan mampu menekan angka kerugian menjadi Rp.34,218,000,000,00 dengan meningkatkan volume penjualan dari tahun sebelumnya.

4.2.4. Interpretasi Hasil EVA

a. PT. Gudang Garam Tbk.

Berdasarkan tabel 8, hasil perhitungan nilai EVA PT. Gudang Garam Tbk. selama tahun 2005 dan 2007 positif. Hal ini terjadi karena penjumlahan beban pajak dan biaya modal tertimbang lebih kecil dibandingkan dengan laba sebelum pajak dan beban bunga. Pada tahun 2005 perusahaan mencatat perolehan laba sebesar Rp.2,710,464,000,000,00 dengan penggunaan WACC dan beban pajak masing-masing sebesar Rp.828,963,000,000,00 dan Rp.819,561,000,000,00 sehingga laba yang diperoleh perusahaan masih dapat menutup beban yang ditanggungnya. Pada tahun 2006 terjadi kenaikan cukup tajam biaya modal rata-rata tertimbang yang ditanggung oleh perusahaan sehingga nilai EVA perusahaan menunjukkan angka negatif. Kenaikan WACC terjadi akibat meningkatnya biaya modal saham perusahaan menjadi 55,5% daripada angka pada tahun sebelumnya sebesar 2,35%. Selain itu, pada tahun yang sama laba yang diraih perusahaan menurun daripada tahun 2005 menjadi Rp.1,603,431,000,000,00. Namun pada periode berikutnya perusahaan kembali mencatat nilai EVA positif setelah mampu menaikkan laba operasional menjadi Rp.2,202,841,000,000,00 dan menekan WACC menjadi Rp.1,168,285,000,000,00. Dengan demikian berarti telah terjadi nilai tambah ekonomi pada perusahaan.

EVA positif berarti para penyandang dana mendapatkan pengembalian atas investasi lebih dari yang diinvestasikan dan kreditur juga mendapatkan bunga. Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan telah berhasil

menciptakan nilai tambah bagi para penyandang dana dan sekaligus menunjukkan kinerja keuangan yang baik dalam perusahaan.

Hal ini didukung dengan pernyataan dari **Widayanto (1994 : 30)** bahwa :

“EVA > 0 atau positif, menunjukkan telah terjadi nilai tambah ekonomi (NITAMI) dalam perusahaan, sehingga semakin besar EVA yang dihasilkan maka harapan para penyandang dana dapat terpenuhi dengan baik, yaitu mendapatkan pengembalian investasi yang sama atau lebih dari yang diinvestasikan dan kreditur mendapatkan bunga. Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai (*create value*) bagi pemilik modal sehingga menandakan bahwa kinerja keuangannya lebih baik”.

b. PT. HM Sampoerna

Berdasarkan tabel 8.1, hasil perhitungan nilai EVA PT. HM Sampoerna pada tahun 2005-2007 positif. Artinya bahwa dalam perusahaan pada periode tersebut terjadi nilai tambah ekonomis. Hal ini disebabkan karena besarnya laba operasi dapat menutupi biaya modal rata-rata tertimbang dan pajak yang dibebankan kepada perusahaan, sehingga laba yang tersedia bisa memenuhi harapan para penyandang dana terutama bagi para pemegang saham yaitu mendapatkan pengembalian yang optimal dengan investasi yang telah ditanamkannya, sedangkan kreditur tetap mendapatkan bunga. Kondisi ini menunjukkan kinerja keuangan perusahaan cukup baik selama tahun 2005-2007.

Pada tahun 2006 terjadi kenaikan biaya modal rata-rata tertimbang yang ditanggung oleh perusahaan sebagai akibat dari kenaikan biaya modal saham yang cukup signifikan dari tahun sebelumnya sehingga nilai EVA

turun menjadi Rp.1,443,869,000,000,00 dari angka sebelumnya pada tahun 2005 sebesar Rp.2,136,394,000,000,00. Pada tahun 2007 perusahaan dapat menekan biaya modal saham menjadi 16,13% sehingga biaya modal rata-rata tertimbang yang ditanggung oleh perusahaan berkurang menjadi 16,69% dari angka pada tahun 2006 sebesar 33,68%. Hal ini menyebabkan angka EVA perusahaan naik menjadi Rp.2,234,082,000,000,00.

c. **PT. Bentoel Internasional Investama**

Berdasarkan tabel 8.2, hasil perhitungan nilai EVA PT. Bentoel Internasional Investama pada tahun 2005-2007 negatif. Artinya bahwa dalam perusahaan pada tahun tersebut tidak terjadi nilai tambah ekonomis. Hal ini disebabkan karena besarnya laba operasi tidak dapat menutupi biaya modal dan pajak yang dibebankan kepada perusahaan, sehingga laba yang tersedia tidak bisa memenuhi harapan para penyandang dana terutama bagi para pemegang saham yaitu tidak mendapatkan pengembalian yang optimal dengan investasi yang telah ditanamkannya, sedangkan kreditur tetap mendapatkan bunga.

Selama tahun 2005-2007 perolehan laba operasional perusahaan mengalami peningkatan namun biaya modal rata-rata tertimbang yang ditanggung perusahaan juga mengalami peningkatan dengan prosentase lebih besar. Pada tahun 2005 laba sebelum pajak dan beban bunga (EBIT) perusahaan sebesar Rp.139,936,754,061,00 dengan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) yang ditanggung oleh perusahaan sebesar Rp.193,288,263,231,00. Jelas disini bahwa EBIT perusahaan tidak dapat menutup WACC sehingga nilai EVA menjadi negatif.

Pada tahun 2006 terjadi kenaikan EBIT perusahaan menjadi Rp.223,365,640,799,00, tetapi WACC yang ditanggung oleh perusahaan naik menjadi Rp.440,582,506,977,00 yang artinya WACC hampir dua kali lipat daripada EBIT perusahaan. Sementara pada tahun 2007 perusahaan mampu meningkatkan nilai EVA meskipun tetap dalam angka yang negatif.

Kondisi seperti di atas menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan kurang baik selama tahun 2005-2007. hal ini didukung pernyataan dari **Widayanto (1994 : 30)** bahwa :

“nilai $EVA < 0$ atau negatif menunjukkan tidak terjadi proses nilai tambah ekonomis (NITAMI) bagi perusahaan, karena laba yang tersedia tidak bisa memenuhi harapan para penandang dana terutama pemegang saham yaitu tidak mendapatkan pengembalian yang setimpal dengan investasi yang ditanamkan dan kreditur tetap mendapatkan bunga. Sehingga dengan tidak ada nilai tambahnya mengidentifikasi kinerja keuangan perusahaan kurang baik”.

Namun demikian, Eva yang negatif berasal dari tingginya biaya modal saham (K_e), sehingga akan mempengaruhi besarnya WACC yang nantinya berpengaruh pada nilai EVA-nya. Adapun faktor-faktor yang berpengaruh dalam biaya modal yang pada akhirnya akan mempengaruhi EVA adalah :

- 1) Kondisi Pasar Modal

Pasar modal membawa pengaruh yang dominant dalam realisasi EVA. Tingkat indek harga saham tersebut mempengaruhi perhitungan nilai biaya ekuitasnya, hal ini akan berdampak pada perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang yang nantinya merupakan dasar penentuan dalam perhitungan *Cost of Capital*.

2) Tingkat Suku Bunga.

Tinggi rendahnya tingkat suku bunga akan berdampak kepada kreditur dan investor yang mempengaruhi pertimbangan dalam menginvestasikan dana.

d. PT. BAT Indonesia

Berdasarkan tabel 8.3, hasil perhitungan nilai EVA PT. BAT Indonesia pada tahun 2005-2007 menunjukkan nilai negatif. Pada tahun 2005 laba operasi perusahaan tidak dapat menutupi biaya modal rata-rata tertimbang yang ditanggung oleh perusahaan. Pada tahun 2005 EBIT yang di peroleh perusahaan sebesar Rp.30,142,000,000,00 dengan WACC sebesar Rp.37,096,000,000,00 sehingga nilai EVA perusahaan adalah – Rp.17,698,000,000,00.

Pada tahun 2006 perusahaan mengalami kerugian sehingga nilai biaya modal rata-rata tertimbang otomatis lebih tinggi daripada laba operasi yang minus. Nilai EVA perusahaan adalah –Rp.92,763,000,000,00. Hal ini terulang pada tahun 2007 namun perusahaan dapat mengurangi angka kerugian menjadi -Rp.48,153,000,000,00 dari angka sebelumnya -Rp.82,655,000,000,00. Pada tahun 2007 nilai EVA perusahaan naik menjadi –Rp.87,264,000,000,00.

Nilai EVA secara umum Perusahaan Rokok yang Listing di BEJ

Berdasarkan uraian di atas, nilai EVA perusahaan rokok yang listing di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2005 bervariasi, dua perusahaan memiliki nilai positif dan dua lainnya bernilai negatif. Nilai EVA tertinggi dimiliki

oleh PT. HM Sampoerna dengan angka Rp.2,136,394,000,000,00, sementara nilai terendah dimiliki oleh PT. Bentoel Internasional Investama dengan nilai negatif Rp.50,587,590,503,00. PT. HM Sampoerna memiliki prosentase WACC terhadap EBIT lebih kecil apabila dibandingkan dengan PT. Gudang Garam sebagai perusahaan yang memiliki nilai EVA positif (PT. HM Sampoerna 15% sedangkan PT. Gudang Garam 26%). Disamping itu, PT. HM Sampoerna meraih EBIT tertinggi.

Pada periode 2006 PT. HM Sampoerna menjadi satu-satunya perusahaan rokok yang memiliki nilai EVA positif setelah PT. Gudang Garam Tbk. Tidak dapat menekan WACCnya akibat kenaikan biaya modal saham yang cukup tajam. PT. Gudang Garam menjadi perusahaan yang memiliki nilai EVA terendah dengan nilai negatif Rp.6,246,706,000,000,00. Dua perusahaan lain, yaitu PT. Bentoel dan PT. BAT Indonesia mengalami penurunan nilai EVA dibandingkan tahun sebelumnya.

Pada tahun 2007 PT. Gudang Garam Tbk. kembali meraih nilai EVA positif setelah perusahaan dapat menaikkan EBIT dengan WACC rendah. PT. HM Sampoerna tetap menjadi perusahaan yang memiliki nilai EVA tertinggi sebesar Rp.2,234,082,000,000,00, sedangkan nilai EVA terendah dimiliki oleh PT. Bentoel Internasional Investama dengan nilai negatif Rp.223,539,418,843,00. PT. BAT Indonesia kembali meraih nilai EVA negatif karena dalam kurun waktu 2006-2007 perusahaan mengalami kerugian.

Secara keseluruhan analisis EVA dalam penelitian ini menjelaskan bahwa kinerja keuangan PT. HM Sampoerna adalah yang terbaik diantara

perusahaan rokok yang listing di Bursa Efek Jakarta. PT. HM Sampoerna memiliki nilai EVA positif selama 2005-2007 dan merupakan yang tertinggi apabila dibandingkan dengan perusahaan lain yang sejenis. Perusahaan dapat memperoleh nilai EBIT yang tinggi dengan menekan nilai WACC ke level yang rendah.

Perusahaan yang menempati urutan kedua adalah PT. Gudang Garam Tbk. Perusahaan memiliki nilai EVA negatif dalam tahun 2006, tetapi dapat bangkit pada tahun berikutnya sehingga memiliki nilai EVA yang positif. Dua perusahaan lainnya, PT. Bentoel dan PT. BAT Indonesia memiliki kinerja keuangan yang kurang baik. PT. Bentoel Internasional Investama mampu menaikkan laba operasinya tetapi dengan penggunaan sumberdaya yang lebih besar. Sedangkan PT. BAT Indonesia dalam dua tahun terakhir mengalami kerugian sehingga memiliki nilai EVA negatif.

Tabel 10
Nilai EVA Rata-rata Perusahaan Rokok
(Dalam Jutaan Rupiah)

Perusahaan	2005	2006	2007	Rata-rata
GG	1582765	-6246706	610874	-1351022.333
Sampoerna	2136394	1443869	2234082	1938115
Bentoel	-50588	-251345	-223539	-175157.3333
BAT	-17698	-92763	-87264	-65908.33333

4.2.5 Interpretasi Hasil MVA

a. PT. Gudang Garam Tbk

Berdasarkan tabel 9, hasil perhitungan nilai MVA PT. Gudang Garam Tbk. Tahun 2005-2007 adalah positif namun cenderung menurun dari tahun ke tahun. Pasar memberi apresiasi negatif terhadap kinerja perusahaan setelah perusahaan mengalami penurunan laba bersih pada tahun 2006. Laba bersih perusahaan kembali menunjukkan kenaikan pada periode 2007 namun pasar tetap memberi respon yang berbeda terhadap kenaikan tersebut sehingga nilai MVA perusahaan tetap menurun.

Respon pasar terhadap perusahaan dapat dilihat dari harga saham yang dimiliki oleh perusahaan. Pada tahun 2005 harga saham perusahaan diperdagangkan dengan harga Rp.11,650,00 per lembar saham. Pada akhir tahun 2006 harga saham perusahaan turun menjadi Rp.10,200,00 per lembar saham dan pada tahun berikutnya harga saham perusahaan kembali terkoreksi menjadi Rp.8,500,00 per lembar saham.

b. PT. HM Sampoerna

Berdasarkan tabel 9.1, hasil perhitungan MVA PT. HM Sampoerna meningkat dari tahun 2005-2007. Pasar menilai positif kinerja perusahaan dan ini terjadi setelah perusahaan diakuisisi oleh Philip Morris. Laba perusahaan yang meningkat cukup signifikan dari tahun ke tahun juga menjadi sebab penilaian pasar yang bagus terhadap perusahaan. Dari keempat perusahaan rokok yang menjadi obyek penelitian ini PT. HM

Sampoerna merupakan perusahaan dengan nilai MVA terbaik dan terus menunjukkan peningkatan.

Penilaian pasar terhadap kinerja perusahaan dapat dilihat dari meningkatnya harga saham perusahaan di pasar modal. Pada tahun 2005 harga saham HM Sampoerna diperdagangkan pada level Rp.8,900,00 per lembar. Pada tahun 2006 harga saham perusahaan naik menjadi Rp.9,700,00 per lembar saham. Kondisi ini berlanjut pada tahun berikutnya dengan kenaikan yang cukup besar menjadi Rp.14,300,00 per lembar saham.

Adalah menjadi tujuan utama manajemen keuangan perusahaan yaitu dalam memaksimalkan kemakmuran bagi para pemegang sahamnya. Tujuan ini jelas bermanfaat bagi para pemegang saham biasa dan menjamin bahwa sumber daya yang terbatas dialokasikan secara efisien. Kemakmuran para pemegang saham dapat di maksimumkan dengan cara memaksimumkan perbedaan antara nilai pasar ekuitas dengan jumlah modal ekuitas yang dipasok oleh para investor kepada perusahaan.

c. PT. Bentoel Internasional Investama

Berdasarkan tabel 9.2, perhitungan MVA PT. Bentoel Internasional Investama pada periode 2005-2007 adalah positif. Pasar memberikan penilaian yang positif terhadap kinerja perusahaan yang mampu meningkatkan volume penjualan dari tahun 2005 sampai dengan tahun 2007 yang menyebabkan meningkatnya laba bersih yang diraih perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh naiknya harga saham perusahaan dalam pasar modal

dari Rp.135,00 pada tahun 2005 menjadi Rp.310,00 pada tahun 2006. Kenaikan ini terus berlanjut pada tahun 2007 menjadi Rp.560,00 per lembar saham.

d. PT. BAT Indonesia

Berdasarkan tabel 9.3, perhitungan MVA PT. BAT Indonesia pada periode tahun 2005-2007 menunjukkan nilai yang tidak stabil. Pada tahun 2005 pasar memberikan apresiasi positif terhadap kinerja perusahaan karena perusahaan masih dapat meraih laba bersih cukup signifikan yakni sebesar Rp.19,085 miliar dengan sumberdaya yang terbatas. Namun pada tahun berikutnya pasar memberikan penilaian yang negatif terhadap kinerja perusahaan setelah PT. BAT Indonesia merugi sebesar Rp.62,123,000,000,00. Apresiasi positif kembali diberikan oleh pasar setelah pada tahun 2007 karena perusahaan mampu menekan angka kerugian menjadi Rp.34,218,000,000,00 dengan meningkatkan volume penjualan dari tahun sebelumnya. Pasar memiliki harapan bahwa perusahaan akan tetap meningkatkan kinerjanya dimasa yang akan datang, sehingga tingkat pengembalian terhadap modal yang telah ditanamkan dapat meningkat.

Nilai MVA secara umum Perusahaan Rokok yang *Listing* di BEJ

Berdasarkan analisis MVA di atas, pada tahun 2005 keempat perusahaan memiliki nilai MVA positif. PT. HM Sampoerna memiliki nilai tertinggi, sedangkan nilai MVA terendah dimiliki oleh PT. BAT Indonesia. Harga saham tertinggi pada periode ini dimiliki oleh PT.

Gudang Garam yakni sebesar Rp.11,650,00. Sementara harga saham terendah adalah PT. Bentoel internasional Investama sebesar Rp.135,00 per lembar saham.

Pada tahun 2006 terjadi penurunan nilai MVA pada dua perusahaan yakni PT. Gudang Garam Tbk. dan PT. BAT Indonesia. Bahkan nilai MVA PT. BAT Indonesia negatif Rp.10,722,000,000,00 setelah harga saham perusahaan menurun drastis menjadi Rp.4000,00 perlembar saham, PT. Gudang Garam juga mengalami hal yang sama. Harga saham PT. HM Sampoerna dan PT. Bentoel internasional Investama pada periode yang sama naik menjadi masing-masing Rp.9700,00 dan Rp.310,00, sehingga menimbulkan kenaikan nilai MVA bagi kedua perusahaan.

Nilai MVA perusahaan rokok yang listing di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2007 diwarnai kenaikan oleh tiga perusahaan rokok yaitu PT. HM Sampoerna, PT. Bentoel, dan PT. BAT Indonesia. Kenaikan ini di timbulkan oleh naiknya harga saham ketiga perusahaan di pasar modal. Sedangkan nilai MVA PT. Gudang Garam mengalami penurunan setelah harga saham perusahaan menurun.

Tabel 11
Nilai Rata-rata MVA Perusahaan Rokok
(Dalam Jutaan Rupiah)

Perusahaan	2005	2006	2007	Rata-rata
GG	21453581.2	18663653.6	15392704	18503312.93
Sampoerna	38528323	42034723	62196523	47586523
Bentoel	327285	1505581	3188863	1673909.667
BAT	220278	-10722	28878	79478

4.2.6 Hubungan EVA Dan MVA

Berdasarkan Hasil analisis EVA dan MVA di atas menunjukkan bahwa nilai EVA positif belum tentu menghasilkan nilai MVA yang positif. Hal ini terlihat jelas pada hasil analisis PT. Bantoel Internasional Investama yang memiliki nilai EVA negatif dalam tiga tahun pengamatan, tetapi perusahaan memiliki nilai MVA positif yang cenderung naik dari tahun ke tahun. Hal serupa juga dapat di lihat pada PT. HM Sampoerna pada tahun 2006 yang mengalami penurunan nilai EVA, tetapi mencapai kenaikan nilai MVA. Nilai EVA dan MVA berbanding lurus terjadi pada PT. BAT Indonesia. Artinya, pergerakan naik dan turun nilai EVA di ikuti oleh nilai MVA.

Salah satu faktor yang berpengaruh dalam perubahan nilai MVA adalah perolehan laba perusahaan. Analisis yang dilakukan pada PT.Bantoel menunjukkan bahwa laba operasi perusahaan lebih di pertimbangkan oleh pasar daripada nilai EVA sehingga nilai MVA tetap naik meskipun nilai EVA perusahaan negatif. Pada PT. HM Sampoerna terjadi hal yang serupa dimana penurunan nilai EVA tidak menyebabkan nilai MVA menurun karena pasar lebih memperhatikan nilai laba operasional yang diraih perusahaan.

Penelitian menunjukkan bahwa EVA belum tentu mempengaruhi nilai MVA, karena adakalanya pasar melihat pada laba operasional yang di raih oleh perusahaan atau keputusan yang di ambil oleh perusahaan dalam mengatasi masalah yang di hadapinya.

