

ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) SEBAGAI PENGUKUR KINERJA PERUSAHAAN: SEBUAH HARAPAN DAN KENYATAAN

*Siti Resmi *)*

ABSTRACT

In United States, Economic value added (EVA) has been proven as prominent measurement of companies business performance. EVA is better than other traditional performance measurements, such as ROA (return on assets) and ROE (return on equity) because of its two advantages. Besides, considers cost of equity in calculating the net income, EVA also uses some adjustments in calculating the certain expenses including research and development expenses, selling expenses, bed debt expenses, etc.

However, researches of the relationship of business performance and stock returns in Indonesia concluded that the traditional measurement is better than EVA. In fact, EVA has not yet been broad used in the decision making process. Even investors and securities analysts did not recommend EVA as their financial decision making of investment in stock exchange. In addition, managers of companies with good or positive EVA have revealed that they, explicitly did not use EVA to evaluate business performance. Accordingly, EVA has only been used for internal decision making, including in evaluating performance of division managers, giving bonuses, and so on.

Keywords: *Economic value added, performance measurement, stock return.*

PENDAHULUAN

Dua tahun terakhir ini (tahun 2001 dan 2002), majalah Swa telah melakukan pemeringkatan perusahaan-perusahaan yang *go public* berdasar pada EVA yang diperoleh. Pemeringkatan tersebut dilakukan untuk melihat perusahaan-perusahaan yang mempunyai kinerja keuangan berdasar EVA yang dihasilkan. Penerapan EVA sebagai pengukur kinerja menjadi kian relevan karena mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai tambah sekaligus mengeliminasi rekayasa keuangan. Lebih menarik lagi adalah bahwa EVA merupakan pengukuran kinerja yang memuat total faktor kinerja karena memasukkan semua unsur dalam laporan laba/rugi dan neraca perusahaan. Hal ini berbeda dengan pendekatan tradisional yang biasanya hanya menfokuskan pada salah satu ukuran pertumbuhan seperti pertumbuhan pendapatan dan rasio tingkat kembalikan investasi (*return on investment*, selanjutnya disingkat ROI). Kedua pengukuran ini (pertumbuhan pendapatan dan ROI) dianggap berisiko karena jika perusahaan berfokus pada pertumbuhan yang besar saja tanpa memperhatikan tingkat kembalikan yang lebih tinggi dari biaya modal, akan menghancurkan nilai perusahaan. Sebaliknya, jika hanya berfokus menggemukkan ROI saja, manajemen cenderung menekan aset atau mengerem investasi. Akibatnya

*) Dra. Siti Resmi, MM., Akuntan, adalah Dosen Tetap AMP YKPN Yogyakarta.

manajemen akan enggan untuk melakukan investasi meskipun investasi tersebut menguntungkan perusahaan dalam jangka panjang. EVA merupakan perpaduan antara kedua pendekatan tradisional tersebut, sehingga pengukuran dengan model ini diharapkan lebih mencerminkan nilai perusahaan yang sebenarnya.

Pengukur kinerja EVA muncul sebagai antisipasi kelemahan pengukur kinerja akuntansi tradisional yang hanya mendasarkan pada laba akuntansi (*accounting income*) dan tidak memasukkan biaya modal atas ekuitas. EVA telah banyak digunakan di berbagai perusahaan di Amerika Serikat seperti Coca-Cola, AT & T, Quaker Oats, Eli Lilly, dan Tenneco. Survey terhadap beberapa perusahaan di Amerika Serikat yang dilakukan oleh Manufacturer's Alliance juga mengungkapkan bahwa EVA merupakan pengukur kinerja yang membuat perusahaan lebih memfokuskan perhatian pada penciptaan nilai perusahaan (Utama, 1997).

Meskipun EVA mempunyai kelebihan dibandingkan dengan pengukur kinerja tradisional, tidak semua kalangan mengakuinya. Dengan menggunakan rumus penghitungan EVA versi Stern Steward, hasil penelitian Dodd dan Chen (1996) menunjukkan bahwa EVA hanya mampu menunjukkan hubungan dengan *stock return* sebesar 20,2%, sedangkan ROA menunjukkan hubungan yang lebih tinggi yaitu 24,5%. Hasil penelitian Dodd dan Chen tersebut menyebutkan bahwa ROA mempunyai hubungan yang lebih kuat dibandingkan dengan EVA. Beberapa penelitian tentang hubungan pengukur kinerja (EVA, ROA, ROI, PER (*price earning ratio*), EPS (*earning per share*, dan lain-lain) dengan *return* saham yang dilakukan di Indonesia juga menunjukkan bahwa EVA mempunyai hubungan lebih lemah dibandingkan dengan pengukur kinerja tradisional. Hal ini mungkin didukung oleh laporan keuangan yang dipublikasi di media cetak dan elektronik maupun yang terangkum dalam *Indonesian Capital Market Directory* belum mencantumkan EVA sebagai informasi yang dapat digunakan oleh publik untuk menilai perusahaan. Media publikasi tersebut hanya mencantumkan rasio-rasio keuangan tradisional seperti ROE, ROA, PER, *book value*, dan lain-lain.

Artikel ini akan membahas tentang mengapa EVA merupakan pengukur kinerja perusahaan lebih

baik dibandingkan dengan pengukur kinerja akuntansi tradisional serta bagaimana kenyataan yang terjadi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

MENILAI PERUSAHAAN DI PASAR MODAL

Investor memerlukan informasi keuangan suatu perusahaan untuk melakukan penilaian perusahaan, dan lebih lanjut untuk menentukan saham perusahaan mana yang akan dibeli, mana yang akan dijual dan mana yang akan dipertahankan. Kriteria yang pada umumnya digunakan dalam penilaian tersebut adalah pendekatan analisis fundamental. Pendekatan ini berlandaskan prinsip bahwa sebab mendasar yang menimbulkan gerak harga saham adalah antisipasi perubahan dalam penjualan atau laba (Rousana, 1997).

Hal-hal yang termasuk dalam proses analisis fundamental meliputi analisis ekonomi dan industri, penilaian perusahaan secara individu dengan model penilaian dividen dan model penilaian pendapatan, atau model pendekatan kekayaan, analisis laporan keuangan seperti analisis trend dan analisis rasio. Husnan (1996) mengatakan bahwa beberapa faktor yang dapat mempengaruhi harga saham adalah: harapan investor terhadap tingkat keuntungan dividen untuk masa yang akan datang, tingkat pendapatan perusahaan, kondisi perekonomian, psikologis pembeli, kondisi perusahaan dan laba perusahaan, dan lain-lain. Koesno (1990), menyatakan bahwa kinerja perusahaan dapat diukur dari beberapa faktor, yaitu *book value per share*, EPS, volatilitas saham, faktor intern, seperti profit, tingkat efisiensi, *leverage*, kualitas manajemen, tingkat aktivitas/perdagangan, popularitas merek, risiko usaha; dan faktor ekstern, seperti suku bunga deposito, tingkat inflasi, pajak dividen, dan kekuatan pesaing. Uraian dalam paragraf ini menunjukkan bahwa penilaian kinerja perusahaan dapat dikelompokkan menjadi dua yaitu penilaian kinerja keuangan dan non keuangan. Purnomo (1998) mengatakan bahwa rasio keuangan merupakan pengukur kinerja keuangan yang lebih fundamental dalam menjelaskan beberapa kekuatan dan kelemahan keuangan perusahaan. Rasio keuangan biasanya dapat digunakan untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan seperti bagaimana likuiditas perusahaan, apakah manajemen menghasilkan laba yang memadai dari penggunaan aset-aset perusahaan, bagaimana

perusahaan mendanai aset-asetnya, dan apakah para pemegang saham menerima penghasilan yang memadai dari investasi yang telah mereka lakukan. Rasio keuangan yang dapat digunakan untuk memenuhi tujuan tersebut dapat berupa *total debt to total equity ratio* (DER), ROE, EPS, PER, *dividen per share* (DPS) dan lain-lain. Rasio-rasio tersebut biasanya telah dicantumkan dalam laporan keuangan yang dipublikasikan.

Menilai Perusahaan dengan Pendekatan Tradisional

Pendekatan tradisional yang dimaksud adalah penilaian atau pengukuran kinerja perusahaan dengan rasio-rasio tertentu yang tidak memasukkan faktor biaya modal (*cost of equity*). Pendekatan ini didasarkan pada angka-angka yang tertera dalam laporan keuangan suatu perusahaan yang dipublikasikan (neraca dan laporan laba rugi). Angka-angka tersebut kemudian dihubungkan, baik angka-angka yang tertera dalam satu laporan keuangan (neraca atau laporan laba rugi saja) maupun antar dua laporan keuangan (neraca dan laporan laba rugi) sehingga membentuk suatu rasio. Dalam literatur manajemen keuangan, rasio keuangan dikelompokkan menjadi rasio likuiditas (*quick ratio*, *current ratio*, dan lain-lain); rasio aktivitas (rata-rata umur piutang, perputaran persediaan, perputaran aktiva tetap, perputaran total aktiva, dan lain-lain); rasio solvabilitas (total utang terhadap total aset, *times interest earned*, *fixed charged coverage*, dan lain-lain); rasio profitabilitas (*profit margin*, ROA, ROE, dan lain-lain); dan rasio pasar (PER, *dividend yield*, *dividend payout ratio*, EPS, dan lain-lain) (Prastowo, 1995).

Chen dan Dodd (2001) mengatakan bahwa secara tradisional, laporan keuangan lebih menekankan pada laba akuntansi (*accounting earning*) meskipun disadari bahwa teori penilaian ekuitas lebih mementingkan *future cash flow* dalam menentukan harga saham suatu perusahaan. Argumen yang mendasari hal tersebut adalah informasi tentang *earning* (laba) merupakan indikator lebih baik bagi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan aliran kas sekarang dan masa datang dibandingkan dengan informasi tentang penerimaan dan pengeluaran kas. Beberapa model penilaian dikembangkan oleh

komunitas investasi dengan memasukkan laba sebagai input utama, sebagai contoh PER menjadi alat analisis yang paling sering digunakan sebagai indikator keuangan di pasar modal.

Literatur akuntansi dan keuangan bahkan menyarankan *accounting earning* mempunyai peran penting di pasar modal dilihat dari persepektif institusi (praktisi). Hal ini juga konsisten dengan bukti empiris mengenai pentingnya kandungan informasi akuntansi menurut kalangan akademisi.

Namun demikian Steward (dalam Chen & Dodd, 2001) mengkritik bahwa *accounting earning* (maksudnya pendekatan tradisional) merupakan pengukuran yang cacat karena gagal memasukkan *total cost of capital*. Suatu pengukuran seharusnya tidak dipengaruhi oleh ketentuan akuntansi yang berbasis akrual. Sejak saat itu EVA diakui sebagai pengukur kinerja perusahaan yang paling baru dan inovatif karena dapat mengoreksi dua tipe kesalahan yang dimiliki oleh *accounting earning*.

Pengukuran kinerja yang tepat seharusnya mampu mengukur bagaimana strategi manajemen menciptakan nilai *shareholder*, yang diukur dengan *the risk-adjusted return on invested capital*. Pengukuran yang tepat harus dapat menggabungkan antara *the required rate of return on invested capital*, mengukur dengan akurat jumlah *capital* yang digunakan oleh perusahaan, dan menghubungkannya dengan *the risk-adjusted return* yang akan diperoleh *shareholder*. Pengukuran kinerja keuangan yang baik juga seharusnya dapat mengetahui seberapa baik suatu perusahaan menghasilkan *operating profit*. *Operating profit* merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba (*profit*) tertentu dengan menggunakan sejumlah modal yang diinvestasikan. Dengan demikian, investor (*shareholder*) harus mendapatkan paling tidak *opportunity cost* dari modal yang diinvestasikan. Oleh karena itu untuk dapat mengukur kinerja keuangan dengan baik, perusahaan harus mengurangi *operating profit* nya dengan *cost of capital*. Pengukuran dengan cara seperti ini disebut EVA.

Menilai Kinerja Perusahaan dengan EVA

Istilah EVA pertama kali dipopulerkan oleh Stern Steward Management Service yang merupakan

perusahaan konsultan dari Amerika Serikat pada tahun 1980-an. EVA telah lama dikenal oleh para ekonom sebagai *economic profit*, yaitu nilai *profit* yang melebihi (kurang dari) tingkat pengembalian minimum yang bisa diperoleh (diderita) oleh pemegang saham dan kreditor dengan berinvestasi di sekuritas lain yang mempunyai risiko sebanding (*opportunity cost*).

Dalam akuntansi manajemen, EVA telah populer sebagai alat untuk menilai kinerja (*performance*) suatu pusat investasi. EVA dikatakan sebagai alat yang lebih baik dalam menilai kinerja manajer divisi dibandingkan dengan ROI. Dengan penilaian berdasar ROI, manajer divisi mungkin akan enggan melakukan investasi kalau investasi akan menurunkan ROI divisi meskipun dapat menaikkan laba perusahaan secara keseluruhan (Hansen & Mowen, 2000).

EVA merupakan laba operasi setelah pajak (*after tax operating income*) dikurangi dengan total biaya modal (*total cost of capital*). Total biaya modal merupakan tingkat biaya modal dikalikan dengan total modal yang diinvestasikan (Utama, 1997). Cara lain menghitung EVA adalah: $EVA = (\text{tingkat pengembalian atas modal} - \text{tingkat biaya modal}) \times \text{total modal}$. EVA positif jika tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih tinggi daripada tingkat pengembalian modal yang diminta investor, yang berarti perusahaan telah memaksimalkan nilai perusahaan. Demikian sebaliknya, EVA negatif menandakan bahwa nilai perusahaan berkurang sehingga tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah daripada tingkat pengembalian yang dituntut investor, yang berarti perusahaan tidak berhasil menciptakan nilai bagi pemilik modal. Penghitungan EVA dalam berbagai kondisi tidak harus persis sama dengan rumus tersebut karena terdapat beberapa penyesuaian terhadap laba operasi setelah pajak yang disusun berdasar *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP) – di Indonesia Standar Akuntansi Keuangan (SAK). Oleh karena itu beberapa perusahaan mempunyai versi berbeda dalam menghitung EVA dengan melakukan penyesuaian-penyempaan. Misalnya, penghitungan EVA menurut Lee (dalam Utama, 1997) mencakup laba bersih yang tersedia untuk pemegang saham dan biaya modal atas ekuitas.

EVA merupakan penghitungan yang sederhana, mudah dipahami oleh kalangan non finansial tetapi cukup komprehensif. EVA merupakan

selisih antara NOPAT (*net operating profit after tax*) dengan *capital charge*. Atau $EVA = \text{spread}$ EVA, yaitu selisih antara ROIC (*return on invested capital*) dan WACC (*weighted average cost of capital*) dikalikan dengan *invested capital*. Suryo (2002) mengatakan bahwa penghitungan EVA dilakukan dengan tahapan sebagai berikut:

1. Menentukan NOPAT.

NOPAT merupakan penjumlahan dari laba usaha, penghasilan bunga, beban/penghasilan pajak penghasilan, *tax shield* atas beban bunga, bagian atas laba/rugi bersih perusahaan asosiasi, laba/rugi penjualan aktiva tetap dan investasi saham, laba/rugi lain-lain yang terkait dengan operasional perusahaan. NOPAT tidak memasukkan faktor non operasional dan laba (rugi) luar biasa seperti laba (rugi) penghentian usaha, dan beberapa rekening laba (rugi) lain yang sama sekali tidak ada hubungannya dengan kegiatan operasional rutin perusahaan.

2. Menentukan *capital charge*.

Capital charge merupakan WACC dikalikan dengan *invested capital*. *Capital charge* menunjukkan seberapa besar *opportunity cost* modal yang telah disuntikkan kreditor maupun pemegang saham. Penghitungan tersebut tidak hanya memperhitungkan/mempertimbangkan pembayaran bunga kepada kreditor, seperti bank ataupun *bondholder*, tetapi juga bunga implisit yang seharusnya dibayarkan kepada pemegang saham, yang selama ini tidak tercermin dalam laporan keuangan.

- a. WACC merupakan tingkat *return* minimum yang harus dihasilkan oleh perusahaan untuk memenuhi ekspektasi kreditor dan pemegang saham. WACC ini dibobot berdasarkan proporsi masing-masing instrumen pembiayaan dalam *capital structure* perusahaan (utang dan ekuitas). Secara matematis $WACC = \text{portion of debt} \times \text{cost of debt} \times (1 - \text{tax rate}) + \text{portion of equity} \times \text{cost of equity}$.

- *Tax rate* yang digunakan seharusnya merupakan tarif efektif berdasar peraturan perundangan perpajakan yang berlaku.
- *Cost of debt* dihitung dengan menggunakan tingkat bunga pinjaman jangka panjang dan

jangka pendek untuk masing-masing perusahaan.

- *Cost of equity* dihitung berdasarkan *capital asset pricing model* dengan menggunakan rata-rata tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia.
- b. *Invested capital* merupakan hasil penjabaran elemen/perkiraan dalam neraca untuk melihat besarnya kapital yang diinvestasikan dalam perusahaan oleh kreditur dan pemegang saham serta seberapa besar kapital yang diinvestasikan dalam aktivitas operasional dan non-operasional lainnya. *Invested capital* dapat dihitung dari jumlah utang bank jangka pendek, pinjaman bank/sewa guna usaha/obligasi jangka panjang yang jatuh tempo dalam setahun, pinjaman bank/sewa guna usaha/obligasi jangka panjang, kewajiban pajak tangguhan, kewajiban jangka panjang lainnya, hak minoritas atas aktiva bersih anak perusahaan dan ekuitas.

Penghitungan EVA nampaknya hampir sama dengan *residual income* (RI) karena keduanya telah memperhitungkan *cost of capital* (*debt interest plus opportunity cost of equity*). Akan tetapi jika ditelusur

lebih lanjut, penghitungan EVA memberikan hasil yang lebih akurat dan fair karena telah memasukkan beberapa penyesuaian terhadap pos-pos tertentu dalam laporan keuangan agar mencerminkan kondisi finansial perusahaan secara riil. Penyesuaian tersebut meliputi penyesuaian terhadap ekuitas dalam neraca dan modifikasi *income* untuk menghilangkan distorsi/bias penghitungan yang ditimbulkan oleh kekurangan dalam GAAP (Chen dan Dodd, 2001). Contoh untuk kepentingan penilaian aktiva tetap, pengeluaran untuk *research & development* (R & D) diperkirakan akan memberi manfaat di masa yang akan datang sehingga dikapitalisasi sebagai aktiva. Jika pengeluaran R & D tersebut dibebankan sebagai biaya dalam periode terjadinya pengeluaran, akan berpotensi menyebabkan distorsi baik pada *capital* maupun *accounting earnings*. Steward (dalam Surya, 2002) mengidentifikasi kemungkinan penyesuaian sampai 164 jenis dalam melakukan penghitungan EVA. Tabel berikut adalah contoh penyesuaian dalam menghitung EVA yang dilakukan oleh Steward (dalam Chen dan Dodd, 2001). Equity Adjustment Required When Calculating EVA Add Equity Equivalent to Capital for: Add Increases in Equity Equivalent to NOPAT for:

Equity Adjustment Required When Calculating EVA	
Add Equity to capital for	Add increases in Equity Equivalent to NOPAT for
· <i>Deferred income tax reserves</i>	· <i>Increase in deferred tax reserve</i>
· <i>LIFO reserve</i>	· <i>Increase in LIFO reserve</i>
· <i>Cumulative goodwill amortization</i>	· <i>Goodwill amortization</i>
· <i>Cumulative unusual loss (gain)</i>	· <i>Unusual loss (gain)</i>
· <i>Bed debt reserve</i>	· <i>Increase in bed debt reserve.</i>

Penyesuaian tersebut dilakukan dengan tujuan mendapatkan nilai EVA yang lebih dapat diandalkan, lebih mencerminkan *economic profit* yang diciptakan perusahaan, memperbaiki distorsi/bias yang mungkin timbul baik karena kecenderungan manajer merekayasa laporan keuangan maupun karena masih banyaknya kekurangan dalam GAAP.

Surya (2002) menyatakan bahwa prinsip dasar dalam melakukan penyesuaian adalah menghilangkan distorsi sejauh praktis dan memungkinkan sepanjang tidak berdampak material terhadap nilai EVA yang dihasilkan dan mempermudah melacak dan menurunkan informasi yang dibutuhkan. Mark Plus dan SWA melakukan empat penyesuaian dalam menghitung EVA

yaitu penyesuaian terhadap *successful effort accounting* (biasanya dilakukan perusahaan pertambangan); biaya riset dan pengembangan; biaya iklan dan biaya promosi; dan restrukturisasi yang selama ini langsung dibiayai pada tahun terjadinya pengeluaran. Biaya-biaya tersebut dikapitalisasi dan diamortisasi sesuai dengan perkiraan umur ekonomisnya masing-masing. Alasannya adalah: 1) manfaat ketiga jenis biaya tersebut baru terasa di masa yang akan datang, 2) membatasi kemampuan manajemen merekayasa pendapatan (melakukan *earning management*) dengan mengeliminasi akrual untuk piutang tak tertagih, 3) mengeliminasi *noncash charge*, seperti amortisasi aktiva tak berwujud (*goodwill*, royalti, dan lain-lain) maupun pajak tangguhan, 4) membuat *current EVA* sebagai pengukuran *market value* yang lebih baik dengan mengeluarkan *non operating income* dan aktiva serta mengkapitalisasi sebagian *capital charge* terutama yang terkait dengan *operating lease*.

EVA: KELEBIHAN, KELEMAHAN, DAN DETEKSI REKAYASA

Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa penggunaan pengukur kinerja EVA berangkat dari adanya kelemahan pengukuran akuntansi tradisional yang tidak memperhitungkan biaya modal atas ekuitas jika suatu investasi dibiayai dari dana ekuitas (*capital*). Penghitungan EVA yang telah diuraikan sebelumnya menunjukkan bahwa perusahaan harus memasukkan biaya utang (*cost of debt*) dan biaya modal atas ekuitas (*cost of equity*) dalam menentukan EVA. Pemilik ekuitas (*shareholder*) mempunyai risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan kreditor, oleh karena itu besarnya biaya modal atas ekuitas seharusnya lebih tinggi daripada besarnya biaya utang. Jika manajer dinilai berdasar EVA, dia akan selalu memilih investasi yang dapat memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal agar diperoleh EVA positif, yang berarti dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Penghitungan tingkat biaya modal (*cost of debt* dan *cost of equity*) mengharuskan perusahaan untuk memperhatikan kebijakan struktur modalnya. Dengan dimasukkannya biaya modal atas ekuitas dalam menghitung EVA,

pengukur kinerja EVA menfokuskan pada penciptaan nilai yang sesungguhnya.

Kelebihan EVA dibandingkan dengan pengukur kinerja akuntansi tradisional (termasuk RI) yang lain adalah dilakukannya *adjustment* (penyesuaian) terhadap biaya-biaya tertentu yang dikeluarkan. Dengan penyesuaian ini manajemen terdorong untuk melakukan investasi yang berdampak baik terhadap kinerja perusahaan dalam jangka panjang.

Sebagai pengukur kinerja keuangan, EVA memang lebih akurat dibandingkan dengan pengukur kinerja tradisional, akan tetapi sebagai pengukur kinerja secara umum EVA memiliki kekurangan karena cenderung mengabaikan pengukuran nonfinansial dan kepentingan *stakeholder*. Kelemahan yang lain adalah bahwa penghitungan EVA masih mendasarkan pada laporan keuangan, yang kemungkinan dapat direayasa pembukuannya untuk mendapatkan EVA positif. Kelemahan tersebut menunjukkan bahwa EVA pun belum mencerminkan kinerja perusahaan yang sesungguhnya. Masalah lain juga mungkin terjadi jika pendapatan bonus atau kompensasi manajemen didasarkan pada EVA. Dalam hal EVA dihubungkan dengan kompensasi manajemen, biasanya mereka terdorong untuk memanipulasi kinerja dengan cara menurunkan investasi (aset produktif) untuk menurunkan biaya modal, menggeser pendapatan periode mendatang ke periode sekarang, menggeser biaya sekarang ke periode mendatang, dan tindakan *earning management* lain yang menguntungkan. Trik yang dapat dilakukan oleh pengelola perusahaan untuk meningkatkan EVA, diantaranya adalah: 1) meningkatkan NOPAT versi laporan keuangan melalui *earning management* yaitu mempercepat/memperbesar pengakuan pendapatan maupun memperkecil/menunda pengakuan beban, 2) meningkatkan NOPAT versi EVA dengan cara memperpanjang masa amortisasi sejumlah biaya, seperti biaya riset dan pengembangan, biaya iklan, dan lain-lain, 3) tidak menghapus *goodwill* dan aktiva tak berwujud lainnya meskipun nilainya sebenarnya sudah turun atau habis, 4) menunda beban pengakuan piutang tidak tertagih, 5) meminimumkan pajak yang harus dibayar, dan 6) mengurangi jumlah modal

diinvestasikan (mengurangi besarnya ekuitas dan utang berbunga) dengan melunasi sebagian utang berbunga dan/atau membeli kembali sahamnya di bursa untuk sementara pada akhir tahun (Suryo, 2002).

Untuk dapat memperoleh EVA yang sebenarnya sehingga benar-benar dapat mencerminkan kinerja perusahaan, rekayasa dalam meningkatkan EVA tersebut dapat dideteksi dengan beberapa cara seperti 1) membandingkan kebijakan amortisasi biaya riset dan pengembangan, iklan, serta pelatihan pegawai antar waktu dan antar perusahaan, 2) menilai anak perusahaan untuk mengatasi apakah memang *good-will* yang diakui masih ada nilainya atau tidak, 3) menilai aktiva tidak berujud untuk mengetahui masih ada nilainya atau tidak, 4) menilai tren perubahan kewajiban pajak tangguhan serta membandingkan dengan perusahaan lain dalam satu industri untuk mengevaluasi apakah angkanya wajar atau tidak, 5) menganalisis tren biaya penghapusan piutang tidak tertagih dan membandingkan dengan perusahaan yang berbeda pada satu industri, 6) menggunakan rata-rata modal diinvestasikan selama satu tahun dan bukan hanya pada akhir atau awal tahun (Utama, 2002).

IMPLEMENTASI EVA: SEBUAH KENYATAAN

Chen dan Dodd (2001) mengatakan bahwa hubungan antara pengukur kinerja *operating income*, *RI* dan EVA terhadap *stock return*, EVA bukanlah merupakan pengukur terbaik dalam penilaian. EVA tidak lebih dominan dibandingkan dengan *operating income* dalam menjelaskan *stock return*. Koefisien korelasi antara EVA dengan *stock return* adalah 0,45, sedangkan koefisien korelasi antara *operating income* dengan *stock return* adalah sedikit lebih tinggi yaitu 0,49.

Beberapa penelitian yang dilakukan di Indonesia juga menunjukkan bahwa EVA bukan merupakan pengukur kinerja perusahaan yang terbaik dibandingkan dengan harga saham maupun *return* saham. Atmaja (2002) menyatakan bahwa dengan sampel sekitar 90 perusahaan, dicoba untuk menghitung korelasi sederhana antara *stock return* dengan EVA, NOPAT, *spread* EVA, dan *net income*. Dari hasil tersebut ditemukan bahwa korelasi antara EVA dan *stock return* adalah yang terendah di antara

yang lain, yaitu sebesar 0,059. Chendrawati dan Hartono (1997) juga menguji apakah ROA atau EVA yang mempunyai hubungan paling kuat dengan *return* saham (tingkat pengembalian saham). Hasilnya menunjukkan bahwa ROA mempunyai hubungan paling kuat dengan *return* saham (70%) dan signifikan pada taraf uji *two-tailed* 5% dibandingkan dengan EVA yang hanya sekitar 10%.

Manajer perusahaan-perusahaan yang diperingkat berdasarkan EVA yang dihasilkan (dalam topik utama "Pencetak EVA dan MVA terbaik 2002" oleh majalah SWA) mengatakan bahwa EVA belum digunakan oleh para investor untuk mengamati harga saham di bursa efek. Para analis saham juga belum menggunakan EVA dalam menganalisis dan merekomendasi transaksi saham di bursa, bahkan para manajer investasi menyebutkan bahwa peran EVA sebagai bahan pertimbangan dalam keputusan investasi masih di bawah 50%. Alasannya adalah mereka lebih melihat pada prospek di masa depan dibanding menggunakan data historis. Hal lain yang menyebabkan rendahnya keterkaitan EVA dengan *return* saham adalah tidak dicantumkannya EVA dalam laporan keuangan suatu perusahaan yang tercatat di pasar modal di Indonesia, sehingga para investor tidak mengetahui EVA.

Beberapa perusahaan yang menempati peringkat 10 perusahaan dengan EVA positif pada tahun 2001 (PT Ramayana, Infodofarma, PT Timah, PT Selamat Sampurna) tidak secara eksplisit menerapkan EVA untuk menilai perusahaan, tetapi sebenarnya telah menerapkan prinsip-prinsip penghitungan EVA. Mereka berpendapat bahwa yang terpenting adalah memberikan nilai tambah yang besar bagi para pemodal dengan cara memaksimalkan profit, meminimalkan biaya dan memaksimalkan nilai investasi. Jika perusahaan mempunyai kinerja bagus, digunakan model penghitungan apapun hasilnya akan bagus.

Pertimbangan investasi berdasar EVA tidak relevan terutama bagi investor jangka pendek yang hanya mengharapkan *capital gain*. Oleh karena itu nilai EVA tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham (seperti diuraikan dalam beberapa penelitian yang disebutkan pada bagian sebelumnya). Beberapa perusahaan *blue chip* (perusahaan yang sahamnya

menjadi saham favorit investor) di pasar modal pada pemeringkatan EVA tahun 2002 bahkan mempunyai EVA jeblok (tidak berada pada *top ten* atau bahkan negatif). Kondisi ini terjadi karena harga saham bersifat *forward looking*, artinya harga saham mencerminkan harapan investor terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas sekarang dan masa yang akan datang. Adapun EVA lebih bersifat *backward looking*, yakni melihat hasil yang telah dilakukan manajemen dalam suatu periode. Dalam membeli saham, investor melihat apa yang akan terjadi, bukan apa yang sudah terjadi. Demikian juga, dalam membeli saham, investor akan mempertimbangkan beberapa faktor selain ukuran kinerja keuangan (EVA dan lainnya) seperti aspek historis perusahaan (termasuk nama besar atau reputasi perusahaan), kapitalisasi pasar yang besar, prospek yang bagus.

EVA akan mempunyai manfaat yang lebih banyak untuk kepentingan internal perusahaan seperti mengetahui keberhasilan manajemen dalam mengelola perusahaan (menghasilkan nilai tambah yang berarti atau tidak), mengevaluasi kinerja, mengevaluasi proyek/investasi, mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham, dan menentukan *compensation contract* untuk pemberian insentif, bonus, gaji, dan sebagainya.

KESIMPULAN

Penggunaan EVA sebagai pengukur kinerja keuangan suatu perusahaan merupakan pilihan yang lebih baik dibanding pengukur kinerja tradisional (ROA, ROI, dan lain-lain). Penghitungan EVA dianggap lebih akurat karena telah memasukkan biaya ekuitas (*cost of equity*) dalam menentukan *cost of capital* sebagai dasar pemilihan investasi, dan telah memasukkan penyesuaian terhadap pos-pos tertentu dalam laporan keuangan. Telah banyak perusahaan di luar negeri yang menerapkan EVA sebagai alat untuk menilai kinerja perusahaan. Perusahaan-perusahaan tersebut telah berhasil menciptakan nilai tambah secara riil bagi *shareholder* nya.

Kenyataan tersebut ternyata tidak dialami oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia. Beberapa penelitian empiris menunjukkan hasil bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara EVA dengan *return* saham. Para investor dan analis investasi masih menggunakan pengukur kinerja tradisional sebagai dasar analisis dalam melakukan investasi. Para manajer di beberapa perusahaan favorit di pasar modal juga tidak menghitung EVA sebagai dasar penilaian kinerja perusahaan yang dipimpinnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Atmaja, Setia, Atmaja. "EVA, VBM dan Investor". SWANo. 22/XVIII, 14 Oktober – 4 November 2000: 34-36.
- Chendrawati dan Hartono, Yogyanto. "ROA and EVA: A Comparative Empirical Study." *Gadjah Mada International Journal of Business*. Volume I, Nomor I (May 1999): 45-54.
- Chen, Shimin dan Dodd, L. James. "Operating Income, Residual Income, and EVA: Which Metric Is More Value Relevant?" *Journal of Managerial Issues*. Vol. XIII (Spring 2001): 65-85.
- Dodd, L. James dan Chen, Shamin. "EVA: A New Panacea?: *B & E Review* (July-Sept 1996): 26-28.
- Hansen & Mowen. *Management Accounting*. Fifth Edition. Cincinnati, Ohio: South-Western College Publishing, 2000.
- Husnan, Suad. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Ke dua. Yogyakarta: UPP-AMP YKPN, 1996.
- Koesno. "Analisis Praktis untuk Memiliki dan Membeli Saham." *Info Pasar Modal*. 1990: 31-36.
- Rousana, Mike. "Memanfaatkan EVA untuk Menilai Perusahaan di Pasar Modal Indonesia." *Usahawan* No. 04 Th XXVI, April 1997: 18-21.
- Prastowo, Dwi. *Analisis Laporan Keuangan: Konsep dan Aplikasi*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN. 1995.
- Purnomo, Yogo. "Keterkaitan Kinerja Keuangan dengan Harga Saham." *Usahawan* No. 12 Th XXVII, Desember 1998: 33-38.
- Suryo, Alexander. "Lagi, Metodologi Penghitungan EVA." SWANo. 22/XVII, 14 Oktober – 4 November 2002: 26-27.
- Utama, Sidharta. "Economic Value Added: Pengukur Penciptaan Nilai Perusahaan." *Usahawan* No. 04 Th XXVI, April 1997: 10-15.
- "Mencermati Permainan EVA." SWANo. 22/XVII, 14 Oktober – 4 November 2002: 35-36.

