



Kinerja Keuangan Perusahaan Rokok yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan Metode *Economic Value Added (EVA)*

Rofinus Leki
Firda Nosita

Program Studi Manajemen, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Pancasetia.
Jl. A. Yani Km 5,5, Banjarmasin, 70428, Indonesia.

Info Artikel

Sejarah Artikel:

Diterima: 20 September 2019

Disetujui: 3 Desember 2019

Keywords:

Financial Performance,
Economic value added

Abstract

The aim of this study is to analyze the performance of cigarette companies listed on the Indonesia Stock Exchange by using *Economic value added (EVA)* technique. The data was collected from financial report of four cigarette companies for 2014 to 2018 period. The result shows that three of four cigarette companies, namely PT. Gudang Garam, Tbk, PT. HM Sampoerna, Tbk, and PT. Wisnilak Inti Makmur, Tbk has positive EVA respectively. While, PT. Bentoel Internasional Investama, Tbk has poor performance by producing negative EVA. The result indicate that three out of four companies able create value for shareholders. EVA for cigarette companies are depend on company's ability to create profit amid tax, excise and other regulatory conditions that greatly impact the performance of cigarette companies. The good investment and financing decisions become an integral part and encourage the companies value creation.

Abstrak

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis kinerja perusahaan rokok yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan metode *Economic value added (EVA)*. Penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu data dari laporan keuangan empat perusahaan rokok untuk periode 2014 sampai 2018. Hasil penelitian menunjukkan bahwa PT. Gudang Garam Tbk., PT.HM Sampoerna Tbk., dan PT. Wisnilak memiliki nilai EVA positif. Sedangkan PT. Bentoel Investama memiliki kinerja keuangan kurang baik karena menghasilkan EVA negatif. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa tiga dari empat perusahaan rokok yang menjadi sampel mampu menciptakan nilai bagi pemegang saham. EVA perusahaan rokok berkaitan dengan kemampuan perusahaan untuk menciptakan laba ditengah regulasi pajak dan cukai serta kondisi regulasi lain yang sangat berdampak pada kinerja perusahaan rokok. Selain itu, keputusan investasi dan pendanaan yang tepat menjadi bagian penting yang tidak terpisahkan dan mendorong penciptaan nilai bagi pemegang saham.

✉ Corresponding Author:

Firda Nosita

E-mail:

firda.nosita@gmail.com

ISSN (print): 1412-3126

ISSN (online): 2655-3066

PENDAHULUAN

Keberhasilan sebuah perusahaan bergantung pada kesehatan manajemennya dan alat operasional untuk perencanaan, pengambilan keputusan dan monitoring (Salmi dan Virtanen, 2001). Teori keuangan menyatakan bahwa tujuan akhir setiap perusahaan adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik (pemegang saham) yaitu nilai perusahaan. Investor secara rasional mengharapkan imbal hasil jangka panjang dari investasinya (Mäkeläinen, 1998). Tambahan kesejahteraan seringkali diukur dengan tingkat pengembalian seperti *Return on Investment (ROI)* dan laba per lembar saham (*Earning Per Share/EPS*). Namun secara teoritis, ROI maupun EPS tidak berhubungan langsung dengan penciptaan nilai bagi pemegang saham.

Ukuran berbasis nilai yang seringkali digunakan adalah *Economic value added (EVA)*. Ide dibalik EVA adalah bahwa pemegang saham harus menghasilkan *return* yang mengimbangi risiko yang ditanggungnya. Modal ekuitas harus menghasilkan setidaknya sama dengan *return* investasi berisiko di pasar modal. EVA pertama kali diperkenalkan oleh Stewart pada tahun 1991 sebagai ukuran yang tepat untuk semua hal yang membentuk nilai (Maditinos *et al.*, 2006).

Beberapa penelitian menyimpulkan bahwa EVA dapat menjadi ukuran berharga dari penciptaan nilai dan dapat digunakan untuk membantu pembuatan keputusan manajerial sesuai dengan kondisi perusahaan (Brewer *et al.*, 1999; Irala, 2005). Kinerja yang didapatkan dari perhitungan EVA juga dapat menjadi dasar bagi perusahaan untuk menentukan kompensasi para eksekutif (Shah *et al.*, 2014).

Girotra dan Yadav (2001) berpendapat bahwa EVA mendorong manajer berpikir layaknya pemilik, dan pada prosesnya dapat mendorong mereka untuk berusaha untuk berkinerja lebih baik.

Pemegang saham menginginkan maksimasi harga saham (nilai perusahaan).

Kita dapat mengukur kinerja manajer secara langsung dari harga saham. Memberikan penghargaan kepada manajer ketika harga saham naik dan memberikan hukuman ketika harga saham turun adalah pendekatan yang memiliki banyak keterbatasan. Khan *et al.* (2012) menggunakan 30 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Bombay dan menemukan bahwa EVA menciptakan nilai bagi pemegang saham. Profitabilitas, *size*, kemampuan bertumbuh mempengaruhi EVA. Sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan perlu menghitung EVA karena EVA terbukti dapat menjadi alat ukur kinerja yang berguna. Sedangkan Kramer dan Peters (2001) menguji hubungan antara kekuatan modal dengan kemampuan EVA yang dijadikan sebagai proksi efektif bagi nilai tambah pasar dan menunjukkan bahwa EVA lebih cocok digunakan pada bisnis manufaktur tradisional yang memiliki banyak aset berwujud.

Owusu-Antwi *et al.* (2015) meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi profitabilitas perbankan di Ghana periode 1988 sampai 2011 dengan menggunakan teknik EVA untuk mengukur kinerja. Mereka menemukan bahwa EVA adalah ukuran terbaik dibandingkan ROA. Faktor EVA menangkap ukuran kinerja spesifik perbankan dibandingkan dengan ROA. Analisis menunjukkan bahwa EVA memiliki dampak positif terhadap rasio biaya terhadap pendapatan, aset lancar dan total aset. Mereka menemukan bahwa baik EVA maupun ROA adalah ukuran kinerja yang sangat ditentukan oleh aset lancar dari bank. Ferguson *et al.* (2005) meneliti apakah perusahaan yang menggunakan EVA membukukan profitabilitas yang rendah dan apakah saham perusahaan yang menggunakan EVA membukukan kinerja lebih baik. Mereka tidak memiliki cukup bukti untuk menyimpulkan bahwa kinerja saham yang buruk membuat perusahaan menggunakan EVA atau penggunaan EVA meningkatkan kinerja saham. Perusahaan yang menggunakan EVA tampaknya memiliki profitabilitas rata-rata

yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan lain baik sebelum maupun sesudah penggunaan EVA.

Industri rokok merupakan salah satu jenis usaha yang menjadi penyumbang pendapatan negara yang cukup besar di Indonesia dan juga memberikan kesempatan kerja yang cukup luas bagi masyarakat. Penerimaan negara dari sektor cukai tembakau terus meningkat setiap tahunnya. Meski memberikan sumbangan yang cukup signifikan terhadap pemasukan negara, akan tetapi pemerintah tidak menutup mata terhadap dampak negatif industri ini, salah satunya dari sisi kesehatan. Pemerintah pun mengeluarkan banyak kebijakan dalam rangka mengendalikan konsumsi rokok. Salah satunya adalah menaikkan tarif cukai HT (Hasil Tembakau) atau rokok. Kenaikan tarif cukai yang berimplikasi pada kenaikan rokok diharapkan mampu meredam konsumsi, terutama di kalangan anak-anak dan remaja.

Kebijakan mengendalikan volume produksi rokok dengan menaikkan tarif cukai memang cukup berhasil. Triono (2017) menyimpulkan bahwa kenaikan tarif cukai membuat pabrik berhati-hati dalam memproduksi rokok. Pasalnya, semakin tinggi tarif, maka semakin tinggi pula biaya yang dibutuhkan perusahaan untuk memproduksi HT. Bahkan, tidak sedikit pabrik yang harus tutup karena belum mampu mengimbangi kenaikan tarif cukai, yang secara langsung berdampak pada harga produk jadi seperti rokok. Terlepas dari tujuan pemerintah dalam menaikkan cukai rokok, peningkatan ini membuat investor menjauhi saham industri rokok sebab cukai merupakan komponen biaya terbesar bagi industri rokok.

Penelitian ini menganalisis kinerja perusahaan dalam hal penciptaan nilai bagi pemilik (pemegang saham) dengan menggunakan EVA pada perusahaan industri rokok yang tercatat di BEI dengan data tahun 2014 sampai dengan tahun 2018.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengukuran Kinerja dan *Economic value added*

Sistem pengukuran kinerja dikembangkan sebagai sebuah cara memonitor dan mempertahankan kontrol organisasi, untuk memastikan bahwa tujuan organisasi sebagai strategi yang membawa organisasi menuju tujuan dan sasaran. Aspek penting adalah pemilihan alat ukur kinerja yang tepat, kesalahan dalam memilih alat ukur, maka akan menyebabkan kesalahan isyarat dan keputusan yang buruk dan mendorong pada hasil yang tidak diinginkan (Maditinos *et al.*, 2006). Ferguson dan Leistikow (dalam Maditinos *et al.*, 1998) menyebutkan bahwa kesalahan memilih alat ukur kinerja akan mendorong manajemen untuk mengambil keputusan yang salah dan menghasilkan penurunan nilai pasar perusahaan.

Pengukuran kinerja tradisional gagal memasukkan biaya modal yang digunakan, oleh karenanya kurang sesuai untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan. EVA digunakan sebagai ganti dari laba atau kas dari operasi yang dijadikan alat ukur, baik kinerja internal maupun eksternal. EVA adalah ukuran kinerja keuangan yang lebih akurat yang mencerminkan laba perusahaan sebenarnya (Stewart, dalam Shah *et al.*, 2015).

EVA dihitung setelah mengurangi biaya modal ekuitas dan hutang dari laba operasi. Ini merupakan revisi dari *Residual Income* (RI) dengan perbedaan dalam cara penghitungan laba ekonomi dan modal ekonomi. Dengan menggunakan *Residual Income*, dua perusahaan akan sama-sama berhasil jika mereka memiliki *Return on Equity* (ROE) yang sama. Tetapi dengan model EVA, kita dapat memberikan pendapat yang berbeda tergantung pada biaya modal masing-masing perusahaan. EVA memperhitungkan laba ekonomi dan modal ekonomi dalam rangka untuk mengetahui nilai yang diciptakan dan dihilangkan dari sebuah organisasi dalam satu periode tertentu.

EVA merupakan salah satu alat pengukuran kinerja perusahaan yang dipopulerkan oleh G. Bennet Stewart dan Joel M. Stern pada tahun 1991 yang merupakan analisis keuangan dari perusahaan konsultan

Stern Stewart and Co. Mereka berpendapat bahwa laba, laba per lembar saham dan pertumbuhan laba adalah ukuran yang keliru untuk menilai kinerja perusahaan, dan ukuran yang terbaik adalah EVA. Hal ini didasarkan pada gagasan keuntungan ekonomis sebagai *residual income* yang menyatakan bahwa kekayaan dalam suatu perusahaan hanya diciptakan pada saat perusahaan mampu menutup biaya operasi dan biaya modal.

Menurut Brigham (2014) EVA merupakan estimasi laba ekonomi yang sebenarnya untuk tahun tertentu. EVA berbeda dengan laba bersih akuntansi yang tidak memperhitungkan biaya ekuitas. Dalam perhitungannya, EVA adalah sisa laba setelah dikurangi dengan biaya modal (*cost of capital*) yang diinvestasikan untuk menghasilkan laba tersebut, sehingga dapat menjadi suatu tolak ukur kinerja keuangan berbasis nilai. EVA juga menggambarkan jumlah absolut dari nilai pemegang saham (*shareholder value*) yang diciptakan (*created*) atau dirusak (*destroyed*) pada suatu periode tertentu, biasanya setahun. EVA yang positif menunjukkan penciptaan nilai (*value creation*), sedangkan EVA yang negatif menunjukkan penghancuran nilai (*value destruction*).

Economic Valued Added berdasarkan pada akuntansi umum seperti bunga hutang, modal ekuitas dan laba operasi bersih. EVA adalah ukuran kinerja keuangan berdasarkan pendapatan operasional perusahaan setelah pajak, investasi aset yang dibutuhkan untuk menghasilkan pendapatan tersebut dan biaya investasi pada aset (atau rata-rata tertimbang biaya modal).

Stewart (dalam Shama dan Kumar, 2010) menyatakan bahwa EVA adalah ukuran kinerja yang lebih baik daripada ukuran kinerja lainnya. Sedangkan Drucker (dalam Shah *et al.*, 2014) berpendapat bahwa EVA menangkap laba ekonomi sebenarnya dan menjadi salah satu ukuran keuangan penting yang mencerminkan semua aspek yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Para pendukung EVA membuat klaim prinsip EVA sebagai berikut (Sharma dan Kumar, 2010).

1. EVA membantu mengurangi konflik keagenan (*Agency Conflict*) dan memperbaiki pembuatan keputusan
2. EVA sangat berhubungan dengan *return* saham dibandingkan dengan ukuran lainnya
3. EVA memperbaiki kinerja saham
4. EVA menjadi informasi tambahan dalam menjelaskan *return* saham
5. EVA dan nilai pasar berhubungan satu sama lain

Konsep EVA

Manajer berkewajiban untuk menciptakan nilai bagi investornya. Investor menginvestasikan dananya pada sebuah perusahaan karena mereka mengharapkan *return* (Mäkeläinen dan Roztocki, 1998). Tingkat minimal profitabilitas yang diharapkan oleh investor disebut dengan biaya modal. Investor dapat memperoleh *return* ini dengan mudah dengan melakukan diversifikasi, yaitu investasi pada ekuitas jangka panjang. Dengan demikian, *return* yang lebih rendah dibandingkan biaya modal secara ekonomis tidak dapat diterima (khususnya dari perspektif pemegang saham). Investor juga dapat mengambil dananya keluar dari perusahaan jika mereka memiliki alternatif investasi yang memberikan *return* lebih tinggi.

EVA didefinisikan sebagai surplus yang tersedia setelah menyesuaikan dengan pengeluaran modal yang dibutuhkan dalam bisnis (Shah *et al.*, 2014). EVA adalah laba operasi bersih setelah pajak (*Net Operating Profit After Taxes/NOPAT*) disesuaikan dengan sejumlah biaya kesempatan dari modal yang diinvestasikan dalam sebuah perusahaan. Oleh karenanya mencerminkan laba setelah pajak yang melebihi *return* minimum modal yang disyaratkan (Shah dan Rao, 2014 dalam Shah *et al.*, 2014). EVA dihitung setelah mengurangi biaya modal ekuitas dan hutang dari laba operasinya.

$$EVA = NOPAT - (\text{Invested Capital} \times WACC)$$

Akun-akun non operasi seperti dividen atau bunga pada sekuritas investasi diluar bisnis serta pengeluaran non-operasional tidak dimasukkan dalam perhitungan NOPAT. Total modal yang digunakan adalah hasil dari dana

dari pemegang saham termasuk dana pinjaman, tidak termasuk investasi diluar usahanya. Dalam menentukan WACC, biaya hutang dihitung dari biaya setelah pajak dan biaya ekuitas dihitung dengan metode penilaian aset modal (*capital asset pricing method*).

Menurut Girotra dan Yadav (2001), manfaat EVA adalah sebagai berikut.

- a. Pembuatan Keputusan yang lebih baik
EVA memperjelas konsep maksimasi *return* absolut yang melebihi biaya modal dalam rangka menciptakan kesejahteraan pemilik. Memahami EVA memungkinkan monitoring keputusan investasi lebih teliti tidak hanya pada tingkat korporasi tapi sampai dengan di berbagai staf lini.
- b. Era baru pengendalian perusahaan
Poin-poin EVA dapat dibuat dalam sebuah organisasi dan berpusat pada isu-isu modal, pendapatan dan pengeluaran. EVA membantu mengidentifikasi faktor yang mendorong nilai dan faktor yang dapat menghancurkan nilai perusahaan.
- c. Pemikiran jangka panjang
Manfaat terbesar yang mungkin didapat dari EVA adalah agar karyawan dan manajer dapat berpikir dan bertindak layaknya pemegang saham. EVA mendorong manajer dan karyawan organisasi pada perspektif jangka panjang dan menekankan bahwa dalam rangka menilai investasi jangka panjang yang dihasilkannya setidaknya *return* yang dapat menutupi biaya modal. Pendekatan EVA mencakup bahwa organisasi berupaya beroperasi tanpa modal yang berlebihan dan dipahami bahwa tujuan akhir perusahaan adalah menciptakan nilai bagi pemegang saham dengan memperluas produk dengan modal yang digunakan.
- d. Alat pengalokasian modal
EVA adalah alat alokasi modal dalam perusahaan sebagai seperangkat kinerja minimal yang dapat diterima dengan tingkat *return* minimum jangka panjang. Minimum *return* ini berbasis rata-rata (risiko yang disesuaikan) *return* dari pasar

ekuitas. Jika perusahaan tidak dapat mencapai *return* rata-rata minimum, maka pemegang saham lebih baik mengalokasikan modalnya ke industri atau perusahaan lain.

e. Sistem bonus

EVA menyediakan platform sistem pembayaran bonus yang fleksibel. Perusahaan akan memberikan bonus kepada karyawan hanya jika mereka menghasilkan paling tidak sama dengan biaya modal yang dikeluarkan.

Meskipun EVA memiliki beberapa kelebihan, namun EVA juga memiliki kekurangan, seperti:

- a. Masalah mengenai definisi modal, biaya modal dan pengembaliannya
Jika aset bersih atau "modal" dalam perhitungan EVA mencerminkan nilai sekarang dari aset perusahaan dan jika "tingkat *return*" mencerminkan *return* yang sebenarnya, maka tidak akan menjadi masalah. Nilai dari modal diambil dari nilai buku tidak mencerminkan nilai sekarang dari aset karena modal adalah berdasarkan nilai historis, yang mengabaikan dampak inflasi dan faktor lainnya.
- b. Ketidakmampuan memberikan sinyal dimasa yang akan datang
EVA adalah ukuran pada satu periode waktu dan berbasis ex-post. Sehingga EVA saat ini tidak memberikan sinyal apapun mengenai EVA dimasa yang akan datang ataupun indikasi mengenai kinerja dimasa mendatang. Proyek dengan investasi besar di awak namun memberikan pertumbuhan yang besar dimasa mendatang mungkin akan menunjukkan EVA yang negatif di tahun pertama. Hal ini karena ketidakmampuan EVA dalam basis ex-ante.
Kompensasi bagi manajer dapat ditentukan dengan menggunakan pendekatan EVA. Manajer dapat meningkatkan EVA dengan berbagai cara seperti (Irala, 2005).
 - a. Meningkatkan *return* dengan modal yang ada

- EVA meningkat jika manajer menghasilkan *return* tinggi tanpa meningkatkan modal dan biaya modal
- b. Menggunakan modal secara produktif
 EVA juga akan meningkat ketika manajer menggunakan modal yang lebih sedikit untuk menghasilkan *return* tertentu. Hal ini memotivasi manajer untuk mengembalikan kelebihan kas kepada pemegang saham jika tidak ada proyek dengan NPV positif (dibagikan sebagai dividen)
 - c. Mengurangi biaya modal
 EVA meningkat jika kita menggunakan sejumlah modal untuk menghasilkan sejumlah laba dengan mengurangi biaya modal. Hal ini mendorong manajer untuk berhati-hati dalam membiayai investasi atau menentukan sumber dana investasi.

METODE PENELITIAN

Dari perhitungan pada tabel diatas dapat dilihat bahwa sejak tahun 2014 sampai dengan tahun 2018, PT. Gudang Garam Tbk mampu menciptakan EVA positif dan konsisten dengan EVA terbesar pada tahun 2014. Sedangkan EVA PT. HM Sampoerna dapat dilihat pada table-2.

Penelitian ini menggunakan laporan keuangan dari perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2014 sampai dengan tahun 2018. Laporan keuangan diambil dari website resmi Bursa Efek Indonesia. Kinerja perusahaan dinilai dengan melihat *Economic Value Added (EVA)* dengan menggunakan data Laba Operasi Bersih Setelah Pajak (NOPAT) dan biaya modal.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Perhitungan *Economic value added* dimulai dengan menghitung Laba Operasi Bersih Setelah Pajak (Net Operating Profit After Taxes/NOPAT), lalu dibandingkan dengan Biaya Modal yang menjadi beban perusahaan. Biaya modal didapatkan dengan menghitung jumlah investasi perusahaan dibandingkan dengan biaya modal rata-rata tertimbang (Weighted Average Cost of Capital/WACC). Perhitungan EVA masing-masing perusahaan dapat dilihat pada table-1.:

Tabel 2 menunjukkan bahwa EVA PT. HM Sampoerna, Tbk bernilai positif dari tahun 2014 sampai dengan tahun 2018. EVA terbesar diperoleh pada tahun 2014 dan mengalami penurunan di tahun 2015, namun kembali meningkat di tahun selanjutnya. Sementara itu, perhitungan EVA PT. Wismilak dapat dilihat pada tabel 3 berikut.

Tabel 1. Perhitungan EVA PT. Gudang Garam Indonesia, Tbk

Tahun	NOPAT (a)	Capital Charges (b)	EVA (a - b)
2014	8,635,275,000,000	1,635,534,010,149	6,999,740,989,851
2015	6,452,834,000,000	1,625,902,783,041	4,826,931,216,959
2016	6,672,682,000,000	2,123,723,112,625	4,548,958,887,375
2017	7,755,347,000,000	2,520,590,871,510	5,234,756,128,490
2018	7,793,068,000,000	2,831,767,602,395	4,961,300,397,605

Sumber: Data yang Diolah, 2018

Tabel 2. Perhitungan EVA PT. HM Sampoerna Tbk.

Tahun	NOPAT (a)	Capital Charges (b)	EVA (a - b)
2014	10,181,083,000,000	430,597,521,133	9,750,485,478,867
2015	10,363,308,000,000	7,932,037,168,907	2,431,270,831,093
2016	12,752,229,000,000	8,923,283,170,237	3,828,945,829,763

2017	12,670,534,000,000	8,873,952,685,953	3,796,581,314,047
2018	13,538,418,000,000	8,430,255,946,653	5,108,162,053,347

Sumber : Data Diolah, 2018

Tabel 3. Perhitungan EVA PT. Wisnilak Inti Makmur, Tbk

Tahun	NOPAT (a)	Capital Charges (b)	EVA (a - b)
2014	112,673,763,260	90,347,612,786	22,326,150,474
2015	131,081,111,587	102,899,645,440	28,181,466,147
2016	106,290,306,868	65,562,134,148	40,728,172,720
2017	40,589,790,851	33,340,999,698	7,248,791,153
2018	18,511,475,267	14,904,957,939	3,606,517,328

Sumber : Data Diolah, 2018

Tabel 4. Perhitungan EVA PT. Bentoel Internasional Investama Tbk.

Tahun	NOPAT (a)	Capital Charges (b)	EVA (a - b)
2014	-2,231,000,000,000	399,135,367,906	-2,630,135,367,906
2015	- 2,238,566,000,000	-3,090,236,407,191	851,670,407,191
2016	- 2,085,811,000,000	-864,731,936,968	-1,221,079,063,032
2017	- 480,063,000,000	-133,347,504,677	-346,715,495,323
2018	- 608,463,000,000	-112,517,767,389	- 495,945,232,611

Sumber : Data Diolah, 2018

Tabel 5: Perbandingan EVA Pada Perusahaan Rokok yang Terdaftar di BEI

Tahun	Gudang Garam	HM Sampoerna	Wisnilak	Bentoel
2014	6,999,740,989,851	9,750,485,478,867	22,326,150,474	-2,630,135,367,906
2015	4,826,931,216,959	2,431,270,831,093	28,181,466,147	851,670,407,191
2016	4,548,958,887,375	3,828,945,829,763	40,728,172,720	- 1,221,079,063,032
2017	5,234,756,128,490	3,796,581,314,047	7,248,791,153	-346,715,495,323
2018	4,961,300,397,605	5,108,162,053,347	3,606,517,328	-495,945,232,611

Sumber: Data Diolah, 2018

Economic value added yang diciptakan PT. Wisnilak Inti Makmur sejak tahun 2014 sampai dengan tahun 2018 selalu positif namun terus mengalami penurunan. Perhitungan EVA PT. Bentoel Investama, Tbk dapat dilihat pada tabel 4.

Dari perhitungan pada tabel diatas dapat dilihat bahwa EVA yang dihasilkan oleh PT. Bentoel Investama, Tbk pada tahun

2014 bernilai negatif. Meskipun pada tahun 2015 EVA sempat positif, namun sejak tahun 2016, EVA yang dihasilkan konsisten negatif. Perbandingan EVA antar perusahaan rokok yang tercatat di Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2014 sampai dengan tahun 2018 dapat dilihat pada tabel 5.

Dapat dilihat bahwa dari tahun ke tahun, EVA yang dihasilkan oleh PT. Gudang

Garam dan PT. Wisnilak mengalami penurunan. Pada tahun 2015, EVA PT. Gudang Garam maupun PT. HM. Sampoerna sama-sama membukukan penurunan EVA. Penurunan EVA PT. Gudang Garam pada tahun 2015 nampaknya disebabkan oleh penurunan NOPAT, sedangkan penurunan EVA PT. HM, Sampoerna disebabkan oleh meningkatnya *capital charges* perusahaan. sementara itu, PT. Wisnilak dan PT. Bentoel sama-sama membukukan penurunan EVA pada tahun 2017 dan 2018. Hal ini disebabkan oleh menurunnya NOPAT perusahaan. Penurunan NOPAT dapat disebabkan oleh berbagai faktor, seperti menurunnya penjualan, meningkatnya biaya operasional ataupun tingkat pajak yang dihadapi perusahaan.

EVA sangat berkaitan dengan komponen yang ada didalamnya, yaitu laba operasi bersih setelah pajak (NOPAT) dan biaya modal. NOPAT sangat bergantung pada kinerja perusahaan dalam menciptakan penjualan serta biaya-biaya yang ditanggungnya. Penjualan yang meningkat dengan diiringi efisiensi biaya akan menciptakan laba yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang hanya mampu meningkatkan penjualan dengan diiringi peningkatan biaya operasionalnya. Tingkat penjualan sangat bergantung pada ekonomi negara dimana perusahaan beroperasi dan menjual produknya.

Permintaan terhadap produk tertentu bergantung pada tingkat pendapatan masyarakat dan jenis produk yang dijual. Bagi sebagian orang, rokok menjadi kebutuhan primer yang harus dipenuhi. Namun disisi lain, dari segi kesehatan, rokok menjadi penyebab berbagai penyakit yang membahayakan kesehatan.

Industri rokok juga menghadapi berbagai regulasi seperti tarif cukai, Pajak Pertambahan Nilai, kebijakan pembatasan merek, fatwa haram, kampanye anti rokok sampai dengan peraturan mengenai kemasan. Berbagai regulasi ini secara langsung dan tidak langsung akan berdampak pada konsumsi dan penerimaan dari perusahaan rokok di Indonesia. Industri rokok di Indonesia menghadapi regulasi pajak dan cukai yang cenderung berubah-ubah setiap tahunnya mengingat pajak dan cukai rokok merupakan salah satu pendapatan terbesar negara.

Regulasi seperti ini dapat mengakibatkan harga jual menjadi tinggi, penurunan permintaan yang akan berujung pada mengurangnya pendapatan. Berbagai kebijakan lain seperti peraturan kemasan rokok juga dapat mengganggu permintaan rokok oleh masyarakat.

Selain dari sisi NOPAT, perusahaan perlu membuat keputusan pendanaan yang lebih efisien dengan menggunakan dana yang lebih murah, baik dari sisi hutang maupun ekuitas. Biaya modal yang tinggi akan menyebabkan beban keuangan menjadi lebih berat dan hal ini akan berdampak pada fleksibilitas keuangan perusahaan. WACC mencerminkan biaya modal rata-rata yang ditanggung oleh perusahaan. Dengan mencari sumber pendanaan yang paling murah, maka *leverage* terhadap pendapatannya juga semakin kecil.

Biaya modal berkaitan dengan variabel eksternal yang ditentukan oleh tingkat bunga di pasar. Tingkat bunga pasar akan menentukan besarnya biaya pinjaman bagi perusahaan. Setiap perusahaan menghadapi biaya hutang yang berbeda tergantung pada berbagai faktor seperti aset yang dimiliki, porsi hutang pada liabilitas serta faktor kinerja perusahaan.

Perusahaan yang memiliki aset besar biasanya mampu mendapatkan hutang dengan biaya yang relatif lebih rendah, begitu pula perusahaan yang rasio hutangnya masih relatif kecil dapat memperoleh pendanaan dengan biaya yang lebih murah dibandingkan dengan perusahaan dengan rasio hutang tinggi.

Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi juga berkesempatan mendapatkan hutang dengan biaya yang biasanya relatif lebih rendah dibandingkan perusahaan yang memiliki profitabilitas rendah.

Selain akan mempengaruhi biaya hutang, tingkat bunga pasar juga akan berpengaruh terhadap biaya ekuitas. Ketika tingkat bunga pasar naik, maka pemilik dana akan mencari investasi yang memberikan *return* terbaik pada risiko yang minimal. Seseorang akan berusaha menghindari risiko, terutama risiko kehilangan dana yang mereka investasikan. Obligasi maupun saham yang diterbitkan oleh perusahaan adalah alternatif pemanfaatan dana bagi pemilik modal dengan karakteristik risiko dan *return* yang berbeda.

Saham seringkali dianggap sebagai instrumen pasar modal yang memiliki risiko tinggi karena harganya berfluktuatif setiap waktu dan sangat rentan dengan informasi mikro maupun makro. Hal ini menjadi dasar mengapa pemegang saham mengharapkan *return* yang lebih besar pada saham dibandingkan instrumen lainnya. Harga saham seringkali merefleksikan kinerja keuangan suatu perusahaan. Lehn dan Makhija (dalam Maditinos *et al.*, 2006) menjelaskan EVA dan MVA dan menemukan bahwa baik EVA maupun MVA berhubungan positif dengan *return* saham dan korelasi ini sedikit lebih baik dibandingkan ukuran kinerja tradisional seperti ROA, ROE dan ROS.

Haddad (2012) menemukan hubungan positif dan signifikan antara EVA dan *return* saham sedangkan hubungan EVA dengan variabel ROA, ROE dan Rasio Kecukupan Modal terbukti tidak signifikan. Garvey dan Milbourn (2000) menjelaskan hubungan ukuran kinerja dengan *return* saham dengan menggunakan model standar agen dan prinsipal. Mereka menemukan bahwa pertama, harga tidak tepat menjadi ukuran tambahan nilai manajerial. Harga saham dapat menjadi sinyal berisi ukuran kinerja berbasis akuntansi dan menunjukkan bagaimana menggabungkan harga saham, laba dan EVA untuk membuat skema kompensasi yang optimal. Mereka juga menemukan bahwa ada korelasi sederhana

antara EVA atau laba dengan *return* saham yang merupakan pedoman bernilai dan dapat diandalkan sebagai kontrak insentif bagi manajer.

Keputusan investasi juga sangat penting untuk diperhatikan. Investasi dengan menggunakan pendanaan eksternal harus disesuaikan dengan jangka waktu pengembaliannya. Semakin panjang waktu pinjaman eksternal, maka semakin besar beban keuangan yang harus ditanggung oleh perusahaan. Perusahaan perlu mempertimbangkan keputusan investasi dengan analisis lebih mendalam mengingat saat ini industri rokok tidak hanya memiliki pesaing dari perusahaan lain di industri yang sama, namun ancaman industri ini dapat berasal dari berbagai kalangan terutama pegiat kesehatan. Inovasi menjadi salah satu cara perusahaan rokok dapat bertahan saat ini. Maraknya rokok elektrik yang menjadi tren di kalangan masyarakat milenial menjadi salah satu alasan perusahaan rokok harus berinovasi.

KESIMPULAN

Dari hasil perhitungan EVA perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014 sampai dengan 2018 ditemukan bahwa tiga dari empat perusahaan rokok menghasilkan EVA yang konsisten positif. PT. Gudang Garam dan PT. HM Sampoerna menjadi perusahaan rokok yang berhasil menciptakan EVA terbesar di semua periode amatan. Sedangkan PT. Bentoel Internasional Investama meskipun pada tahun 2015 berhasil menciptakan EVA yang positif, namun di tahun 2014, 2016, 2017 dan 2018 membukukan EVA negatif karena memiliki NOPAT yang negatif.

Dengan produk yang lebih beragam, PT. HM. Sampoerna dan PT. Gudang Garam mampu menciptakan penjualan yang lebih besar serta menguasai pasar rokok di Indonesia dan mampu secara konsisten memberikan laba. Kedua perusahaan ini memang dikenal sebagai pemimpin pasar di industri rokok. Meskipun menghadapi tantangan regulasi terkait cukai

dan larangan merokok, kedua produsen ini masih mampu mencetak laba melalui penjualannya.

Perhitungan EVA menitikberatkan pada kemampuan perusahaan menciptakan nilai ekonomis dari operasionalnya. Nilai ekonomis akan didapatkan dengan mengombinasikan berbagai strategi, yaitu strategi untuk meningkatkan penjualan, strategi keputusan investasi dan keputusan pendanaan yang tepat. Dengan strategi penjualan yang tepat, maka perusahaan dapat meningkatkan pendapatannya. Strategi investasi yang tepat memberikan nilai jangka panjang bagi perusahaan. Demikian pula dengan strategi pendanaan yang tepat meliputi analisis kebutuhan dana, pemilihan sumber dana dan tingkat biaya modal yang diambil menjadi faktor yang menentukan beban perusahaan.

Efisiensi adalah salah satu cara bagi perusahaan untuk meningkatkan laba operasionalnya. Dengan adanya efisiensi biaya, maka perusahaan dapat memaksimalkan sumber daya yang ada untuk menciptakan

penjualan. PT. Bentoel Internasional Investama, Tbk menjadi perusahaan rokok yang berturut-turut membukukan kerugian selama periode amatan. Hal ini mungkin disebabkan oleh penjualan yang rendah dan/atau biaya yang tinggi. Selain itu, biaya modal sangat berkaitan dengan kinerja profitabilitas perusahaan. Perusahaan perlu mengevaluasi produk dan *market share* nya dan mencari strategi agar dapat bersaing dengan pesaing.

Penelitian ini hanya mengukur penciptaan nilai perusahaan dengan melihat nilai tambah ekonomis yang dihasilkan. Penciptaan nilai seringkali dikaitkan dengan harga saham, sehingga penelitian selanjutnya dapat menghubungkan antara EVA dengan kinerja saham. Penelitian selanjutnya dapat mencoba menghubungkan antara kinerja EVA dengan kinerja saham perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Brigham, E F. (2014). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Penerbit Salemba

Empat.

Bursa Efek Indonesia, www.idx.co.id

Ferguson, R., Rentzler, J., dan Yu, S. (2005). Does *Economic value added* (EVA) Improve Stock Performance Profitability? *Journal of Applied Finance*, Vol. 15(2), pp. 101 - 113.

Girotra, A., dan Yadav, S. S. (2001). *Economic value added* (EVA): A New Flexible Tool for Measuring Corporate Performance. *Global Journal of Flexible Systems Management*, Vol. 2(1), pp. 7-18.

Haddad, F. S. (2012). The Relationship between *Economic Value Added* and *sSock Returns*: Evidence from Jordanian Banks. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 89, pp. 6-14.

Irala, L. R. (2005). EVA : The Right Measure of Managerial Performance? Vol. 11(2), pp. 1-10.

Khan, S., Chouhan, D. R. V., Candra, D. R. B., dan Subhamgoswani, D. R. (2012). Measurement of Value Creation Vis-À-Vis EVA: Analysis of Select BSE Companies. *Pacific Business Review International*, Vol. 5(3), pp. 114-132.

Maditinos, D. I., dan Šević, Ž. (2006). *The Introduction of Economic value added (EVA®) in the Corporate World*. New York : Prehall

Owusu-Antwi, G., Mensah, L., Crabbe, M., dan Antwi, J. (2014). Determinants of Bank Performance in Ghana, the *Economic value added* (EVA) Approach. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 7(1), pp. 203-215.

Salmi, T., dan Virtanen, I. (2001). Economic Value Added: A Simulation Analysis of the Trendy, Owner-Oriented Management Tool. *Acta Wasaensia*, Vol 90, pp. 1 - 33.

Shah, R., Haldar, A., dan Rao, S. V.D. (2015). *Economic Value Added: Corporate Performance Measurement Tool. Corporate Board: Role, Duties and Composition*, Vol. 11(1), pp. 50 - 61.

Shah, R., Haldar, A., & Rao, S. V. . N. (2014). *Economic value added: A Financial Flexibility Tool. Corporate Ownership & Control*, 12(1), 703-708.

Sharma, A. K., dan Kumar, S. (2010). *Economic*

Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues. International Journal of Economics and Finance, Vol. 2(2), pp. 200 - 220.

Triono, D. (2017). Analisis Dampak Tarif Cukai Hasil Tembakau terhadap Penerimaan Negara dan Produksi Tembakau Domestik. *Pajak Indonesia, Vol. 1(1), pp. 124 - 129.*