

**PENILAIAN KINERJA KEUANGAN PT. HM. SAMPOERNA
SEBELUM DAN SESUDAH DI AKUISISI OLEH PT. PHILIP MORIS
INTERNATIONAL DENGAN MENGGUNAKAN METODE *ECONOMIC
VALUE ADDED* (EVA)**

Muthia Roza Linda, Megawati
Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang

***Abstract:** This research aimed to determine whether the acquisitions made by PT. Phillip Moris Internationan for PT. HM Sampoerna gives value added to the financial performance of PT. HM Sampoerna. This research uses secondary data from PT. HM Sampoerna financial statement for 5 years prior to acquisition (2000 – 2004) and 5 years after acquisition (2006 – 2010). Financial statement in 2005 was not used because of the acquisition process conducted during the period. An analytical model used in this research is called the Economic Value Added (EVA). EVA is the value created by company activities during a specific period. There is a major drawback if we use financial ratio analysis as a measure of financial performance, namely ignoring the cost of capital, making it difficult to know whether the company has managed to create value added or not. The result also indicate that the acquisition by PT. Phillip Moris International for PT. HM Sampoerna providing value added to corporate value which is described by the increasing trend of EVA every years.*

Kata Kunci : *Economic Value Added, Corporate Value*

PENDAHULUAN

Penilaian kinerja keuangan merupakan aktivitas yang sangat penting di dalam proses perencanaan, pengendalian dan proses transaksi perusahaan seperti merger, akuisisi dan lainnya (Foster, 1986:2). Merger dan akuisisi merupakan salah satu cara untuk memperkuat posisi perusahaan di pasar global dengan tingkat persaingan yang terus meningkat dari waktu ke waktu, seperti yang dilakukan oleh PT. Philip Moris International terhadap perusahaan rokok PT. HM Sampoerna. Tujuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang sebesar-besarnya sudah tidak relevan lagi di masa sekarang karena tanggung jawab perusahaan tidak hanya kepada pemilik saja. Tanggung jawab kepada seluruh *stakeholders* menjadi sangat penting sehingga hal ini menuntut perusahaan untuk menimbang semua strategi yang diambil dan dampaknya kepada *stakeholders*. Penetapan tujuan yang benar akan sangat berpengaruh pada proses pencapaian tujuan dan

pengukuran kinerja. Kesalahan pengukuran kinerja akan mengakibatkan kesalahan dalam memberi imbalan atas prestasi yang ada.

Indikator kinerja keuangan perusahaan yang masih umum digunakan adalah rasio-rasio keuangan yang didasarkan pada neraca, laba/rugi atau laporan arus kas. Penggunaan analisis rasio keuangan sebagai alat pengukur akuntansi konvensional memiliki kelemahan utama yaitu mengabaikan adanya biaya modal sehingga sulit untuk mengetahui apakah suatu perusahaan telah berhasil menciptakan nilai atau tidak. Untuk mengatasi kelemahan tersebut, Steward (1993) menciptakan suatu indikator baru yang disebut *Economic Value Added* (EVA) yang mencoba mengukur nilai tambah yang dihasilkan suatu perusahaan dengan mempertimbangkan biaya modal rata-rata tertimbang.

Tidak seperti ukuran kinerja konvensional, konsep EVA akan memberi gambaran kinerja perusahaan yang sebenarnya jika dibandingkan dengan alat ukur kinerja konvensional, karena dalam penghitungan EVA komponen biaya modal dimasukkan dalam perhitungan yang tidak di perhitungkan pada alat ukur kinerja konvensional. Jika dalam laporan keuangan perusahaan dinyatakan memperoleh laba, tapi jika menggunakan EVA, perusahaan tersebut belum tentu menghasilkan EVA yang positif. Semakin tinggi nilai EVA suatu perusahaan semakin baik pengelolaan perusahaan tersebut, karena semakin tinggi tingkat pengembalian modal yang diperoleh. Pada umumnya para investor akan membaca kondisi tersebut dan menjadikan peluang untuk melakukan investasi di perusahaan tersebut dengan cara melakukan aksi beli saham.

Kondisi yang menuntut agar perusahaan selalu meningkatkan kesejahteraan pemegang sahamnya melalui peningkatan nilai perusahaan, maka dengan dilakukannya akuisisi saham oleh PT. Philip Moris International terhadap saham PT. HM. Sampoerna apakah menghasilkan sinergi dan nilai tambah bagi PT. HM. Sampoerna itu sendiri.

Penelitian ini mencoba untuk menalisis bagaimana kinerja keuangan PT. HM. Sampoerna setelah di akuisisi oleh PT Philip Moris International dibandingkan sebelum diakuisisi dan apakah akuisisi memiliki dampak terhadap laporan keuangan PT. HM. Sampoerna.

Penelitian dilakukan terhadap laporan keuangan perusahaan 5 tahun sebelum dan 5 tahun sesudah tahun 2005. Laporan keuangan untuk periode tahun 2005 tidak digunakan karena proses akuisisi dilakukan pada periode tersebut.

Untuk membandingkan kinerja keuangan PT. HM. Sampoerna sebelum dan sesudah di Akuisisi oleh PT. Philip Moris International serta menganalisis dampak dari akuisisi terhadap laporan keuangan PT. HM. Sampoerna dengan menggunakan EVA, apakah terjadi peningkatan pada asset, penjualan, *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT) atau pada data keuangan lainnya.

KAJIAN TEORI

Economic Value Added (EVA)

Kinerja adalah pengukuran prestasi yang dapat dicapai oleh perusahaan yang mencerminkan kondisi kesehatan dari suatu perusahaan pada periode waktu tertentu. Penilaian kinerja keuangan perusahaan biasanya dilakukan dengan menggunakan analisis rasio keuangan, tetapi belakangan ini, untuk melihat apakah perusahaan telah melakukan kinerja yang baik dengan adanya nilai tambah dalam setiap aktivitas operasionalnya untuk setiap periode waktu, maka pada laporan keuangan tahunan perlu dilakukan penilaian terhadap *Economic Value Added* (EVA).

EVA ini sangat cocok untuk menilai kinerja operasional ekonomis suatu perusahaan dan sekaligus menjawab keinginan para eksekutif dalam menyajikan suatu ukuran yang secara “adil” mempertimbangkan harapan – harapan kreditur dan pemegang saham. Istilah EVA pertama kali di populerkan oleh *Stern Steward Management Service* yang merupakan perusahaan konsultan dari Amerika Serikat (Utama, 1997:10). EVA adalah nilai tambah ekonomis yang diciptakan perusahaan dari aktivitas atau strategi manajemen selama periode tertentu.

METODE PENELITIAN

Desain studi yang digunakan dalam penelitian ini adalah deskriptif analitis, yaitu metode yang menggambarkan apa yang dilakukan perusahaan berdasarkan kejadian-kejadian pada perusahaan dengan cara menentukan, mengumpulkan dan menginterpretasikan data melalui metode *economic value*

added (EVA) sehingga memberikan gambaran yang objektif dari masalah yang dianalisis dan menjelaskan hasil dari analisis data.

Dalam penelitian ini yang menjadi objek penelitian penulis adalah laporan keuangan PT. HM. Sampoerna, Tbk yang telah diaudit. Data penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu data yang telah ada dan tersedia dari objek penelitian. Data yang dipergunakan dalam penelitian ini berupa laporan keuangan yang telah diaudit selama 10 tahun, yang terbagi 5 tahun sebelum akuisisi, tahun 2000 - 2004, dan 5 tahun sesudah akuisisi, tahun 2006 – 2010. Data diperoleh dari website Bursa Efek Indonesia (www.bei.co.id)

Data yang telah diperoleh diolah dan dianalisis dengan menghitung EVA sebelum diakuisisi dan sesudah diakuisisi dengan langkah-langkah sebagai berikut:

Menghitung NOPAT

$$\text{NOPAT} = \text{EAT} + \text{Beban Pembiayaan}$$

Menghitung / menaksir biaya hutang (kd_{AT}) setelah pajak

$$\text{kd}_{AT} = \text{kd} (1 - T)$$

dimana: kd_{AT} = Biaya hutang setelah pajak ; kd = Beban pembiayaan dibagi dengan besarnya jumlah hutang jangka panjang ; T = Tarif pajak

Menaksir biaya modal saham (ks)

CAPM merupakan salah satu cara untuk menentukan biaya saham. CPAM dapat dirumuskan sebagai berikut: $\text{ks} = \text{krf} + (\text{km} - \text{krf}) \beta_i$

dimana: ks = Biaya saham biasa; krf = Tingkat bunga bebas resiko; km = Tingkat keuntungan yang disyaratkan pasar; β_i = Beta saham perusahaan (resiko atas fluktuasi harga saham).

Menghitung struktur modal

Dengan membuat proposi antara jumlah hutang dengan ekuitas

Menghitung WACC

$$\text{WACC} = \text{Wd} \cdot \text{kd}_{AT} + \text{Ws} \cdot \text{ks}$$

dimana: Wd = Persentase hutang; kd_{AT} = Biaya hutang setelah pajak; Ws = Persentase modal sendiri; ks = Biaya modal sendiri

Menghitung EVA

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

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*)

NOPAT dihitung berdasarkan penelitian Rohmah & Trisnawati (2003) yaitu laba bersih setelah pajak *Earning After Tax* (EAT) ditambah beban bunga. Berdasarkan Tabel 4.1 PT. HM. Sampoerna cukup *profitable*, yang diindikasikan oleh NOPAT meskipun belum melakukan merger, NOPAT HM Sampoerna memiliki trend yang fluktuatif. Sesudah akuisisi perusahaan dapat meningkatkan NOPAT dengan trend yang cenderung meningkat dari tahun ke tahun, yang berarti lebih besar daripada peningkatan sebelum akuisisi.

Tabel 1. NOPAT PT. HM. Sampoerna Tahun 2000 – 2010

Tahun	EAT	Beban Pembiayaan	NOPAT
2000	1.013.897	317.576	1.331.473
2001	955.413	446.101	1.401.514
2002	1.671.084	392.422	2.063.506
2003	1.406.844	339.195	1.746.039
2004	1.991.852	358.236	2.350.088
2006	3.530.490	141.964	3.672.454
2007	3.624.018	89.522	3.713.540
2008	3.895.280	166.846	4.062.126
2009	5.087.339	166.606	5.256.945
2010	6.421.429	36.762	6.458.191

Sumber : Laporan Keuangan PT. HM. Sampoerna yang telah diolah

Pajak yang digunakan oleh PT. HM. Sampoerna adalah tarif pajak progresif, yaitu tarif yang berbeda pada setiap tingkat keuntungan. Untuk mendapatkan tarif pajak yang akan dimasukkan dalam perhitungan, maka digunakan tarif pajak rata-rata (sesuai dengan PSAK No.46. 10) yaitu: Pajak penghasilan bersih yang harus dibayar, dibagi dengan laba sebelum pajak penghasilan dikali seratus persen. Berikut ini adalah perhitungan tarif pajak tahun 2000 sampai dengan tahun 2010:

$$\begin{array}{ll}
 \text{Tax}_{2000} = \frac{505.459}{1.309.517} \times 100\% & \text{Tax}_{2006} = \frac{1.787.404}{5.344.895} \times 100\% \\
 = 38,60\% & = 33,44\% \\
 \text{Tax}_{2001} = \frac{718.596}{2.218.486} \times 100\% & \text{Tax}_{2007} = \frac{1.712.231}{5.345.073} \times 100\% \\
 = 32,39\% & = 32,03\% \\
 \text{Tax}_{2002} = \frac{864.772}{2.566.802} \times 100\% & \text{Tax}_{2008} = \frac{1.900.169}{5.797.289} \times 100\% \\
 = 33,69\% & = 32,78\% \\
 \text{Tax}_{2003} = \frac{767.289}{2.199.497} \times 100\% & \text{Tax}_{2009} = \frac{2.124.156}{7.213.466} \times 100\% \\
 = 34,88\% & = 29,45\% \\
 \text{Tax}_{2004} = \frac{1.019.166}{3.059.104} \times 100\% & \text{Tax}_{2010} = \frac{2.325.481}{8.748.229} \times 100\% \\
 = 33,32\% & = 26,58\%
 \end{array}$$

Biaya Hutang (kd_{AT})

Hutang yang masuk dalam perhitungan adalah hutang yang menanggung beban pembiayaan (hutang jangka panjang).

$$\mathbf{kd}_{BT} = \frac{\text{Beban Pembiayaan}}{\text{Besarnya Pinjaman}} \times 100\%$$

Yang termasuk dalam perhitungan Beban Pembiayaan seperti yang terlihat pada Tabel 2

Tabel 2. Total Hutang PT. HM. Sampoerna Tahun 2000 – 2010

Tahun	Beban Pembiayaan (Rp.)	Total Hutang (Rp.)	kd_{BT}	kd_{AT}
2000	317.576	2.383.305	13,33%	8,18%
2001	446.101	2.314.936	19,27%	13,03%
2002	392.422	2.204.257	17,80%	11,80%
2003	339.195	2.313.586	14,66%	9,55%
2004	358.236	2.387.914	15,00%	10,00%
2006	141.964	998.726	14,21%	9,46%
2007	89.522	1.113.462	8,04%	5,46%
2008	166.846	1.179.157	14,15%	9,51%
2009	166.606	229.180	72,70%	51,29%
2010	36.762	87.162	42,18%	30,97%

Sumber : Laporan Keuangan PT. HM. Sampoerna yang telah diolah

Total hutang secara keseluruhan setelah akuisisi mengalami penurunan, ini disebabkan karena hutang obligasi I telah lunas pada tanggal 28 Januari 2005 dan hutang obligasi II lunas pada tanggal 17 November 2007 serta untuk hutang efek

dan hutang bank, perusahaan mempercepat pelunasannya pada tanggal 15 Juni 2006 dan 15 September 2006.

Untuk tahun 2007, terjadi peningkatan hutang sewa guna usaha yang meningkatkan total hutang perusahaan pada tahun tersebut. Peningkatan ini terjadi disebabkan oleh perusahaan mengadakan perjanjian sewa guna usaha dengan PT. Serasi Auto Raya dan PT. CSM Corporatama untuk pembelian alat transportasi dengan jangka waktu antara 3 sampai 5 tahun. Berikut ini adalah perhitungan biaya hutang sebelum pajak (kd_{BT}) tahun 2000 sampai dengan tahun 2010:

$$\begin{array}{ll}
 kd_{BT\ 2000} = \frac{317.576}{2.383.305} \times 100\% & kd_{BT\ 2006} = \frac{141.964}{998.726} \times 100\% \\
 = 13,33\% & = 14,21\% \\
 kd_{BT\ 2001} = \frac{446.101}{2.314.936} \times 100\% & kd_{BT\ 2007} = \frac{89.522}{1.113.462} \times 100\% \\
 = 19,27\% & = 8,04\% \\
 kd_{BT\ 2002} = \frac{392.422}{2.204.257} \times 100\% & kd_{BT\ 2008} = \frac{166.846}{1.179.157} \times 100\% \\
 = 17,80\% & = 14,15\% \\
 kd_{BT\ 2003} = \frac{339.195}{2.313.586} \times 100\% & kd_{BT\ 2009} = \frac{166.606}{229.180} \times 100\% \\
 = 14,66\% & = 72,70\% \\
 kd_{BT\ 2004} = \frac{358.236}{2.387.914} \times 100\% & kd_{BT\ 2010} = \frac{36.762}{87.162} \times 100\% \\
 = 15,00\% & = 42,18\%
 \end{array}$$

Setelah diperoleh persentase biaya hutang, maka biaya hutang setelah pajak dapat hitung. Berikut ini adalah biaya hutang untuk masing-masing tahun pengamatan.

$$\begin{array}{ll}
 kd_{AT\ 2000} = 13,33\% (1 - 38,60\%) & kd_{AT\ 2006} = 14,21\% (1 - 33,44\%) \\
 = 18,18\% & = 9,46\% \\
 kd_{AT\ 2001} = 19,27\% (1 - 32,39\%) & kd_{AT\ 2007} = 8,04\% (1 - 32,03\%) \\
 = 13,03\% & = 5,46\% \\
 kd_{AT\ 2002} = 17,80\% (1 - 33,69\%) & kd_{AT\ 2008} = 14,15\% (1 - 32,78\%) \\
 = 11,80\% & = 9,51\% \\
 kd_{AT\ 2003} = 14,66\% (1 - 34,88\%) & kd_{AT\ 2009} = 72,70\% (1 - 29,45\%) \\
 = 9,55\% & = 51,29\% \\
 kd_{AT\ 2004} = 15,00\% (1 - 33,32\%) & kd_{AT\ 2010} = 42,18\% (1 - 26,58\%) \\
 = 10,00\% & = 30,97\%
 \end{array}$$

Meskipun total hutang perusahaan pada setelah akuisisi menurun, terutama pada tahun 2006 tetapi biaya hutang yang ditanggung perusahaan justru semakin

besar (15.24%). Ini terjadi karena sebelum percepatan pelunasan, perusahaan masih harus menanggung beban bunga atas hutang-hutang jangka panjang hingga akhir tahun, beban pembiayaan terlihat besar daripada pinjaman. Tahun 2007 biaya hutang menurun, karena perusahaan tidak lagi menanggung beban bunga atas hutang bank dan hutang efek yang telah dilunasi pada tahun 2006.

Biaya Modal Saham (ks)

Dalam penelitian ini biaya modal saham dihitung dengan menggunakan metode CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). *Proxy* untuk pengembalian bebas resiko (*krf*) adalah tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 3. *Proxy* untuk pengembalian bebas resiko (*krf*)

Tahun	TW I	TW II	TW III	TW IV	$krf = \frac{TwI + TwII + TwIII + TwIV}{4}$
2000	11,03%	11,43%	13,64%	14,14%	12,56%
2001	15,04%	16,36%	17,47%	17,60%	16,62%
2002	16,85%	15,74%	14,17%	13,03%	14,95%
2003	12,11%	10,34%	8,89%	8,43%	9,94%
2004	7,66%	7,33%	7,37%	7,42%	7,45%
2006	12,74%	12,58%	11,75%	10,50%	11,89%
2007	9,25%	8,83%	8,25%	8,25%	8,65%
2008	7,96%	8,34%	9,37%	10,87%	9,14%
2009	8,82%	7,26%	6,61%	6,48%	7,29%
2010	6,37%	6,25%	6,64%	6,37%	6,41%

Proxy untuk tingkat keuntungan yang diisyaratkan pasar (*Rm*) adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) rata-rata selama tahun perhitungan. Sementara itu *Beta* dihitung dengan menggunakan *return* saham (*Y*) dan *return* market IHSG (*X*) selama tahun perhitungan.

$$\text{Return saham (Y)} = \sum \frac{\text{H arg a Saham}_t - \text{H arg a Saham}_{t-1}}{\text{H arg a Saham}_{t-1}} \times 100\%$$

$$\text{Return market (x)} = \sum \frac{\text{IHSG}_t - \text{IHSG}_{t-1}}{\text{IHSG}_{t-1}} \times 100\%$$

n = Periode waktu transaksi saham dalam setahun.

$$\beta = \frac{\eta(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{\eta(\sum X^2) - (\sum X)^2}$$

Berikut ini adalah tabel hasil perhitungan *return* saham dan IHSG harian tahun 2000 – 2010:

Tabel 4. Hasil Perhitungan Return Saham dan IHSG Harian Tahun 2000 – 2010 (dalam juta rupiah)

Tahun	IHSG Rata-rata (rm)	N	X ²	Y ²	XY	X	Y	
SEBELUM MERGER	2000	-0,21%	237	5,53%	20,55%	6,99%	-49,20%	-11,49%
	2001	-0,01%	217	4,58%	14,93%	5,45%	-2,23%	13,67%
	2002	0,05%	243	5,65%	16,80%	6,23%	13,13%	18,37%
	2003	0,22%	242	3,42%	11,36%	3,31%	54,24%	31,61%
	2004	0,15%	244	4,65%	11,68%	3,32%	37,38%	45,43%
SETELAH MERGER	2006	0,19%	241	4,26%	4,14%	0,38%	45,38%	10,67%
	2007	0,18%	237	5,51%	9,66%	1,37%	42,98%	43,56%
	2008	-0,27%	235	14,82%	19,48%	4,35%	-62,58%	-47,08%
	2009	0,25%	240	5,66%	20,61%	0,75%	59,53%	21,15%
	2010	0,16%	245	3,97%	18,71%	1,63%	38,30%	107,88%

Sumber : Data diolah, 2011

Berikut ini adalah biaya hutang untuk masing-masing tahun pengamatan.

$$\begin{aligned}
 ks_{2000} &= 12,56\% + (-0,21\% - 12,56\%) 1,2384 &= -3,83\% \\
 ks_{2001} &= 16,62\% + (-0,01\% - 16,62\%) 1,1903 &= -3,17\% \\
 ks_{2002} &= 14,95\% + (0,05\% - 14,95\%) 1,1023 &= -1,47\% \\
 ks_{2003} &= 9,94\% + (0,22\% - 9,94\%) 0,9820 &= 0,39\% \\
 ks_{2004} &= 7,45\% + (0,15\% - 7,45\%) 0,7077 &= 2,28\% \\
 ks_{2006} &= 11,89\% + (0,19\% - 11,89\%) 0,0852 &= 10,88\% \\
 ks_{2007} &= 8,65\% + (0,18\% - 8,65\%) 0,2377 &= 6,63\% \\
 ks_{2008} &= 9,14\% + (-0,27\% - 9,14\%) 0,2883 &= 6,42\% \\
 ks_{2009} &= 7,29\% + (0,25\% - 7,29\%) 0,1265 &= 4,07\% \\
 ks_{2010} &= 6,41\% + (0,16\% - 6,41\%) 0,3737 &= 6,40\%
 \end{aligned}$$

Struktur Modal

Sebelum melakukan perhitungan terhadap biaya rata-rata tertimbang (WACC), dilakukan perhitungan terhadap struktur modal terlebih dahulu. Struktur modal diperoleh dengan menjumlahkan hutang jangka panjang dengan modal sendiri.

Tabel 5. Hasil Perhitungan Struktur Modal PT. HM. Sampoerna Tahun 2000 – 2010 (dalam juta rupiah)

Tahun	Jumlah Hutang	Jumlah Ekuitas	Total Modal	Wd	Ws	
SEBELUM MERGER	2000	2.383.314	3.821.862	6.205.176	38,41%	61,59%
	2001	2.406.780	4.161.567	6.568.347	36,64%	63,36%
	2002	2.299.268	5.200.893	7.500.161	30,66%	69,34%
	2003	2.491.621	5.768.407	8.260.028	30,16%	69,84%
	2004	2.622.701	4.859.430	7.482.131	35,05%	64,95%
SETELAH MERGER	2006	1.260.422	5.693.940	6.954.362	18,12%	81,88%
	2007	1.401.703	8.063.542	9.465.245	14,81%	85,19%
	2008	441.377	8.047.896	8.489.273	5,20%	94,80%
	2009	503.492	10.461.616	10.965.108	4,59%	95,41%
	2010	530.729	10.214.464	10.745.193	4,94%	95,06%

Sumber : Laporan Keuangan PT. HM. Sampoerna yang telah diolah, 2011

Memperhatikan hasil perhitungan struktur modal diatas menunjukkan bahwa sebelum akuisisi adanya penarikan ekuitas dari PT. HM. Sampoerna sehingga menurunkan nilai modal sendiri dan menyebabkan perusahaan harus menghimpun dana dari pihak ketiga untuk mendukung aktivitasnya. Ini tampak dari adanya peningkatan kewajiban jangka panjang pada tahun 2004. Dengan adanya peningkatan NOPAT setelah akuisisi, akhirnya terjadi penggerojokan dana segar ke dalam perusahaan hal ini dapat dilihat dari rata-rata modal sendiri yang meningkat , ini menunjukkan bahwa akuisisi yang dilakukan cukup berhasil apalagi didukung dengan perolehan NOPAT yang meningkat.

Weight Average Cost of Capital (WACC)

$$\begin{aligned}
 WACC_{2000} &= (38,41\% \times 8,18\%) + (61,59\% \times (-3,83\%)) &= 0,78\% \\
 WACC_{2001} &= (36,64\% \times 13,03\%) + (63,36\% \times (-3,17\%)) &= 2,76\% \\
 WACC_{2002} &= (30,66\% \times 11,80\%) + (69,34\% \times (-1,47\%)) &= 2,60\% \\
 WACC_{2003} &= (30,16\% \times 9,55\%) + (69,84\% \times 0,39\%) &= 3,16\% \\
 WACC_{2004} &= (35,05\% \times 10,00\%) + (64,95\% \times 2,28\%) &= 4,99\% \\
 WACC_{2006} &= (18,12\% \times 9,46\%) + (81,88\% \times 10,88\%) &= 10,63\% \\
 WACC_{2007} &= (14,81\% \times 5,46\%) + (85,19\% \times 6,63\%) &= 6,46\% \\
 WACC_{2008} &= (5,20\% \times 9,51\%) + (94,80\% \times 6,42\%) &= 6,58\% \\
 WACC_{2009} &= (4,59\% \times 51,29\%) + (95,41\% \times 6,40\%) &= 8,46\% \\
 WACC_{2010} &= (4,94\% \times 30,97\%) + (95,06\% \times 4,07\%) &= 5,40\%
 \end{aligned}$$

WACC perusahaan setelah akuisisi meningkat karena struktur modal perusahaan kurang baik antara komposisi hutang dengan ekuitas, dimana jumlah ekuitas meningkat dengan adanya akuisisi sehingga perusahaan beroperasi dengan modal 80% lebih dari modal sendiri. Dengan peningkatan ekuitas, biaya modal

ekuitas perusahaan menjadi meningkat sehingga meningkatkan WACC. Nilai WACC yang diperoleh dikalikan dengan total modal sehingga diketahui berapa besarnya biaya modal yang harus ditanggung oleh perusahaan pada tahun-tahun pengamatan.

Tabel 6. Biaya Modal PT. HM. Sampoerna Tahun 2000 - 2010

Tahun	Total Modal	WACC	Biaya Modal	
SEBELUM MERGER	2000	6.205.176	0,78%	48.645
	2001	6.568.347	2,76%	181.456
	2002	7.500.161	2,60%	194.780
	2003	8.260.028	3,16%	260.634
	2004	7.482.131	4,99%	373.273
SETELAH MERGER	2006	6.954.362	10,63%	738.952
	2007	9.465.245	6,46%	611.464
	2008	8.489.273	6,58%	558.939
	2009	10.965.108	8,46%	927.922
	2010	10.745.193	5,40%	580.334

Sumber : Data diolah (2011)

Biaya modal perusahaan setahun setelah akuisisi pada tahun 2006 meningkat karena total modal perusahaan menurun akibat adanya percepatan pelunasan terhadap hutang jangka panjang, tetapi biaya modal hutang perusahaan meningkat akibat adanya beban pembiayaan yang masih harus dibayarkan oleh perusahaan.

Economic Value Added (EVA)

EVA adalah nilai tambah ekonomis yang dihasilkan perusahaan selama satu tahun setelah pajak dan setelah dikurangi dengan WACC.

Tabel 7. Economic Value Added PT. HM. Sampoerna Tahun 2000 – 2010

Tahun	NOPAT	Biaya Modal	EVA	Peningkatan	
SEBELUM MERGER	2000	1.331.473	48.645	1.282.828	-
	2001	1.401.514	181.456	1.220.058	-4,89%
	2002	2.063.506	194.780	1.868.726	53,17%
	2003	1.746.039	260.634	1.485.405	-20,51%
	2004	2.350.088	373.273	1.976.815	33,08%
SETELAH MERGER	2006	3.672.454	738.952	2.933.502	48,40%
	2007	3.713.540	611.464	3.102.076	5,75%
	2008	4.062.126	558.939	3.503.187	12,93%
	2009	5.256.945	927.922	4.329.023	23,57%
	2010	6.458.191	580.334	5.877.857	35,78%

Sumber : Data diolah (2011)

Nilai EVA pada tahun-tahun pengamatan ternyata secara keseluruhan positif dan meningkat setiap tahunnya. Namun manfaat dari merger ini tidak dapat dirasakan langsung sebab merger memiliki sasaran jangka panjang sehingga perlu perluasan pengamatan.

Setelah akuisisi, tahun 2006 EVA perusahaan meningkat 48,39% dibandingkan tahun 2004 sebelum akuisisi, karena disamping penjualan meningkat 67,43% perusahaan juga menerima keuntungan atas penjualan investasi (penjualan saham-saham anak perusahaan) dan pendapatan sewa. Setelah dua tahun, tepatnya pada tahun 2007, perusahaan hanya mampu meningkatkan NOPAT 1,12%, akan tetapi perusahaan dapat mengurangi biaya modalnya 17,25% sehingga masih mampu untuk memberikan nilai tambah bagi perusahaan sebesar 5,75%. Penurunan biaya modal pada tahun 2007 karena hutang jangka panjang perusahaan pada pihak luar telah berkurang, akibat dari adanya pelunasan beberapa hutang pada tahun 2006. Akan tetapi penurunan biaya modal tersebut hanya menghasilkan laba perusahaan dan EVA dalam jumlah yang kecil yang menunjukkan bahwa pada tahun 2007 perusahaan kurang memaksimalkan modal yang ada dalam menjalankan usahanya. Disamping kurang maksimalnya perusahaan dalam menjalankan usahanya, rendahnya *value creation* yang dihasilkan pada tahun 2007 juga disebabkan oleh ada regulasi dari pemerintah untuk menaikkan tarif bea cukai rokok. Namun, pada tahun berikutnya, perusahaan telah mampu kembali untuk meningkatkan EVA secara terus menerus, karena perusahaan melakukan perluasan kegiatan yaitu menjual dan mendistribusikan produk mereka secara langsung dan melakukan sendiri percetakan kemasan produk, sehingga peningkatan penjualan dapat dilakukan, namun beban penjualan dapat ditekan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penerapan konsep EVA (*Economic Value Added*) sebagai salah satu alat penilaian kinerja memberikan informasi apakah laba yang dihasilkan oleh perusahaan telah berhasil menciptakan nilai tambah atau tidak. Hal tersebut bisa

dilihat dari besarnya biaya modal dan tingkat pengembalian yang dihasilkan oleh perusahaan. Apabila didapati bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan oleh perusahaan lebih tinggi daripada biaya modal yang digunakan untuk membiayai investasi, berarti perusahaan telah berhasil menciptakan nilai tambah dan memenuhi harapan para investor.

PT. HM. Sampoerna sebagai objek penelitian ini merupakan perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang baik. Hal ini dibuktikan oleh profitabilitas perusahaan yang menunjukkan *trend* yang semakin meningkat dari tahun ke tahun selama periode pengamatan.

Dari penelitian yang dilakukan terdapat korelasi positif antara akuisisi perusahaan dengan meningkatnya EVA dan kenaikan harga saham perusahaan PT. HM Sampoerna. Sebagai contoh pada tahun 2004 sebelum akuisisi EVA perusahaan sebesar Rp.1,976,815 dengan harga saham rata-rata selama tahun tersebut sebesar Rp.5,415.41 sedangkan pada tahun 2006 setelah akuisisi, EVA perusahaan sebesar Rp.2,933,502 dan harga saham rata-rata sebesar Rp.8,190.50 yang berarti adanya peningkatan harga saham sebesar 51.24%.

Saran

Perusahaan dimasa yang akan datang diharapkan mampu memberikan nilai tambah yang lebih besar lagi bagi perusahaan terutama setelah tahun pengamatan terakhir pada penelitian ini yaitu tahun 2010, perusahaan harus memperhatikan struktur modal perusahaan dan menghindarkan penggunaan ekuitas terlalu besar daripada hutang. Selain daripada hal tersebut perusahaan juga harus mencari komposisi struktur keuangan yang baik yang dapat menekan *cost of capital* perusahaan.

EVA merupakan alat ukur kinerja dan tidak bisa berfungsi sebagai cara untuk mencapai sasaran perusahaan sehingga perlu suatu cara bisnis tertentu misalnya dengan melakukan *reengineering*, *corporate revitalization*, ataupun *strategic benchmarking* untuk mencapai sasaran perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, F. Eugene dan Houston, Joel F. (2009). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan: Edisi Terjemahan, Edisi Kesepuluh, Jilid 1 dan 2*. Jakarta: Salemba Empat
- Brealey, Myers, & Marcus. (2008). *Fundamental of Corporate Finance*. Terjemahan oleh Yelvi Andri Zaimur. Jakarta: Erlangga
- Djakman, Chaerul. (2001). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat
- Foster, George. (1986). *Financial Statement Analysis*. Singapore: Prentice-Hall International, Inc.
- Harahap, Syofyan Syafri, 1999, *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan*, PT. Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Isnani, Nurul dan Sri Iswati. (2001). Pengaruh Merger Terhadap Kinerja Keuangan : Analisis Economic Value Added. *Majalah Ekonomi*, Tahun XI No. 3 (Desember), p. 198-211.
- Jumingan. (2006). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta : Bumi Aksara
- Keputusan Menteri Keuangan RI No. 740/KMK.00/1989 Tanggal 28 Juni 1989 – Tentang Peningkatan Efisiensi & Produktivitas BUMN.
- Lukviarman, Niki. (1997). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Padang : Lembaga Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Andalas
- Mardiyanto, Handono. (2009). *Inti Sari Manajemen Keuangan*. Jakarta: PT. Grasindo
- Rohmah, Sholikhah Nur dan Trisnawati, Rina. (2003). Perbandingan Economic Value Added Dan Profitabilitas Perusahaan-Perusahaan Rokok Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 2(1), p. 1-11.
- Ross, Stephen A., Randolph Westerfield, dan Bradford D. Jordan. (1991). *Fundamental of corporate finance*. Boston, M.A: Richard D. Irwin Inc.
- Sartono, Agus. (2001). *Manajemen Keuangan* . Yogyakarta: BPF
- Sekaran, Uma. (1999). *Research Methods For Business*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Siegel, Joel G. dan Jae K. Shim. (1987). *Dictionary of Accounting Terms*. Barron's Educational Series, Inc.

- Steward, G. Bennet. (1993). *The Economic Value Added : The Quest for value, A Guide for senior managers*: Harper Collins-United States of America.
- Surya, Alexander. (2002). Lagi, Metodologi Perhitungan EVA. *SWA*, No. 22 Th XVIII (Oktober), p. 26-27.
- Subramanyam, K.R, dan John J. Wild. (2010). *Financial Statement Analysis*. Terjemahan oleh Dewi Yanti. Salemba Empat. Jakarta
- Tunggal, Amin Widjaja. (2008). *Pengantar Konsep Economic Value Added (EVA) dan Value Based Management (VBM)*. Jakarta: Harvarindo
- Tunggal, Amin Widjaja. (2008). *Memahami Economic Value Added (EVA)*. Jakarta: Harvarindo
- Utama, Siddharta. (1997). Economic Value Added: Pengukur Penciptaan Nilai Perusahaan. *Usahawan*, No. 04 Th XXVI (April), p. 10-13.
- Utomo, Lisa Linawati. (1999). Economic Value Added Sebagai Ukuran Keberhasilan Kinerja Manajemen Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 1(1), p. 28-42.
- Widayanto, Gatot. (1993). EVA/NITAMI: Suatu Terobosan Baru Dalam Pengukuran Kinerja Perusahaan. *Usahawan*, No. 12 Th XXII (Desember), P. 198-211
- Worthington, Andrew and West, Tracey. (2001). *Economic Value Added: A Review of the theoretical and empirical literature*. *Asian Review of Accounting* 9 (1), p. 67-86
- Young, S. David dan Stephen F O' Byrne. (2001). *EVA & Manajemen Berdasarkan Nilai Panduan Praktis Untuk Implementasi*. Jakarta: Salemba Empat