

Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan dengan Menggunakan Pendekatan *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) pada Perusahaan Farmasi yang Go Public di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2011

Oleh :

Weny Mey Eskasari (0910220187)

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang

Dosen Pembimbing :

Drs. Harlendo, MM

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang

Abstract : Better economic growth gives opportunity for business people to increase their profits. At the other side, it is also increase tight rivalry between businesses. Good performance management is needed in order to achieve the company's goals and to maximalize investor's prosperity. This study uses descriptive quantitative method, which aims to determine the company's financial performance using analysis tools Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA) in pharmaceutical companies, namely PT. Darya Varia Laboratories Tbk, PT. Kalbe Farma Tbk, PT. Merck Tbk, PT. Pyridam Farma Tbk, and PT. Tempo Scan Pacific Tbk. The data used in this study is a secondary data obtained from Pojok BEI Faculty of Economics and Business Universitas Brawijaya Malang. The result shows that during the four (4) years of the study, five pharmaceutical companies are producing positive EVA value. It means that management has succeeded in creating added value for its investors because it met the investors's expectations to earn returns over the issuance of capital. While the MVA value shows diverse results. Positive result of MVA indicates that the management has been able to increase the wealth of its investors, while a negative value indicates that the MVA management has demolished the wealth of its investors.

Keywords : Financial Performance, Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA)

PENDAHULUAN

Terbukanya persaingan bisnis, baik dalam satu negara atau secara global, menuntut setiap pelaku usaha untuk tetap cerdas dalam menjalankan usahanya. Diperlukan strategi dan daya saing yang tinggi untuk tetap bertahan dan berkembang dalam persaingan yang semakin ketat. Semakin ketatnya persaingan bisnis menuntut manajemen perusahaan untuk selalu menunjukkan performa yang terbaik.

Penerapan penilaian kinerja perusahaan dirasa sangat perlu dilakukan untuk mengetahui kinerja dan prestasi perusahaan yang berguna untuk kepentingan pemegang saham maupun manajemen perusahaan. Penilaian kinerja dapat dijadikan sebagai dasar pertimbangan para manajer untuk mengambil keputusan-keputusan strategis terkait dengan visi - misi yang ingin dicapai oleh perusahaan. Di samping itu, dengan adanya pengukuran kinerja keuangan dapat digunakan sebagai gambaran kondisi perusahaan dan juga dapat memprediksikan tingkat keberhasilan perusahaan dalam memperoleh profit di masa yang akan datang

Salah satu industri yang mendukung perekonomian Indonesia adalah industri farmasi. Industri ini bergerak di bidang produksi obat-obatan, nutrisi, dan penyediaan alat kesehatan. Sektor industri ini sangat menjanjikan, karena jika dilihat dari tingkat pertumbuhannya memiliki rata-rata tingkat pertumbuhan yang baik, yaitu tumbuh sekitar 13,4 % per tahun (Online). Pertumbuhan tersebut seiring dengan kenaikan pendapatan per kapita Indonesia dan jumlah populasi penduduk

di Indonesia yang besar. Disamping itu, daya beli yang meningkat, kesadaran masyarakat akan kesehatan dan pola hidup yang meningkat menjadi dasar yang kuat untuk pengembangan industri farmasi di Indonesia. Ditambah dengan adanya program kesehatan dari pemerintah yaitu SJSN (Sistem Jaminan Sosial Nasional) membuat konsumsi produk farmasi akan semakin besar.

Saat ini ada sekitar 208 perusahaan farmasi yang beroperasi di Indonesia. Kesemuanya itu memperebutkan pangsa pasar domestik maupun pasar luar negeri. Salah satu hal yang dapat dilakukan oleh perusahaan agar tetap bertahan dalam kompetisi adalah dengan menunjukkan kinerja yang terbaik. Kinerja yang baik di mata publik maupun pihak yang terkait dengan perusahaan.

Adanya kinerja keuangan yang baik, akan mendorong investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut. Maka, setiap pihak terutama pihak eksternal memerlukan informasi atas laporan keuangan perusahaan. Analisis atas laporan keuangan sangat penting, karena dengan mengetahui laporan keuangan dapat diketahui bagaimana kinerja keuangan perusahaan tersebut (Munawir, 2007:1).

Analisis laporan keuangan umumnya dimulai dengan sekumpulan rasio keuangan yang dirancang untuk mengungkapkan kekuatan dan kelemahan dari sebuah perusahaan jika dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang lain dalam industri yang sama, dan untuk menunjukkan apakah posisi keuangannya selama ini telah membaik atau memburuk (Brigham dan Houston, 2009:128). Kelebihan dari penggunaan *financial ratio*

sebagai pengukur kinerja keuangan adalah karena mudahnya dalam proses perhitungannya, selama data yang dibutuhkan tersedia dan lengkap. Salah satu kelemahan dari pengukur akuntansi adalah rasio-rasio itu didapatkan dari nilai buku. Dengan demikian, nilainya tidak mencerminkan nilai yang ada di pasar (Keown, dan Martin, 2010).

Pemikiran bahwa perusahaan akan benar-benar menguntungkan dan menciptakan nilai jika dan hanya jika labanya lebih tinggi daripada biaya modal yang digunakan untuk mendanai operasi menjadi dasar dari dikembangkannya konsep pengukuran kinerja keuangan yang baru (Brigham dan Houston, 2009:466). Konsep yang dikenalkan pada tahun 1980an ini dikenal dengan nama *Economic Value Added* (EVA). Konsep ini dikembangkan oleh Joel Stern dan Bennet Stewart, pendiri kantor konsultan Stern Stewart & Company.

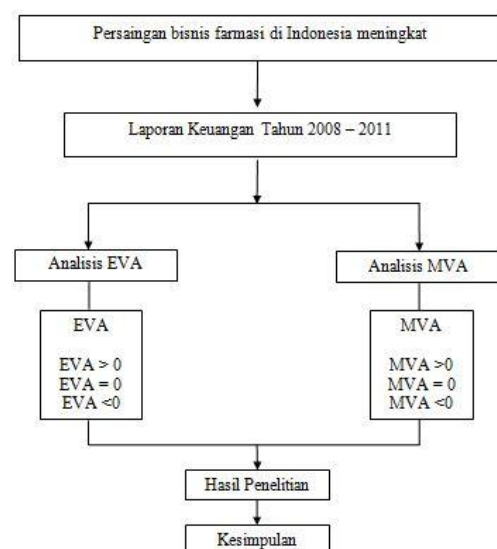
EVA merupakan sebuah ukuran laba ekonomis yang dapat ditentukan dari selisih antara Laba Bersih Operasional Setelah Pajak (*Net Operating Profit After Tax* - NOPAT) dengan Biaya Modal. Biaya modal ini ditentukan melalui biaya rata-rata tertimbang dari Hutang dan Ekuitas (*Weighted Average Cost of Debt and Equity Capital* –WACC) dan jumlah dari modal yang digunakan (www.sternstewart.com).

EVA atau yang biasa dikenal juga dengan Nilai Tambah Ekonomi adalah ukuran kinerja keuangan yang lebih mampu menangkap laba ekonomis perusahaan yang sebenarnya daripada ukuran-ukuran lain dan juga merupakan ukuran kinerja yang secara langsung berhubungan dengan kekayaan pemegang

saham dari waktu ke waktu. Biaya modal merupakan aspek yang paling khusus dan penting dalam EVA. Dengan memperhitungkan seluruh biaya modal, termasuk biaya ekuitas, EVA menunjukkan jumlah kekayaan berupa uang yang diciptakan atau dihancurkan oleh perusahaan dalam setiap periode pelaporan (De Mello, 2006:131).

Selain EVA ada pendekatan lain yang juga dapat digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan yang didasarkan pada nilai pasar. Pendekatan tersebut dikenal dengan istilah *Market Value Added* (MVA). *Market Value Added* mengukur perbedaan antara nilai pasar dari suatu perusahaan (hutang dan ekuitas) dengan jumlah modal yang diinvestasikan (www.sternstewart.com). Menurut Zaky dan Ary (2002:139) dalam www.sitinurloli.blogspot.com, MVA merupakan ukuran tunggal dan dapat berdiri sendiri yang tidak membutuhkan analisis *trend* maupun norma industri sehingga bagi pihak manajemen dan penyedia dana akan lebih mudah dalam menilai kinerja perusahaan.

Kerangka Pikir Penelitian



METODE PENELITIAN

Jenis penelitian yang akan dilakukan pada penelitian ini adalah penelitian deskriptif kuantitatif. Menurut Nur Indriantoro dan Bambang Supomo (2009:26) mengatakan bahwa penelitian deskriptif adalah penelitian terhadap masalah-masalah berupa fakta-fakta saat ini dari suatu populasi. Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek/subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2012:115).

Penelitian ini menggunakan populasi yaitu industri farmasi yang ada di Indonesia dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Cara pengambilan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling* yaitu suatu teknik pengambilan sampel dengan pertimbangan atau kriteria tertentu (Sugiyono, 2012:85). Kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

- a. Perusahaan-perusahaan farmasi di Indonesia yang laporan keuangannya menggunakan mata uang Rupiah (Rp)
- b. Perusahaan-perusahaan farmasi yang mengeluarkan laporan keuangan setiap tahun dan telah diaudit oleh auditor independen
- c. Perusahaan farmasi yang selama periode penelitian selalu menghasilkan profit
- d. Perusahaan-perusahaan farmasi yang sahamnya diperdagangkan selama tahun 2008-2011 dan memiliki tren harga saham yang meningkat secara berturut-turut.

Berdasarkan kriteria-kriteria tersebut, maka dari industri farmasi yang terdaftar di BEI didapatkan lima (5) sampel yang akan diteliti yaitu :

- a. PT. Darya Varia Laboratoria Tbk,
- b. PT. Kalbe Farma Tbk,
- c. PT. Merck Tbk,
- d. PT. Pyridam Farma Tbk, dan
- e. PT. Tempo Scan Pacific Tbk.

Penelitian ini menggunakan jenis data kuantitatif, yaitu jenis data yang berupa angka-angka dan dapat dihitung secara signifikan (Sugiyono, 2012:7). Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang diperoleh dalam bentuk jadi, dikumpulkan, dan diolah oleh pihak lain, biasanya dalam bentuk publikasi. Wujud datanya berupa laporan laba rugi dan neraca, saham, *return market*, harga saham, IHSG, jumlah saham yang beredar, prospektus obyek, dan suku bunga SBI. Pada penelitian ini pengumpulan data dilakukan dengan teknik dokumentasi. Maksud dari teknik ini adalah data-data dikumpulkan dari dokumen-dokumen yang merupakan catatan peristiwa yang sudah berlalu. Dokumen bisa berbentuk tulisan, gambar, atau karya-karya monumental dari seseorang (Sugiyono, 2012:240).

Teknik analisa data dilakukan melalui tahapan –tahapan sebagai berikut :

1. Tahap analisis kuantitatif yang dilakukan dalam metode EVA.

Menentukan nilai EVA perusahaan tiap tahun dilakukan dengan :

- a. Menentukan biaya modal hutang.

Biaya hutang (*cost of debt*) adalah tingkat pengembalian yang dikehendaki karena adanya risiko kredit (*credit risk*), yaitu risiko

perusahaan dalam memenuhi kewajiban pembayaran bunga dan pokok hutang. Dengan kata lain *cost of debt* adalah tarif yang dibayar perusahaan untuk memperoleh tambahan hutang baru jangka panjang di pasar sekarang (Brigham & Houston, 2011).

$$kd = kdbt (1 - T)$$

Keterangan :

Kd : biaya hutang setelah pajak

Kdbt : tingkat bunga atas hutang sebelum pajak

T : tarif pajak marginal dari perusahaan

(Sumber : Farah Margaretha, 2011:99)

b. Menentukan biaya modal saham.

Biaya saham biasa (*cost of equity*) merupakan tingkat pengembalian yang diminta oleh para pemegang saham atas saham biasa suatu perusahaan. Biaya modal saham biasa didapatkan dengan menggunakan model Penentuan Harga Aktiva Modal (*Capital Asset Pricing Model/CAPM*)

$$k_s = k_{RF} + (k_M - k_{RF})\beta$$

(Sumber : Brigham & Houston, 2009:475)

Keterangan :

k_s : biaya modal saham

k_{RF} : tingkat pengembalian bebas risiko

β : koefisien beta

k_M : tingkat pengembalian pasar

c. Menentukan struktur permodalan.

Perhitungan struktur permodalan terdiri dari (Berlina, 2012) :

- 1) Hutang jangka panjang + ekuitas = jumlah modal

- 2) Hutang jangka panjang : jumlah modal = komposisi hutang

- 3) Ekuitas : jumlah modal = komposisi modal saham

d. Menentukan NOPAT.

Net Operating Profit After Tax (NOPAT) atau laba operasi bersih setelah pajak merupakan jumlah laba yang dihasilkan oleh sebuah perusahaan jika tidak memiliki hutang dan aktiva nonoperasi. NOPAT dinyatakan sebagai berikut :

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} (1 - \text{Tarif Pajak})$$

(Sumber : Brigham & Houston, 2009:65)

e. Menentukan WACC.

Weighted average cost of capital (WACC) atau rata-rata tertimbang biaya modal perusahaan merupakan rata-rata tertimbang dari komponen-komponen biaya hutang, saham preferen, dan ekuitas biasa. Dalam perhitungan WACC digunakan proporsi sasaran atas hutang, saham preferen, dan saham biasa, beserta biaya dari komponen-komponen tersebut. WACC dinyatakan sebagai berikut :

$$\text{WACC} = wdkd(1-T) + wpkp + wcks$$

Keterangan:

wd, wp, wc = bobot atau prosentase struktur permodalan

(secara berurutan) untuk utang,

saham preferen, dan saham biasa

$kd(1-T)$ = biaya utang setelah pajak

kp = biaya saham preferen

ks = biaya saham biasa

(Sumber : Brigham & Houston, 2009:484)

f. Menghitung nilai EVA.

Economic Value Added (EVA), merupakan sisa laba setelah dikurang

dengan semua biaya modal yang digunakan untuk menghasilkan laba tersebut. Perhitungan EVA dapat dituliskan dengan rumus sebagai berikut (Agus Sartono, 2008:103) :

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

Nilai EVA > 0 maka terjadi proses nilai tambah bagi perusahaan karena laba yang tersedia mampu memenuhi ekspektasi stakeholders. Nilai EVA = 0 maka secara ekonomis perusahaan dalam keadaan impas karena semua laba yang tersedia digunakan untuk membayar kewajiban kepada stakeholders. Nilai EVA < 0 maka tidak terjadi proses nilai tambah bagi perusahaan karena laba yang tersedia tidak mampu memenuhi ekspektasi stakeholders.

2. Tahap analisis kuantitatif yang dilakukan dalam metode MVA.

Market Value Added (MVA), merupakan total tambahan kekayaan yang dihasilkan perusahaan terhadap pemegang saham dibandingkan total investasi yang telah dilaksanakan. Perhitungan MVA dapat dituliskan dengan rumus sebagai berikut (Agus Sartono, 2008:103) :

$$\text{MVA} = \text{Nilai pasar} - \text{modal yang diinvestasikan}$$

Nilai MVA > 0 maka perusahaan telah mampu meningkatkan kekayaan bagi pemegang saham, nilai MVA = 0 maka perusahaan tidak mampu meningkatkan kekayaan bagi pemegang saham, dan nilai MVA < 0 maka

perusahaan telah menghancurkan kekayaan pemegang saham sehingga berakibat berkurangnya nilai modal pemegang saham.

HASIL ANALISIS

1. Perhitungan *Economic Value Added* (EVA)

Perhitungan Biaya Hutang (Kd)

Komponen-komponen yang dibutuhkan untuk menghitung biaya ini adalah total hutang jangka panjang, beban bunga, tarif pajak marjinal perusahaan, dan faktor koreksi tingkat panjang, yaitu 1-T. Prosentase pajak perusahaan dapat ditentukan dengan cara sebagai berikut :

$$\text{Tarif pajak} = \frac{\text{Pajak yang dikenakan}}{\text{Laba sebelum pajak}} \times 100\%$$

Dengan rumusan yang sama maka dapat diperoleh tarif pajak untuk tiap-tiap perusahaan farmasi yang menjadi sampel selama periode penelitian. Hasil perhitungan tarif pajak akan disajikan di tabel di bawah ini.

Tabel 4.1
Perhitungan Tarif Pajak
Perusahaan Farmasi
Tahun 2008-2011

	Perusahaan	Tahun			
		2008	2009	2010	2011
1.	PT. Darya Varia Laboratoria Tbk	0,35	0,37	0,28	0,27
2.	PT. Kalbe Farma Tbk	0,30	0,28	0,24	0,23
3.	PT. Merck Tbk	0,31	0,30	0,26	0,19
4.	PT. Pyridam Farma Tbk	0,40	0,25	0,31	0,32
5.	PT. Tempo Scan Pacific Tbk	0,27	0,25	0,23	0,29

Sumber : Lampiran 1. Data Olahan Pojok BEI

Setelah dilakukan penghitungan tarif pajak, maka hasilnya dapat digunakan untuk menentukan faktor koreksi dalam menghitung biaya hutang. Dibawah ini akan disajikan tabel hasil perhitungan biaya hutang (kd) perusahaan farmasi yang menjadi sampel penelitian mulai tahun 2008-2011.

Tabel 4.2
Perhitungan Biaya Modal Hutang
Periode 2008-2011

Perusahaan	TAHUN			
	2008	2009	2010	2011
1. PT. Darya Varia Laboratoria Tbk	0,00806	0,00982	0,00602	0,00478
2. PT. Kalbe Farma Tbk	0,33418	0,32636	0,13784	0,07882
3. PT. Merck Tbk	0,02152	0,05418	0,03076	0,01380
4. PT. Pyridam Farma Tbk	0,25200	0,27962	0,12079	0,05991
5. PT. Tempo Scan Pacific Tbk	0,01881	0,02027	0,03486	0,03201

Sumber : Lampiran 11, 12, 13, 14 & 15. Data Olahan Pojok BEI

Berdasarkan tabel diatas dapat diketahui bahwa kondisi jumlah biaya hutang masing-masing perusahaan sampel sangat bervariasi. Tahun 2008 dan 2009 hampir semua perusahaan sampel mengalami peningkatan biaya modal hutang, kecuali PT. Kalbe Farma Tbk, yang persentasenya menurun dari 33,4% menjadi 32,6%. Tahun 2010 dan 2011 keseluruhan perusahaan sampel mengalami penurunan biaya modal hutang dibandingkan dengan tahun 2009, kecuali PT. Tempo Scan Pacific Tbk, yang meningkat di tahun 2010 menjadi sebesar 3,49% dan menurun 0,0029 poin di tahun 2011.

Perhitungan Biaya Modal Saham

Pendekatan yang digunakan untuk menghitung biaya ini adalah pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Adapun langkah-langkah perhitungan biaya modal saham biasa menggunakan pendekatan CAPM adalah sebagai berikut:

1. Mengestimasi Tingkat Pengembalian Bebas Risiko (Rf).

Tingkat bebas risiko yang digunakan adalah rata-rata tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) bulanan selama periode 2008-2011. Alasan mengapa menggunakan tingkat suku bunga SBI karena dalam penelitian ini perusahaan yang diteliti adalah perusahaan farmasi yang *go public* dan suku bunga SBI tidak mengandung risiko dan dikenal oleh para pelaku pasar modal.

2. Mengestimasi Tingkat Pengembalian Pasar (Rm).

Tingkat pengembalian pasar ini menggunakan pendekatan model indeks tunggal (*single index*) yang berdasarkan pada indeks harga saham gabungan (IHSG). Data yang digunakan adalah data rata-rata bulanan IHSG selama periode 2008-2011. Rumus yang digunakan untuk mengestimasi Rm adalah sebagai berikut:

$$rm = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan :

$IHSG_t$: harga penutupan IHSG pada periode t

$IHSG_{t-1}$: harga penutupan IHSG pada periode t-1

Berikut akan disajikan hasil perhitungan tingkat pengembalian pasar (Rm) untuk keseluruhan perusahaan sampel selama periode 2008-2011.

Tabel 4.3
Tingkat Pengembalian Pasar (Rm)
Perusahaan Farmasi
Tahun 2008-2011

Bulan	Tahun			
	2008	2009	2010	2011
1	-0,03381	0,05370	0,05142	-0,03420
2	0,01887	-0,03596	-0,02722	-0,02615
3	-0,07631	0,02346	0,05632	0,03141
4	-0,07798	0,16807	0,07553	0,05371
5	0,05864	0,16587	-0,04173	0,01844
6	-0,01956	0,10442	0,02787	-0,00340
7	-0,04845	0,05106	0,04387	0,05797
8	-0,05693	0,10462	0,03229	-0,02225
9	-0,10313	0,01609	0,08538	-0,05433
10	-0,27901	0,03019	0,07769	-0,03280
11	-0,09057	-0,01725	0,02111	0,04140
12	0,03421	0,02782	-0,00077	0,00719
Rata-rata	-0,05617	0,05767	0,03348	0,00308

Sumber : Lampiran 2. Data Olahan Pojok BEI

3. Mengestimasi Tingkat Pengembalian Saham Individu (Ri).

Pengembalian saham individual yaitu saham biasa yang diharapkan

diperoleh investor berasal dari *capital gain* maupun deviden. Data yang digunakan dalam menghitung tingkat pengembalian saham adalah harga pembukaan dan penutupan bulanan selama 2008-2011. Rumus yang digunakan untuk mengestimasi Ri adalah sebagai berikut:

$$\text{Return} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Dimana:

P_t : Harga penutupan saham pada periode t

P_{t-1} : Harga penutupan saham pada periode t-1

4. Mengestimasi Koefisien Beta (β).

Beta (β) mencerminkan indikator resiko atau volatilitas (tingkat perubahan) suatu saham. Koefisien beta ditentukan dengan rumus :

$$\beta = y = f(x)$$

Dimana :

x : rm atau tingkat pengembalian pasar

y : ri atau tingkat pengembalian saham

Setelah melalui tahapan-tahapan penyelesaian untuk masing-masing komponen biaya modal saham biasa, maka dilanjutkan dengan memasukkan tiap komponen ke dalam rumus pendekatan CAPM. Hasil perhitungan biaya modal saham seluruh perusahaan sampel selama periode 2008-2011 disajikan dalam tabel 4.4.

Tabel 4.4
Perhitungan Biaya Modal Saham Biasa
Periode 2008-2011

Perusahaan	Tahun			
	2008	2009	2010	2011
1. PT. Darya Varia Laboratoria Tbk	-0,00003	0,07514	0,05972	0,03925
2. PT. Kalbe Farma Tbk	0,00306	0,07098	0,05501	0,02493
3. PT. Merck Tbk	0,00468	0,06801	0,05886	0,04339
4. PT. Pyridam Farma Tbk	0,04083	0,06588	0,04114	0,01634
5. PT. Tempo Scan Pacific Tbk	0,04877	0,06482	0,04781	0,03593

Sumber : Lampiran 11, 12, 13, 14 & 15. Data Olahan Pojok BEI

Berdasarkan tabel diatas menunjukkan bahwa biaya modal saham biasa dari masing-masing perusahaan sampel selama periode 2008-2011 mengalami fluktuasi. Pada tahun 2008, PT. Darya Varia Laboratoria Tbk, memiliki tingkat biaya modal saham kurang dari nol (< 0) atau negatif yakni sebesar $(-0,003\%)$. Sedangkan untuk perusahaan sampel yang lain nilainya masih diatas nol (> 0) atau positif. Kondisi ini dipengaruhi oleh tingkat pengembalian yang diharapkan dari pasar (R_m) yang negatif untuk tahun 2008 yaitu sebesar $(-5,617\%)$. Periode selanjutnya yaitu dari tahun 2009, 2010, 2011 masing-masing perusahaan sampel mengalami penurunan tingkat biaya modal saham dari tahun ke tahun.

Perhitungan Struktur Modal

Struktur modal adalah campuran beberapa sumber dana jangka panjang yang digunakan perusahaan. Struktur modal terdiri dari hutang jangka panjang dan modal saham perusahaan. Berikut adalah tabel perhitungan struktur modal perusahaan sampel selama periode 2008-2011.

Tabel 4.5
Perhitungan Struktur Modal
Periode 2008-2011

Perusahaan	Tahun			
	2008	2009	2010	2011
1. PT. Darya Varia Laboratoria Tbk				
Komposisi hutang	0,06406	0,09740	0,12112	0,16690
Komposisi modal	0,93594	0,90260	0,87888	0,83310
2. PT. Kalbe Farma Tbk				
Komposisi hutang	0,17621	0,18775	0,18317	0,20136
Komposisi modal	0,82379	0,81225	0,81683	0,79864
3. PT. Merck Tbk				
Komposisi hutang	0,29383	0,34268	0,46119	0,52519
Komposisi modal	0,70617	0,65732	0,53881	0,47481
4. PT. Pyridam Farma Tbk				
Komposisi utang	0,07423	0,08922	0,12604	0,17397
Komposisi modal	0,92577	0,91078	0,87396	0,82603
5. PT. Tempo Scan Pacific Tbk				
Komposisi hutang	0,34674	0,38511	0,41636	0,46015
Komposisi modal	0,65326	0,61489	0,58364	0,53985

Sumber : Lampiran 11, 12, 13, 14 & 15. Data Olahan Pojok BEI

Dari tabel diatas dapat kita ketahui berapa besar proporsi hutang dan modal saham yang dipakai untuk mendanai perusahaan. Sebagian besar perusahaan sampel cenderung memiliki proporsi modal saham yang lebih besar untuk mendanai perusahaan dibandingkan dengan proporsi hutangnya. PT. Darya Varia Laboratoria Tbk, selama periode 2008-2011 proporsi modal saham yang digunakan sebagai sumber dana bernilai lebih dari 80%, sisanya bersumber dari hutang. Hal ini berlaku juga untuk PT. Kalbe Farma Tbk, dan PT. Pyridam Farma Tbk, yang memiliki rata-rata 80% struktur modalnya bersumber dari modal saham. PT. Tempo Scan Pacific Tbk, besarnya prosentase komposisi modal saham selama periode 2008-2011 tidak terlalu berbeda jauh dengan komposisi hutang yang digunakan, berbeda tipis sekitar 0,8%-3%. Sedangkan untuk PT. Merck Tbk, selama periode 2008-2010 komposisi modal terbesar bersumber dari modal saham (diatas 53%) namun untuk struktur modal tahun 2011 sumber dana yang dominan berasal dari modal hutang (diatas 52%).

Perhitungan Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang (WACC)

Setelah diketahui berapa besar proporsi dari masing-masing sumber dana yang berupa hutang maupun modal saham, maka selanjutnya dapat dihitung berapa biaya modal rata-rata tertimbang dari tiap-tiap perusahaan. Biaya modal rata-rata tertimbang atau biasa disebut juga dengan WACC merupakan rata-rata tertimbang dari seluruh biaya modal yang ditimbulkan oleh perusahaan, yaitu biaya hutang, saham preferen, dan saham biasa.

Selanjutnya akan disajikan hasil perhitungan WACC untuk tiap-tiap perusahaan sampel selama tahun 2008-2011.

Tabel 4.6
Perhitungan Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang (WACC)
Periode 2008-2011

PERUSAHAAN SAMPEL	TAHUN			
	2008	2009	2010	2011
1. PT. Darya Varia Laboratoria Tbk	0,00049	0,06878	0,05322	0,03350
2. PT. Kalbe Farma Tbk	0,06141	0,11892	0,07018	0,03578
3. PT. Merck Tbk	0,00962	0,06327	0,04590	0,02785
4. PT. Pyridam Farma Tbk	0,05650	0,08495	0,05118	0,02392
5. PT. Tempo Scan Pacific Tbk	0,03838	0,04766	0,04242	0,03412

Sumber : Lampiran 11, 12, 13, 14 & 15. Data Olahan Pojok BEI

Berdasarkan perhitungan yang dilakukan diketahui pada periode tahun 2008-2009 kelima perusahaan sampel mengalami kenaikan jumlah biaya modal rata-rata tertimbang, seperti PT. Darya Varia Laboratoria Tbk, naik dari 0,049% menjadi 6,9% dan tren kenaikan ini diikuti oleh perusahaan lainnya. Dibandingkan dengan tahun 2009, berturut-turut terjadi penurunan WACC di tahun 2010 dan tahun 2011 pada kelima perusahaan sampel. Tabel diatas menunjukkan kelima perusahaan sampel mengalami penurunan nilai sekitar 0,8%-3% dari tahun 2010 ke 2011.

Perhitungan *Economic Value Added* (EVA)

Setelah keseluruhan komponen yang diperlukan untuk menghitung EVA telah diolah, maka selanjutnya data-data yang telah diolah digunakan untuk menghitung EVA. EVA dihitung dari pengurangan laba usaha bersih setelah pajak (NOPAT) dengan biaya modal.

Hasil perhitungan EVA untuk PT. Darya Varia Laboratoria Tbk, beserta langkah penghitungannya akan disajikan ditabel berikut ini.

Tabel 4.7
Perhitungan *Economic Value Added* (EVA)
PT. Darya Varia Laboratoria Tbk
Periode 2008-2011

Keterangan	Tahun			
	2008	2009	2010	2011
EBIT (Rp)	78.165.669.000,00	119.328.176.000,00	150.021.740.000,00	160.177.738.000,00
Faktor Koreksi	0,65	0,63	0,72	0,73
a. NOPAT (Rp) = EBIT(1 - Tax)	50.692.674.070,16	75.588.764.324,83	108.108.098.126,70	116.446.694.952,09
WACC	0,00049	0,06878	0,05322	0,03350
Jumlah Modal (Rp)	299.164.521.000,00	310.215.331.000,00	318.585.991.000,00	336.093.924.000,00
b. Cost of Capital (Rp) = (WACC x Jumlah Modal)	146.725.892,51	21.336.669.984,96	16.954.276.945,49	11.259.717.719,68
EVA (Rp) = a - b	50.545.948.177,65	54.252.094.339,86	91.153.821.181,20	105.186.977.232,41

Sumber : Lampiran 11. Data Olahan Pojok BEI

Hasil perhitungan EVA untuk PT. Kalbe Farma Tbk, beserta langkah penghitungannya akan disajikan ditabel berikut ini.

Tabel 4.8
Perhitungan *Economic Value Added* (EVA)
PT. Kalbe Farma Tbk
Periode 2008-2011

Keterangan	Tahun			
	2008	2009	2010	2011
EBIT (Rp)	1.142.712.402.521,00	1.565.874.695.198,00	1.790.903.721.378,00	1.967.971.240.100,00
Faktor Koreksi	0,70	0,72	0,76	0,77
a. NOPAT (Rp) = EBIT(1 - Tax)	796.962.895.611,64	1.122.232.630.971,79	1.356.893.748.476,28	1.507.599.642.016,27
WACC	0,06141	0,11892	0,07018	0,03578
Jumlah Modal (Rp)	616.418.820.737,00	625.175.700.486,00	621.673.060.153,00	635.831.246.996,00
b. Cost of Capital (Rp) = (WACC x Jumlah Modal)	37.851.459.974,95	74.347.536.822,33	43.628.011.485,86	22.752.155.106,21
EVA (Rp) = a - b	759.111.435.636,69	1.047.885.094.149,46	1.313.265.736.990,41	1.484.847.486.909,06

Sumber : Lampiran 12. Data Olahan Pojok BEI

Hasil perhitungan EVA untuk PT. Merck Tbk, beserta langkah penghitungannya akan disajikan ditabel berikut ini.

Tabel 4.9
Perhitungan *Economic Value Added* (EVA)
PT. Merck Tbk
Periode 2008-2011

Keterangan	Tahun			
	2008	2009	2010	2011
EBIT (Rp)	140.153.570.000,00	201.452.766.000,00	153.740.299.000,00	198.581.975.000,00
Faktor Koreksi	0,69	0,70	0,74	0,81
a. NOPAT (Rp) = EBIT(1 - Tax)	97.047.911.299,13	141.649.584.868,36	114.329.310.642,57	160.644.250.430,35
WACC	0,00962	0,06327	0,04590	0,02785
Jumlah Modal (Rp)	31.720.194.000,00	34.077.839.000,00	41.572.916.000,00	47.176.313.000,00
b. Cost of Capital (Rp) = (WACC x Jumlah Modal)	305.280.801,28	2.156.128.075,74	1.908.255.147,17	1.313.886.282,80
EVA (Rp) = a - b	96.742.630.497,85	139.493.456.792,62	112.421.055.495,40	159.330.364.147,54

Sumber : Lampiran 13. Data Olahan Pojok BEI

Hasil perhitungan EVA untuk PT. Pyridam Farma Tbk, beserta langkah penghitungannya akan disajikan ditabel berikut ini.

Tabel 4.10
Perhitungan *Economic Value Added* (EVA)
PT. Pyridam Farma Tbk
Periode 2008-2011

Keterangan	Tahun			
	2008	2009	2010	2011
EBIT (Rp)	6.157.421.527,00	6.828.901.795,00	5.657.996.969,00	7.004.602.953,00
Faktor Koreksi	0,60	0,75	0,69	0,68
a. NOPAT (Rp) = EBIT(1 - Tax)	3.682.054.581,36	5.098.352.777,26	3.922.482.781,98	4.770.176.196,26
WACC	0,05650	0,08495	0,05118	0,02392
Jumlah Modal (Rp)	57.798.144.063,00	58.749.865.257,00	61.224.422.897,00	64.777.656.187,00
b. Cost of Capital (Rp) = (WACC x Jumlah Modal)	3.265.865.553,53	4.990.793.254,66	3.133.165.449,12	1.649.469.232,28
EVA (Rp) = a - b	416.189.027,83	107.559.522,61	789.317.332,86	3.220.706.963,98

Sumber : Lampiran 14. Data Olahan Pojok BEI

Hasil perhitungan EVA untuk PT. Tempo Scan Pacific Tbk, beserta langkah penghitungannya akan disajikan ditabel berikut ini.

Tabel 4.11
Perhitungan *Economic Value Added* (EVA)
PT. Tempo Scan Pacific Tbk
Periode 2008-2011

Keterangan	Tahun			
	2008	2009	2010	2011
EBIT (Rp)	363.370.832.489,00	445.553.974.594,00	559.485.375.301,00	662.818.840.982,00
Faktor Koreksi	0,73	0,75	0,77	0,71
a. NOPAT (Rp) = EBIT(1 - Tax)	267.070.549.114,06	333.706.338.412,79	432.595.560.351,83	471.340.513.891,54
WACC	0,03838	0,04766	0,04242	0,03412
Jumlah Modal (Rp)	344.427.626.758,00	365.919.109.738,00	385.510.197.825,00	416.786.107.538,00
b. Cost of Capital (Rp) = (WACC x Jumlah Modal)	13.219.221.407,28	17.441.202.693,26	16.353.052.609,01	14.221.733.811,17
EVA (Rp) = a - b	253.851.327.706,78	316.265.135.719,53	416.242.507.742,82	457.118.780.070,37

Sumber : Lampiran 15. Data Olahan Pojok BEI

Berdasarkan tabel-tabel diatas, selama periode penelitian kelima perusahaan farmasi yang menjadi sampel menghasilkan nilai EVA yang positif atau $EVA > 0$ meskipun nilai yang dihasilkan ada yang mengalami fluktuasi. Nilai EVA yang mengalami fluktuasi adalah nilai EVA PT. Merck Tbk, dan PT. Pyridam Farma Tbk,. Nilai $EVA > 0$ berarti kelima perusahaan selama tahun penelitian yaitu periode 2008-2011 mampu menghasilkan laba lebih tinggi dari biaya modalnya, sehingga menciptakan nilai tambah bagi investornya.

2. Perhitungan *Market Value Added* (MVA)

MVA adalah selisih dari nilai pasar dari saham dengan modal yang diinvestasikan. Nilai pasar dari saham didapatkan dari perkalian jumlah saham perusahaan yang beredar dengan harga saham. Nilai pasar dari saham juga bisa disebut dengan *Market Value of Equity* (MVE). Modal yang diinvestasikan diperoleh melalui harga nominal saham dikalikan dengan jumlah saham beredar. Modal yang diinvestasikan juga biasa disebut dengan *Book Value of Equity* (BVE). Hasil perhitungan MVE dari masing-masing perusahaan sampel adalah sebagai berikut :

Tabel 4.12
Perhitungan *Market Value of Equity* (MVE)
Periode 2008-2011

Perusahaan	Tahun			
	2008	2009	2010	2011
1. PT. Darya Varia Laboratoria Tbk	325.980.076.628,35	389.221.705.426,36	947.648.062.015,50	1.281.489.430.894,31
2. PT. Kalbe Farma Tbk	1.633.928.495.984,61	1.992.643.742.507,34	4.544.639.914.804,60	6.754.162.436.744,71
3. PT. Merck Tbk	1.017.736.704.980,84	1.167.270.077.519,38	1.766.749.490.196,08	2.537.842.601.626,03
4. PT. Pyridam Farma Tbk	30.290.544.375,00	45.056.215.135,14	60.664.436.756,76	88.235.997.073,17
5. PT. Tempo Scan Pacific Tbk	2.508.512.658.227,85	2.697.665.975.103,73	5.217.061.224.489,80	9.892.682.926.829,27

Sumber : Lampiran 16. Data Olahan Pojok BEI

Hasil perhitungan BVE dari masing-masing perusahaan sampel adalah sebagai berikut :

Tabel 4.13
Perhitungan *Book Value of Equity* (BVE)
Periode 2008-2011

Perusahaan	Tahun			
	2008	2009	2010	2011
1. PT. Darya Varia Laboratoria Tbk	280.000.000.000	280.000.000.000	280.000.000.000	280.000.000.000
2. PT. Kalbe Farma Tbk	507.800.721.100	507.800.721.100	507.800.721.100	507.800.721.100
3. PT. Merck Tbk	22.400.000.000	22.400.000.000	22.400.000.000	22.400.000.000
4. PT. Pyridam Farma Tbk	53.508.000.000	53.508.000.000	53.508.000.000	53.508.000.000
5. PT. Tempo Scan Pacific Tbk	225.000.000.000	225.000.000.000	225.000.000.000	225.000.000.000

Sumber : Lampiran 16. Data Olahan Pojok BEI

Setelah hasil dari MVE dan BVE diperoleh, maka selanjutnya dapat digunakan untuk menghitung nilai MVA. Nilai MVA diperoleh dari Nilai MVE dikurangi dengan Nilai BVE. Berikut disajikan hasil perhitungan MVA untuk masing-masing perusahaan sampel selama tahun 2008-2011.

Tabel 4.14
Perhitungan *Market Value Added* (MVA)
Periode 2008-2011

Perusahaan	Tahun			
	2008	2009	2010	2011
1. PT. Darya Varia Laboratoria Tbk	45.980.076.628	109.221.705.426	667.648.062.016	1.001.489.430.894
2. PT. Kalbe Farma Tbk	1.126.127.774.885	1.484.843.021.407	4.036.829.193.705	6.246.361.715.645
3. PT. Merck Tbk	995.336.704.981	1.144.870.077.519	1.744.349.490.196	2.515.442.601.626
4. PT. Pyridam Farma Tbk	(23.217.455.625)	(8.451.784.865)	7.156.436.757	34.727.997.073
5. PT. Tempo Scan Pacific Tbk	2.283.512.658.228	2.472.665.975.104	4.992.061.224.490	9.667.682.926.829

Sumber : Lampiran 16. Data Olahan Pojok BEI

Berdasarkan data tabel diatas, dapat diketahui bahwa dari kelima perusahaan farmasi yang menjadi sampel penelitian, ada satu perusahaan yang menunjukkan hasil MVA negatif, yaitu PT. Pyridam Farma Tbk, (tahun 2008 dan 2009). Dapat disimpulkan bahwa pada tahun tersebut perusahaan tidak mampu memberikan tambahan kekayaan bagi pemegang saham sehingga mengakibatkan nilai modal yang dimiliki pemegang saham berkurang.

Kondisi yang lebih baik ditunjukkan oleh keempat perusahaan farmasi yang menjadi sampel, yaitu PT. PT. Darya Varia Laboratoria Tbk, PT. Kalbe Farma Tbk, PT. Merck Tbk, dan PT. Tempo Scan Pacific Tbk. Perusahaan-perusahaan tersebut selama periode 2008-2011 meskipun nilainya ada yang fluktuatif namun tetap menunjukkan nilai MVA yang positif, itu berarti manajemen mampu meningkatkan kekayaan bagi para pemegang sahamnya.

PEMBAHASAN

Setelah diperoleh hasil dari tiap variabel yang dibutuhkan untuk menghitung nilai *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA), maka tahap selanjutnya adalah melakukan analisis terhadap kondisi keuangan kelima perusahaan sampel selama periode 2008-2011 menggunakan pendekatan *Economic*

Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA).

Hasil dari analisis kinerja keuangan kelima perusahaan sampel dengan menggunakan pendekatan EVA dan MVA sangat bervariasi. Hal ini terkait dengan nilai masing-masing komponen dari tiap perusahaan yang diperoleh dari laporan keuangan dan kondisi pasar.

Tabel 4.15
Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA)
Perusahaan Farmasi Periode 2008-2011

Perusahaan	Tahun	EVA (Rp)	MVA (Rp)
1. PT. Darya Varia Laboratoria Tbk	2008	50.545.948.177,65	45.980.076.628,35
	2009	54.252.094.339,86	109.221.705.426,36
	2010	91.153.821.181,20	667.648.062.015,50
	2011	105.186.977.232,41	1.001.489.430.894,31
2. PT. Kalbe Farma Tbk	2008	759.111.435.636,69	1.126.127.774.884,61
	2009	1.047.885.094.149,46	1.484.843.021.407,34
	2010	1.313.265.736.990,41	4.036.829.193.704,60
	2011	1.484.847.486.909,06	6.246.361.715.644,71
3. PT. Merck Tbk	2008	96.742.630.497,85	995.336.704.980,84
	2009	139.493.456.792,62	1.144.870.077.519,38
	2010	112.421.055.495,40	1.744.349.490.196,08
	2011	159.330.364.147,54	2.515.442.601.626,02
4. PT. Pyridam Farma Tbk	2008	416.189.027,83	(23.217.455.625,00)
	2009	107.559.522,61	(8.451.784.864,86)
	2010	789.317.332,86	7.156.436.756,76
	2011	3.220.706.963,98	34.727.997.073,17
5. PT. Tempo Scan Pacific Tbk	2008	253.851.327.706,78	2.283.512.658.227,85
	2009	316.265.135.719,53	2.472.665.975.103,73
	2010	416.242.507.742,82	4.992.061.224.489,80
	2011	457.118.780.070,37	9.667.682.926.829,27

Sumber : Lampiran 11, 12, 13, 14, 15 & 16. Data Olahan Pojok BEI

Tahun 2008 terjadi krisis di Amerika Serikat yang berdampak pada kondisi perekonomian Indonesia. Menurut laporan perekonomian yang dikeluarkan Bank Indonesia (BI), dampak krisis tersebut juga berpengaruh pada perekonomian di Indonesia, namun posisi Indonesia bukan yang terburuk karena masih dapat tumbuh sekitar 6,1% di tahun 2008. Salah satu upaya yang ditempuh BI untuk mengendalikan kondisi ini adalah menaikkan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) pada pertengahan tahun 2008 untuk menekan inflasi.

Di tahun 2008, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami penurunan hingga akhir tahun. Akibatnya, rata-rata tingkat pengembalian yang diharapkan dari pasar bernilai negatif, yaitu sebesar -0,05617 namun terus membaik ke tahun-tahun berikutnya.

Berdasarkan perhitungan EVA, selama periode penelitian yaitu tahun 2008 sampai dengan 2011, PT. Darya Varia Laboratoria Tbk selalu menghasilkan nilai EVA yang positif karena *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT) yang dihasilkan tiap tahun mampu menutupi *cost of capital*. Nilai EVA tahun 2008 sebesar Rp 50.545.948.177,65 dan meningkat menjadi Rp 54.252.094.339,86 pada tahun 2009. Pada tahun 2010, nilai EVA yang dihasilkan sebesar Rp 91.153.821.181,20, peningkatan ini dikarenakan jumlah laba yang dihasilkan semakin tinggi dan efisiensi dari segi biaya modal. Tahun 2011 nilai EVA yang dihasilkan adalah yang tertinggi dibanding tahun sebelumnya, yaitu sebesar Rp 105.186.977.232,41. Hal ini disebabkan perusahaan mampu meningkatkan laba tanpa menambah biaya modal yang dikeluarkan selama operasional, sehingga nilai EVA yang dihasilkan tinggi.

Selain PT. Darya Varia Laboratoria Tbk, hasil EVA selalu positif dihasilkan oleh empat perusahaan farmasi lainnya. Walaupun hasilnya ada yang fluktuatif, namun tetap dapat mempertahankan nilai positif selama periode penelitian. Perusahaan-perusahaan tersebut yakni PT. Kalbe Farma Tbk, PT. Merck Tbk, PT. Pyridam Farma Tbk, dan PT. Tempo Scan Pacific Tbk,.

PT. Kalbe Farma Tbk, secara bertahap memiliki nilai EVA yang semakin

meningkat tiap tahunnya. Tahun 2008 EVA yang dihasilkan sebesar Rp 759.111.435.636,69 yang merupakan nilai EVA terendah selama periode penelitian. Tahun 2009 terjadi peningkatan nilai EVA, yakni menjadi sebesar Rp 1.047.885.094.149,46, ini dikarenakan EBIT tahun 2009 lebih tinggi meski pada tahun yang sama *cost of capital* perusahaan adalah yang tertinggi selama periode penelitian. Pada tahun 2010 perusahaan menghasilkan nilai EVA sebesar Rp 1.313.265.736.990,41 dan nilai EVA tertinggi dihasilkan pada tahun 2011 yakni sebesar Rp 1.484.847.486.909,06. Hal ini karena dengan komposisi struktur modal yang digunakan, perusahaan mampu menekan *cost of capital* dan menghasilkan nilai NOPAT selalu lebih tinggi meskipun kondisi perekonomian Indonesia pada tahun 2008 sedikit buruk.

PT. Merck Tbk, mencatatkan hasil kinerja yang selalu positif. Nilai EVA terendah di nominal Rp 96.742.630.497,85 pada tahun 2008. Pada tahun 2009 perusahaan memiliki nilai EVA sebesar Rp 139.493.456.792,62 dan terjadi penurunan nilai EVA pada tahun 2010 dikarenakan jumlah NOPAT yang dihasilkan di tahun 2010 mengalami penurunan dibanding tahun sebelumnya yaitu dari Rp 141.649.584.868,36 turun menjadi Rp 114.329.310.642,57, namun ada efisiensi biaya yang terlihat dari nilai *cost of capital* perusahaan yang menunjukkan penurunan nilai dari tahun sebelumnya. Nilai EVA tahun 2010 turun namun nilainya tetap positif. Nilai EVA tertinggi dicapai perusahaan pada tahun 2011 yaitu sebesar Rp 159.330.364.147,54. Hal tersebut dikarenakan perusahaan dapat menekan

cost of capital yang digunakan dan memaksimalkan EBIT yang didapatkan.

Perusahaan selanjutnya adalah PT. Pyridam Farma Tbk,. Nilai EVA yang dihasilkan selalu positif selama periode penelitian. Nilai EVA tahun 2008 sebesar Rp 416.189.027,83, namun di tahun 2009 terjadi penurunan nilai EVA karena selisih antara NOPAT dengan *cost of capital* yang dipakai oleh perusahaan kecil. Perusahaan memiliki *cost of capital* yang lebih besar dibanding tahun sebelumnya, hal ini yang menyebabkan nilai EVA tahun 2009 turun dibandingkan dengan tahun 2008. Tahun 2010 perusahaan menghasilkan EVA lebih tinggi dibanding tahun 2009, yaitu sebesar Rp 789.317.332,86. Peningkatan ini diakibatkan penurunan *cost of capital* yang dipakai perusahaan. Nilai EVA tertinggi dihasilkan perusahaan pada tahun 2011, peningkatan ini cukup signifikan dibanding tahun-tahun sebelumnya yaitu mencapai sebesar Rp 3.220.706.963,98. Peningkatan tersebut dipengaruhi oleh perubahan komposisi struktur modalnya dan besarnya EBIT di tahun tersebut. Dengan proporsi 17,4% modal hutang dan 82,6% modal saham, ternyata membuat perusahaan mengeluarkan *cost of capital* yang lebih kecil dibandingkan *cost of capital* tahun-tahun sebelumnya.

Perusahaan farmasi yang selalu menghasilkan nilai EVA positif tiap tahunnya yang terakhir adalah PT. Tempo Scan Pacific Tbk. Terjadi peningkatan secara bertahap pada hasil perhitungan EVA perusahaan. Tahun 2008 perusahaan menghasilkan nilai EVA sebesar Rp 253.851.327.706,78 dan di tahun 2009 sebesar Rp 316.265.135.719,53. Pada tahun 2010 EVA yang dihasilkan sebesar Rp 416.242.507.742,82 dan nilai EVA

tertinggi dihasilkan pada tahun 2011 yaitu sebesar Rp 457.118.780.070,37. Seiring meningkatnya jumlah NOPAT yang dihasilkan, perusahaan dapat menekan kenaikan *cost of capital*, sehingga laba yang tersedia mampu menutupi besarnya *cost of capital* yang terpakai.

Berdasarkan keseluruhan hasil perhitungan, dapat disimpulkan bahwa kelima perusahaan farmasi yang menjadi sampel dalam penelitian ini memiliki hasil nilai $EVA > 0$. Artinya, untuk tiap perusahaan sampel ada tambahan nilai ekonomis lebih setelah perusahaan membayarkan semua kewajiban pada para penyandang dana. Nilai akan tercipta jika perusahaan menghasilkan pendapatan melebihi biaya ekonomis untuk menghasilkan pendapatan tersebut. Nilai tambah mencerminkan kinerja perusahaan. Semakin besar nilai tambah yang dihasilkan perusahaan, maka semakin baik kinerja perusahaan dalam memaksimalkan nilai perusahaan dan nilai penyandang dana. Hasil kinerja yang baik akan memberikan kepastian bahwa perusahaan mampu memenuhi kewajibannya terhadap para debitur, kesejahteraan karyawan terjamin, pembayaran pajak lancar, dan para pemegang saham terpenuhi harapannya untuk mendapat tingkat pengembalian yang lebih besar dari jumlah modal yang disetor.

Market Value Added (MVA) merupakan suatu indikator yang dapat mengukur seberapa besar kekayaan perusahaan yang telah diciptakan untuk investornya. Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, dimana hal itu dapat dicapai dengan memaksimalkan kenaikan

nilai pasar dari modal perusahaan diatas nilai modal yang disetor oleh perusahaan.

PT. Darya Varia Laboratoria Tbk, menunjukkan nilai MVA yang positif tiap tahunnya. Hal ini dikarenakan rata-rata harga per lembar saham di pasaran selalu meningkat dan hal ini berpengaruh pada nilai *Market Value of Equity* (MVE). Apalagi setelah perusahaan melakukan pemecahan jumlah saham dan pemecahan nilai nominal saham, nilai MVA yang dihasilkan juga semakin tinggi. Nilai MVA terendah tercatat terjadi di tahun 2008 yaitu sebesar Rp 45.980.076.628,35 dan tertinggi terjadi di tahun 2011 yaitu sebesar Rp 1.001.489.430.894,31. Jadi, selama periode penelitian perusahaan mampu menghasilkan nilai MVA yang positif, itu artinya perusahaan telah mampu meningkatkan kekayaan bagi pemegang saham.

Berbeda dengan kondisi PT. Darya Varia Laboratoria Tbk, PT. Pyridam Farma Tbk, menghasilkan nilai MVA yang negatif ditahun pertama dan kedua periode penelitian sehingga perusahaan tidak menunjukkan hasil yang memuaskan. Kedua tahun tersebut menunjukkan respon pasar tidak begitu baik sehingga harga per lembar saham di pasaran berada di bawah harga nominal dan mengakibatkan nilai MVE lebih rendah dari BVE nya. Secara berurutan dari tahun 2008 dan 2009 hasil MVA perusahaan adalah sebesar Rp - 23.217.455.625,00 dan Rp - 8.451.784.864,86. Ditahun berikutnya nilai MVE mengalami peningkatan menjadi positif dan MVA mencapai jumlah tertinggi di tahun 2011 yaitu sebesar Rp 34.727.997.073,17.

Selain PT. Darya Varia Laboratoria Tbk, kinerja yang lebih baik juga

ditunjukkan oleh ketiga perusahaan ini. Dimulai dengan PT. Kalbe Farma Tbk, yang selama periode penelitian menunjukkan hasil yang positif. Secara bertahap nilai MVA yang dihasilkan semakin meningkat. Respon pasar yang baik terhadap harga saham per lembar mengakibatkan nilai MVE juga semakin besar dibandingkan dengan nilai BVE nya. Nilai MVA terendah di tahun 2008 yaitu sebesar Rp 1.126.127.774.884,61 dan tertinggi terjadi di tahun 2011, yaitu sebesar Rp 6.246.361.715.644,71.

PT. Merck Tbk, perusahaan dengan harga per lembar saham yang cukup tinggi yaitu diatas Rp 45.000,00. Perusahaan menghasilkan nilai MVA terendah pada tahun 2008 yaitu sebesar Rp 995.336.704.980,84 karena harga pasar tahun 2008 adalah harga pasar terendah selama periode penelitian. Pada tahun 2011 perusahaan memiliki harga rata-rata per lembar saham sebesar Rp 113.296,54. Hal ini berpengaruh terhadap nilai MVE yang dihasilkan dan nilai MVA nya. Nilai MVA yang dihasilkan tertinggi jika dibandingkan dengan tahun-tahun sebelumnya yakni sebesar Rp 2.515.442.601.626,00. Perusahaan menghasilkan nilai MVA positif berarti perusahaan telah mampu meningkatkan kekayaan pemegang saham.

PT. Tempo Scan Pacific Tbk, secara bertahap nilai MVA nya meningkat setiap tahun. Rata-rata harga per lembar saham yang meningkat tiap tahun membuat nilai MVE juga ikut meningkat, sehingga perusahaan selalu menunjukkan nilai yang positif. Nilai MVA terendah dihasilkan pada tahun 2008 yaitu sebesar Rp 2.283.512.658.227,85 dan tertinggi dicapai

perusahaan di tahun 2011 yaitu sebesar Rp 9.667.682.926.829,27.

Berdasarkan hasil analisis MVA yang tertera di tabel 4.13, dapat diketahui seberapa besar tiap-tiap perusahaan farmasi yang menjadi sampel memaksimalkan kemakmuran bagi para pemegang sahamnya. Hasil nilai $MVA > 0$ maka perusahaan telah mampu meningkatkan kekayaan bagi pemegang saham. Manajemen dianggap mampu mengelola operasional perusahaan sehingga kinerja yang baik tercermin pada harga saham di pasar yang semakin tinggi. Sebaliknya jika hasil $MVA < 0$ maka perusahaan telah menghancurkan kekayaan pemegang saham sehingga berakibat pada berkurangnya nilai modal pemegang saham.

Apabila hasil kinerja keuangan masing-masing perusahaan dibandingkan antara satu sama lain maka dapat diketahui hasil kinerja keuangan, baik dengan pendekatan EVA maupun MVA, yang paling tinggi dan paling rendah untuk masing-masing tahun.

Menggunakan pendekatan EVA diketahui bahwa selama periode 2008 sampai 2011, PT. Kalbe Farma Tbk, selalu menghasilkan nilai EVA tertinggi untuk kriteria perusahaan farmasi yang menjadi sampel penelitian. Di tahun 2008, meski kondisi ekonomi tidak begitu baik namun PT. Kalbe Farma Tbk, dapat menjaga stabilitas nilai EVA perusahaan, dibuktikan dengan hasil EVA tertinggi diantara perusahaan sampel yang lainnya. Secara umum selama periode penelitian PT. Kalbe Farma Tbk, mempunyai tarif pajak dengan nilai yang normal sesuai tarif pajak yang ditetapkan pemerintah sehingga biaya hutang juga relatif rendah. Struktur

modal dengan komposisi modal hutang yang rata-rata tiap tahun dibawah 20% dan komposisi modal saham diatas 80% menghasilkan nilai WACC diantara 11%-3%, meskipun begitu masih tinggi jika dibandingkan yang lain. Akan tetapi, hal tersebut diimbangi dengan jumlah EBIT yang didapat tiap tahunnya, sehingga NOPAT yang dihasilkan tetap jauh lebih besar jika dibandingkan dengan *cost of capital*-nya. Hal ini menunjukkan keseriusan pihak manajemen dalam mengelola perusahaan dan senantiasa menciptakan nilai tambah bagi investornya.

Nilai EVA yang kecil dan berada dibawah rata-rata jumlah untuk tahun 2008-2011 dicatatkan oleh PT. Pyridam Farma Tbk,. Ini cenderung karena EBIT yang didapat juga relatif kecil sehingga selisih antara NOPAT dan *cost of capital* tidak terlalu besar. Alhasil, nilai EVA yang dihasilkan tidak begitu besar.

Hasil tertinggi untuk kinerja keuangan dengan pendekatan MVA tahun 2008 adalah PT. Tempo Scan Pacific Tbk,. Hasil yang sama juga berlaku untuk tahun 2009 sampai 2011. PT. Tempo Scan Pacific Tbk, meskipun menetapkan harga nominal saham yang kecil, yaitu sebesar Rp 50,-, namun harga saham dipasar modal nilainya jauh diatas harga nominal, diatas Rp 500,- dan terus meningkat. Hal ini membuat MVE perusahaan tiap tahunnya meningkat sedangkan nilai BVE nya adalah konstan, karena jumlah saham yang beredar jumlahnya tetap. Hasilnya selisih antara MVE dan BVE tertinggi dibandingkan dengan perusahaan sampel yang lainnya. Hal ini berarti, perusahaan telah berhasil menambah kekayaan para

investor yang telah menanamkan modalnya di perusahaan.

Hasil yang sebaliknya dialami oleh PT. Pyridam Farma Tbk, yang selama tahun 2008-2011 menghasilkan nilai terendah dibandingkan yang lain. Tahun 2008 dan 2009 MVA yang dihasilkan negatif karena harga saham di pasaran lebih rendah dari harga nominal yang ditetapkan perusahaan, yaitu dengan harga nominal Rp 100,- dipasar modal harganya hanya Rp 56,61 untuk tahun 2008 dan Rp 84,20 di tahun 2009. Ini mengakibatkan nilai MVE lebih kecil dibandingkan dengan nilai BVE nya sehingga nilai MVA negatif yang artinya perusahaan menghancurkan kekayaan para investornya. Tahun 2010-2011, meski harga per lembar saham dipasaran menunjukkan peningkatan dari tahun sebelumnya namun jika dibandingkan dengan hasil kinerja perusahaan sampel yang lain, nilai MVA PT. Pyridam Farma Tbk masih jauh lebih rendah.

Berdasarkan keseluruhan analisis EVA dan MVA diatas dapat diketahui jika EVA yang positif dihasilkan dari nilai NOPAT atau laba operasi bersih setelah pajak yang lebih tinggi dari *cost of capital* yang digunakan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Mirna Rustya Winata (2007) dan Rachman Fitrianto (2012). Keduanya, secara umum menyatakan hal yang sama bahwa jika perusahaan ingin menciptakan tambahan nilai bagi para pemegang sahamnya, maka hal yang harus diperhatikan perusahaan adalah meningkatkan nilai laba usaha operasi bersih setelah pajak dan menekan biaya modal se-efisien mungkin.

Menurut Keown, dkk (2010:35) EVA sudah menjadi ukuran yang populer diantara perusahaan yang memusatkan usaha mereka dengan menciptakan nilai pemegang saham. Jika manajer berfokus pada EVA, hal ini akan dapat membantu memastikan bahwa mereka telah menjalankan operasi dengan cara yang konsisten dengan tujuan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang sahamnya (Brigham dan Eugene, 2009:69).

Nilai kinerja yang positif akan berpengaruh terhadap informasi pasar, sehingga dapat mempengaruhi kenaikan harga saham. Kenaikan harga saham akan mempengaruhi nilai MVA yang akan dihasilkan oleh perusahaan. Oleh karena itu, jika respon pasar positif terhadap perusahaan, dibuktikan dengan kenaikan harga saham dan hasil MVA > 0 , maka perusahaan telah berhasil menciptakan kekayaan bagi pemegang saham karena nilai pasar melebihi nilai modal yang diinvestasikan. Artinya, perusahaan telah berhasil memaksimalkan kekayaan para pemegang sahamnya.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan analisis atas kinerja keuangan pada kelima perusahaan farmasi yang menjadi sampel dalam penelitian ini selama periode 2008-2011, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut :

1. Penilaian kinerja keuangan dengan pendekatan *Economic Value Added* (EVA) menunjukkan bahwa nilai EVA yang dihasilkan oleh kelima perusahaan farmasi, yaitu PT. Darya Varia

Laboratoria Tbk, PT. Kalbe Farma Tbk, PT. Merck Tbk, PT. Pyridam Farma Tbk, dan yang terakhir adalah PT. Tempo Scan Pacific Tbk, selama periode 2008-2011 menunjukkan hasil EVA yang positif ($EVA > 0$). Selama periode penelitian, diketahui bahwa PT. Kalbe Farma Tbk, menghasilkan nilai EVA yang lebih tinggi dibandingkan dengan yang lain. Selain karena NOPAT yang dihasilkan lebih tinggi dibandingkan *cost of capital* yang digunakan, perusahaan juga memiliki nilai EBIT yang tertinggi jika dibandingkan dengan perusahaan sampel lainnya, sehingga berpengaruh ke nilai NOPAT yang dihasilkan. Hal ini berarti bahwa perusahaan telah mampu menciptakan nilai tambah ekonomi dan berhasil memenuhi harapan para penyandang dana atau investor untuk memperoleh pengembalian lebih dari modal yang dikeluarkan.

2. Penilaian kinerja keuangan dengan pendekatan *Market Value Added* (MVA) menunjukkan bahwa nilai MVA yang dihasilkan perusahaan selama periode 2008-2010 bervariasi. Nilai MVA tertinggi dihasilkan oleh PT. Tempo Scan Pacific Tbk, karena berdasarkan hasil perhitungan perusahaan menghasilkan selisih antara nilai MVE dan BVE yang cukup tinggi dibandingkan dengan perusahaan sampel yang lainnya. Ini artinya perusahaan mampu meningkatkan kekayaan pemegang saham sehingga nilai modal pemegang saham mengalami peningkatan juga. Semakin tinggi nilai MVA berarti semakin baik pula kinerja manajemen dalam memaksimalkan kekayaan para pemegang sahamnya.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian kinerja keuangan perusahaan farmasi dengan menggunakan pendekatan EVA dan MVA selama periode 2008-2011, maka saran-saran yang dapat diberikan sebagai berikut :

1. Bagi investor dan calon investor, EVA dan MVA dapat dijadikan suatu ukuran yang sistematis dalam membantu pengambilan keputusan berinvestasi. Hal ini karena EVA dan MVA berhubungan dengan penciptaan nilai bagi pemegang sahamnya. Diharapkan, para investor dan calon investor selain mempertimbangkan kondisi internal perusahaan juga harus mempertimbangkan kondisi eksternal dan prospek bisnis di masa yang akan datang, agar ketika memilih investasi dapat memberikan manfaat lebih dari yang diharapkan.
2. Bagi perusahaan, perusahaan harus transparan terhadap data perusahaan agar pengukuran kinerja bisa efektif karena data yang digunakan merupakan data valid, sehingga menghasilkan pengukuran kinerja yang sebenarnya. Diharapkan dengan pengukuran kinerja seperti EVA dan MVA ini, data yang dihasilkan bisa menjadi informasi manajemen untuk selalu meningkatkan kinerjanya dalam menciptakan nilai bagi pemegang sahamnya dan dapat memperkirakan langkah apa yang harus ditempuh untuk mencapai tujuan strategis perusahaan.
3. Bagi peneliti selanjutnya, diharapkan hasil penelitian ini bisa dijadikan bahan referensi untuk penelitian selanjutnya yang sama-sama menggunakan pendekatan *Economic Value Added*

(EVA) dan *Market Value Added* (MVA) untuk mengukur kinerja perusahaan, dan hendaknya penelitian yang dilakukan cakupannya dapat lebih luas lagi, seperti perbedaan obyek penelitian, rentang waktu maupun kondisi yang memungkinkan terjadinya perubahan dalam pengukuran dengan menggunakan analisis ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Anonimous, 2012, *Mereviu Momentum Pertumbuhan Industri Farmasi 2011-2012*, (Online), (<http://pharmacommunity.blogspot.com>, diakses 18 Desember 2012).
- Anonimous, 2012, *Industri Farmasi Diprediksi Tumbuh 17%*, (Online), (<http://kebijakankesehatanindonesia.net/component/content/article/73-berita/1167-industri-farmasi-diprediksi-tumbuh-17.html>, diakses 14 Januari 2013).
- Anonimous, 2012, *Industri Farmasi Indonesia Sangat Bergantung Pada Impor*, (Online), (<http://keuanganinvestasi.blogspot.com/2012/04/industri-farmasi-indonesia-sangat.html>, diakses 17 Januari 2013).
- Aji Harja Yudanta, 2011, *Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA) sebagai Pengukur Kinerja Perusahaan pada PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk Tahun 2007-2009*, Skripsi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang.
- Berlina Pratina Dewi, 2012, *Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan dengan Menggunakan Pendekatan*

- Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA) pada PT. Astra Otoparts, Tbk di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2010*, Skripsi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang.
- Brigham, Eugene F. and Joel F. Houston, 2004, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Terjemahan oleh Ali Akbar Yulianto, 2009, Edisi Kesepuluh Buku 1, Salemba Empat, Jakarta.
- Brigham, Eugene F. and Joel F. Houston, 2007, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Terjemahan oleh Ali Akbar Yulianti, 2010, Edisi Kesebelas Buku 1, Salemba Empat, Jakarta.
- DeMello, Jim., 2006, *Kasus – Kasus Keuangan*, Terjemahan oleh Ika Permatasari, 2006, Edisi Kedua, Salemba Empat, Jakarta.
- Farah Margaretha, 2011, *Manajemen Keuangan Untuk Manajer Non Keuangan*, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Helfert, Erich A., 2007, *Tenik Analisis Keuangan*, Erlangga, Jakarta.
- I Made Sudana, 2011, *Manajemen Keuangan Perusahaan, Teori dan Praktik*, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Ikatan Akuntan Indonesia, 2009, *Standar Akuntansi Keuangan*, Salemba Empat, Jakarta.
- J. Fred Weston & Copeland, Thomas E, 2007, *Manajemen Keuangan*, Terjemahan oleh A. Jaka Wasana, Edisi Kesebelas, Jilid 2, Binarupa Aksara, Jakarta.
- Kasmir, 2011, *Analisis Laporan Keuangan*, Rajawali Pers, Jakarta.
- Keown, Arthur J, John D. Martin, dkk, 2005, *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan*, Terjemahan oleh Marcus Prihminto Widodo, M.A., 2010, Edisi Kesepuluh, Jilid 2. PT. Indeks. Jakarta.
- Mamduh M. Hanafi, M.B.A, 2010, *Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, BPFE-Yogyakarta, Yogyakarta.
- Mirna Rustya Winata, 2007, *Analisis Kinerja Keuangan dengan Rasio Economic Value Added (EVA) dan Market Value added (MVA) 2001-2005 (studi kasus pada PT. Kalbe Farma Tbk.)*, Skripsi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang.
- Mustafa Edwin Nasution dan Hardius Usman, 2008, *Proses Penelitian Kuantitatif*, Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta.
- Nur Indrianto, dkk., 2009, *Metodologi Penelitian Bisnis*, Penerbit BPFE, Yogyakarta.
- R. Agus Sartono, M.B.A., 2010, *Manajemen Keuangan Teori dan Implikasi*, BPFE Yogyakarta, Yogyakarta.
- Rachman Fitrianto, 2012, *Analisis Komparatif Kinerja Keuangan Perusahaan dengan Menggunakan Metode Konvensional dan Economic Value Added (EVA) (studi pada 5 perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2004 – 2008)*, E-Journal Ekonomi

- Fakultas Ekonomi Universitas Gunadarma.
- S. Munawir, 2007, *Analisa Laporan Keuangan*, Liberty Yogyakarta, Yogyakarta.
- Suad Husnan, 2007, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Ketujuh, UPP AMP YKN, Yogyakarta.
- Sugiyono, 2012, *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*, Alfabeta, Bandung.
- Siti Nurloli, 2012, *Economic Value Added Eva dan Market*, (Online), (<http://sitinurloli.blogspot.com/2012/06/economic-value-added-eva-dan-market.html>, diakses 07 Januari 2013).
- Trihastutie, 2009, *EVA Sebagai Alat Ukur Kinerja Perusahaan*, (Online), (<http://trihastutie.wordpress.com/2009/05/10/eva-sebagai-alat-ukur-kinerja-perusahaan-1/>, diakses 09 Januari 2013).
- Van Horne, James C. dan John M. Wachowicz,jr. 2010. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*, Terjemahan oleh Dewi Fitriasari, S.S, M.Si., Ak, dkk, Edisi Keduabelas, Salemba Empat, Jakarta.
- www.idx.co.id
- www.bi.go.id

