

INFORMASI ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

BAGI INVESTOR

PENDAHULUAN

Stern Steward, perusahaan konsultan yang didirikan Joel M. Stern dan G. Bennet Steward III, dikenal sebagai perusahaan yang mempopulerkan konsep *Economic Value Added (EVA)* – konsep yang dianggap bisa memberikan jawaban terhadap kemampuan perusahaan menambah kekayaan investor atau *shareholder*. Seringkali terjadi banyak investor yang tidak bisa membedakan mana *wealth creators* dan mana *wealth destroyers*. Padahal, apapun perusahaannya, modal yang ditanam mestinya memberi hasil yang bagus. Bila hal ini yang terjadi, perusahaan disebut *wealth creators*, apabila yang terjadi sebaliknya perusahaan disebut *wealth destroyers*.

Penilaian kinerja perusahaan berdasarkan *EVA* mengembalikan fokus pengelolaan perusahaan kepada penciptaan *shareholder value*, sehingga dapat menyelaraskan kepentingan pengelola dengan pemilik. Selain itu, penilaian perusahaan juga dapat akurat karena *EVA* kembali menekankan pentingnya realitas ekonomi yang terjadi dan mengembalikan fungsi akuntansi kepada tempatnya semula.

Meski telah diperkenalkan sejak akhir tahun 1980-an dan populer pada pertengahan tahun 1990-an, *EVA* yang dikembangkan Stern Steward Management Services, belum banyak diterapkan di Indonesia. Padahal di negara lain khususnya di Amerika dan Eropa, kebanyakan perusahaan telah menerapkan model ini. Menurut majalah *Economist* pada tahun 1997 lebih dari 300 perusahaan di dunia telah mengadopsi *EVA* (Amin Wijaya Tunggal: 2001).

Di bursa saham Indonesia (khususnya BEJ), sebagian besar emiten (perusahaan) terlihat memiliki kinerja saham yang baik, padahal menurut penilaian

kinerja EVA sangat jauh dari itu. Contohnya adalah PT Astra Agro Lestari (AAL) yang merupakan salah satu perusahaan *blue chip* (yang paling laku sahamnya di bursa) mencatat EVA yang negatif, yang merupakan hasil perhitungan EVA 2001 oleh SWA, MarkPlus&Co dan MAKSI UI. Tetapi manajemen perusahaan tersebut tidak terlalu panik menghadapi EVA yang negatif, karena kinerja EVA yang negatif tak selalu berarti kinerja saham ikut terpuruk. Beberapa perusahaan lain yang EVA-nya juga negatif sahamnya tetap favorit di bursa.

PEMBAHASAN

Economic Value Added (EVA)

EVA sebetulnya bukanlah konsep baru. Bagi para ekonom, EVA telah lama dikenal sebagai *economic profit*, yaitu nilai profit yang melebihi (kurang dari) tingkat pengembalian minimum yang bisa diperoleh (diderita) oleh pemegang saham dan kreditor dengan berinvestasi di sekuritas lain, yang mempunyai risiko sebanding (*opportunity cost*).

Menurut S. David Young dan Stephen F. O'Byrne (2001), EVA merupakan suatu sistem manajemen keuangan untuk mengukur laba ekonomi dalam suatu perusahaan, yang menyatakan bahwa kesejahteraan hanya dapat tercipta jika perusahaan mampu memenuhi semua biaya operasi (*operating cost*) dan biaya modal (*cost of capital*).

EVA merupakan konsep yang berangkat dari konsep biaya modal, yakni risiko yang dihadapi perusahaan dalam melakukan investasinya. Semakin tinggi risiko atau *cost of capital* yang ditanggung perusahaan, makin tinggi pula tingkat pengembalian (*return*) yang harus diberikan kepada investor atau pemegang saham. Jika tingkat pengembalian investasi perusahaan tidak mampu menutupi risikonya, EVA perusahaan itu negatif. Sebaliknya, tingkat pengembalian investasi yang lebih besar daripada *cost of capital* menghasilkan EVA positif.

Secara sederhana, angka EVA diperoleh dari laba usaha dikurangi biaya-biaya (*charges*) atas kapital yang diinvestasi (*invested capital*) – disebut juga *capital charges*, baik dalam perusahaan secara keseluruhan, di tingkat unit bisnis, pabrik, kantor atau lini perakitan.

Pendekatan EVA memasukkan semua unsur dalam laporan laba/rugi dan neraca perusahaan, karena itu EVA juga dikenal sebagai pengukur total faktor kinerja.

Kelebihan dan Kekurangan Economic Value Added (EVA)

Pengukuran nilai tambah ekonomis (EVA) yang mulai populer pada pertengahan tahun 1990-an terbukti sukses dipakai sebagai alat pengukur nilai tambah ekonomis perusahaan di Amerika Serikat seperti Coca Cola dan AT&T, karena kekuatan EVA adalah mudah dihitung, menyajikan laba ekonomis, mudah dipahami, dan mudah pula dihubungkan dengan sistem kompensasi.

Pendekatan EVA merupakan koreksi terhadap pengukuran kinerja perusahaan berdasarkan pendekatan akuntansi tradisional yang menggunakan ROE (*return on equity*) atau ROI (*return on investment*). Penilaian perusahaan berdasarkan EVA membuat para pengelola perusahaan memfokuskan kerjanya sesuai dengan kepentingan pemegang saham, yakni penciptaan nilai tambah perusahaan.

Berbeda dari pendekatan rasio tingkat pengembalian tradisional (ROI, ROE, ROA) yang diterapkan menurut Pedoman Standar Akuntansi dan Keuangan, model EVA berangkat dari konsep biaya modal (*cost of capital*), yakni risiko yang dihadapi perusahaan dalam melakukan investasinya. Secara sederhana, angka EVA diperoleh dari laba usaha dikurangi biaya-biaya modal yang ditanamkan (*capital charges*).

EVA sebagai pengukur kinerja keuangan memiliki keunggulan dibandingkan laba akuntansi, dimana EVA memperhitungkan biaya modal secara eksplisit dan melakukan sejumlah penyesuaian terhadap laporan keuangan agar menjadi lebih

relevan. Berdasarkan EVA, manajemen perusahaan diharapkan dapat menentukan strategi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Pendekatan EVA meskipun diyakini lebih baik dibanding pengukuran akuntansi tradisional bukan berarti tanpa kelemahan, kelemahan dari EVA yaitu: **pertama**, EVA seperti juga ROI, *cash flow return on investment* dan *shareholder value added* merupakan ukuran kinerja lampau, tidak mampu memprediksi dampak strategi yang diterapkan untuk masa depan perusahaan.

Kelemahan **kedua** adalah sifat pengukurannya yang jangka pendek (setahun) bukan berkesinambungan. Karena kinerja manajemen diukur dalam jangka pendek, manajemen berkepentingan membesarkan EVA dan cenderung enggan berinvestasi jangka panjang. Untuk melakukan investasi berarti harus ada laba yang ditahan yang lebih besar untuk membiayainya. Hal ini berarti mengurangi dividen bagi pemegang saham dan bonus bagi manajemen. Padahal penundaan investasi bisa mengakibatkan berkurangnya kapasitas dan turunnya daya saing perusahaan di masa depan. Oleh karenanya, perusahaan harus memikirkan EVA yang berkelanjutan (*sustainable economic value added*). Perusahaan tak bisa semata mengejar laba, tapi juga harus menyisihkan sebagian laba untuk investasi yang membuka peluang keuntungan di masa depan.

Ketiga, EVA terlalu fokus pada kinerja finansial dan kepentingan shareholder dan cenderung mengabaikan pengukuran nonfinansial dan kepentingan stakeholder.

Kelemahan EVA yang **keempat** adalah karena perhitungan EVA didasarkan pada laporan keuangan, khususnya laba, masih memungkinkan terjadi rekayasa pembukuan hanya untuk menaikkan angka EVA. Jadi EVA pun belum tentu mencerminkan kinerja perusahaan yang sesungguhnya. Semua hal tersebut diatas

mengenai keunggulan dan kelemahan dari EVA dikemukakan oleh John Berry, Lukas Setia Atmaja dan Siddharta Utama dan Teguh Poeradisastra.

Menyadari kekurangan dalam standar praktek pelaporan keuangan yang berlaku sekarang, perlu dilakukan beberapa penyesuaian (*adjustment*) di neraca maupun laporan laba/rugi perusahaan yang disiapkan berdasarkan Pedoman Standar Akuntansi dan Keuangan (PSAK) di Indonesia. Tujuannya, memperoleh nilai EVA yang lebih andal, lebih mencerminkan *economic profit* yang diciptakan perusahaan, dan memperbaiki bias/distorsi yang mungkin ditimbulkan oleh kecenderungan adanya rekayasa laporan keuangan.

Informasi ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) bagi Investor

Sejak pasca revolusi industri, fokus bisnis tiada hentinya mengalami evolusi panjang. Dimulai dengan fokus bisnis pada uang adalah segala-galanya, kemudian memusatkan pada pertumbuhan perusahaan, dan kini fokus beralih pada nilai tambah ekonomis (*economic value added*) dan penciptaan nilai perusahaan (*corporate value creation*).

Banyak perusahaan beranggapan bahwa aktiva perusahaan terpenting dalam penciptaan nilai tambah adalah aktiva berwujud (*tangible asset*) seperti investasi mesin, peralatan dan modal kerja. Pengukuran kineja investasi di aktiva berwujud berfokus pada nilai tambah akuntansi (*accounting value added*). Kini fokusnya beralih pada nilai tambah ekonomisnya. Pengukuran nilai tambah ekonomis yang populer saat ini adalah EVA, yang terbukti sukses dipakai sebagai alat pengukur nilai tambah ekonomis perusahaan Amerika Serikat seperti Coca Cola dan AT&T.

Penerapan EVA menjadi kian relevan karena mencerminkan kemampuan perusahaan menciptakan nilai tambah sekaligus mengeliminasi rekayasa keuangan. Apalagi sekarang ini, ketika berbagai kasus rekayasa keuangan perusahaan kelas dunia

banyak terbongkar dan perusahaan konsultan besarpun kehilangan kredibilitas. Pasalnya, model EVA hanya menghitung laba usaha, pendapatan lain seperti pendapatan yang berasal dari penjualan sejumlah aset tidak dimasukkan.

EVA juga merupakan pengukuran total faktor kinerja, karena memasukkan semua unsur dalam laporan laba/rugi dan neraca perusahaan. Pada pendekatan tradisional, biasanya perusahaan fokus pada salah satu ukuran pertumbuhan perusahaan (*size*) seperti pertumbuhan pendapatan atau rasio tingkat pengembalian (ROI). Berfokus pada pertumbuhan besar semata tanpa tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari biaya modal akan menghancurkan nilai perusahaan. Sebaliknya, untuk membesarkan ROA/ROI manajemen cenderung menekan aset dan menekan investasi. Akibatnya, banyak peluang untuk masa depan terlepas. EVA adalah perpaduan kedua pendekatan ini, sehingga pengukuran dengan model ini diharapkan lebih mencerminkan nilai perusahaan yang sebenarnya.

Bagi investor di bursa saat ini, kondisi pasar saham yang bearish (lesu) serta ketidakefisienan pasar modal menjadi alasan analisis fundamental (tradisional) kurang cocok diterapkan. Berbagai saham memiliki kinerja keuangan baik, tetapi harga sahamnya tidak bagus. Kepercayaan investor setidaknya mulai luntur setelah kejatuhan Worldcom, Tycon, Enron, akibat berbagai penyimpangan skandal akuntansi.

Bagi investor di bursa, kinerja perusahaan yang terpenting adalah pertumbuhan harga saham dan dividen. Ukuran kinerja perusahaan yang sering digunakan adalah *total shareholders return* atau *stock return* (SR), yang terdiri atas *capital gains* dan *dividend yield*. Menyadari hal tersebut, Stern Steward berusaha membuktikan bahwa ukuran kinerja (EVA) memiliki korelasi yang lebih kuat terhadap SR ketimbang ukuran akuntansi tradisional. Stern, Steward dan Chew pada tahun 1995 menemukan korelasi

cukup tinggi antara EVA dengan *market value Added* (MVA) - besaran yang ditentukan harga pasar saham – yakni 0,77.

Penelitian yang lebih netral oleh akademisi di AS menunjukkan korelasi antara SR dengan EVA ternyata tidak lebih kuat daripada korelasi SR dengan laba bersih akuntansi. Misalnya, Kramer dan Pushner (1997) memperoleh korelasi antara EVA dan MVA hanya 0,31. Biddle, Bowen dan Wallace (1997) meneliti sampel 6.174 perusahaan antara tahun 1984 sampai dengan 1993 baik yang mengadopsi EVA maupun tidak. Mereka menemukan korelasi antara EVA dengan *market adjustd return* (MAR) sebesar 0,25. Sementara itu, koefisien korelasi antara *net income* dengan MAR adalah 0,35. Peneliti lain, Chen dan Dodd (1998) menemukan korelasi antara EVA dan SR sebesar 0,45; sedangkan koefisien korelasi antara ROA dengan SR sedikit lebih tinggi, yakni 0,49. Bisa disimpulkan, EVA tidak lebih dominan ketimbang laba bersih akuntansi dalam hal menjelaskan SR. Akan tetapi, SR bukanlah ukuran kinerja manajemen yang tepat karena dipengaruhi faktor di luar kendali manajemen. Zimmerman (1997) mengingatkan harga saham bersifat *forward-looking* dan SR pada satu periode ditentukan tidak hanya oleh kinerja (EVA) periode tersebut, tetapi juga perubahan harapan pasar terhadap kinerja (EVA) masa mendatang serta perubahan variabel makroekonomi (dikemukakan oleh Lukas Setia Atmaja).

Di Indonesia, dengan sampel 90 perusahaan dan menggunakan EVA versi SWA periode 2001, ternyata korelasi antara SR dengan EVA sangat rendah, hanya 0,059 jauh di bawah korelasi SR dengan *net income* yang mencapai 0,248. Namun, korelasi EVA dan SR perlu disimpulkan dengan hati-hati khususnya di Indonesia, yang efisiensi pasar modalnya masih diragukan, dan masih sedikit perusahaan yang mengadopsi EVA (Lukas Setia Atmaja).

Meski telah diperkenalkan sejak akhir tahun 1980-an dan populer pada pertengahan tahun 1990-an, EVA yang dikembangkan Stern Steward Management Services, belum banyak diterapkan di Indonesia padahal di negara lain khususnya di Amerika dan Eropa perusahaan kebanyakan telah menerapkan model ini.

Bagi investor di Indonesia, penggunaan EVA masih sangat minim sebagai alat dalam pengambilan keputusan berinvestasi. Kurangnya sosialisasi dan minimnya pengguna, menyebabkan metode ini kurang diminati. Hanya sedikit analis yang menerapkan dalam risetnya. Jadi wajarlah, investor kurang tertarik metode ini.

Di sisi lain, membeli saham identik dengan membeli prospek. Maka wajar pula, data EVA yang hanya mengandalkan *historical* satu periode tertentu dianggap kurang mewakili keinginannya. Investor lebih menginginkan ekspektasi pasar yang sebenarnya dengan melihat nilai wajar saham, ketimbang melihat ekonomis perusahaan. Soalnya horison investasi investor di Indonesia relatif pendek, dan lebih mengedepankan psikologis pasar. Sekarang ini, jarang kita lihat investor yang menerapkan investasi jangka panjang (*long term investment*) di tengah ketidakpastian kondisi politik dan ekonomi di Indonesia.

Bagi pemodal, EVA tampaknya belum pada tempatnya dijadikan *final decision* terhadap investasi. Sebagian besar emiten di BEJ terlihat memiliki kinerja yang baik, padahal menurut penilaian kinerja EVA sangat jauh dari itu. Contohnya adalah PT Astra Agro Lestari (AAL) yang merupakan salah satu perusahaan *blue chip* (yang paling laku sahamnya di bursa) mencatat EVA yang negatif, sebagaimana perhitungan EVA 2001 yang dilakukan oleh SWA, MarkPlus&Co dan MAKSI UI. Selain dikarenakan jatuhnya harga CPO pada semester pertama 2001, juga disebabkan menambah kapasitas pabrik yang dimulai pada 2001 dan selesai tahun 2002.

Tetapi manajemen perusahaan tak terlalu panik menghadapi EVA yang negatif, karena kinerja EVA yang negatif tak selalu berarti kinerja saham ikut terpuruk. Beberapa perusahaan lain yang EVA-nya juga negatif sahamnya tetap favorit di bursa. Pasalnya, kebanyakan analis saham belum menggunakan EVA dalam menganalisis dan merekomendasi transaksi saham di bursa. Para analis lebih melihat prospek ketimbang melihat tolok ukur kinerja masa lalu seperti EVA dan ROI. Perhitungan EVA yang bersifat *historical* memang salah satu pertimbangan, tetapi prospek ke depan lebih penting, sebagaimana dikatakan oleh Andreas Gunawijaya Manajer Investasi PT Ciptadana Asset. Di Indonesia, peran EVA sebagai bahan pertimbangan dalam keputusan berinvestasi masih di bawah 50%, dikemukakan oleh Rizka Baely seorang Country Manager Indonesia PT Citicorp Securities Indonesia. Para pelaku bursa Indonesia kurang menghiraukan EVA. Peran EVA paling efektif untuk evaluasi proyek investasi, evaluasi kinerja dan penentuan kompensasi.

Beberapa hal yang selayaknya dipertimbangkan investor dalam penerapan EVA bagi investasinya, antara lain: (1) EVA hanya bisa memberi penilaian dalam satu periode tertentu, sehingga sukar menentukan kinerja masa mendatang. Namun, jika investor menggunakan EVA dalam beberapa periode tertentu - misalnya, lima tahun berturut-turut EVA-nya cukup baik - bisa dijadikan pertimbangan untuk investasi, (2) bagi stakeholder mungkin pembobotan EVA positif sudah dianggap cukup baik tetapi belum tentu bagi investor. Data EVA hanya mencerminkan masa lalu, tidak memiliki *forecast* atau ekspektasi tertentu. Masih banyak pertimbangan analisis lain yang lebih mencerminkan ekspektasi/rekomendasi ketimbang *historical* EVA.

Jadi, perusahaan yang EVA-nya baik belum tentu kinerja sahamnya bagus. Di pasar modal, psikologis pasar yang terkadang tidak rasional kerap lebih berpengaruh terhadap performa saham. Di Indonesia, investor dalam membeli saham tidak melihat

kepada EVA suatu perusahaan, selain dikarenakan belum banyaknya perusahaan yang menerapkan EVA juga karena anggapan bahwa membeli saham sama dengan membeli masa depan, sehingga banyak investor yang menggunakan/mempertimbangkan *discount rate casflow* dan likuiditas saham.

Namun, jika perusahaan mampu menghasilkan EVA yang bagus secara bersinambungan (*sustainable*), yang mencerminkan manajemennya mampu mengelola kapital dengan baik, kemungkinan investor akan mulai mempertimbangkan hal ini.

Menurut Lukas Setia Atmaja, untuk dapat mencapai EVA yang bagus secara berkesinambungan selain harus didukung oleh kemampuan manajemen menciptakan dan memelihara budaya perusahaan untuk mencapai pertumbuhan yang menguntungkan serta manajemen yang berwawasan jangka panjang, perusahaan harus konsisten dalam empat hal berikut ini:

- a) Meningkatkan RONA dengan cara menghemat biaya, menaikkan efisiensi modal kerja dan memeriksa modal investasi lebih teliti.
- b) Menurunkan biaya modal (WACC) melalui penggunaan utang secara optimal, pembelian kembali (*buy back*) saham yang harganya di pasar *undervalued* dan keterbukaan manajemen.
- c) Mengoptimalkan *invested capital* dengan cara mencari kesempatan investasi yang bagus dan punya *net present value* positif, serta menerapkan strategi pertumbuhan yang menguntungkan.
- d) Menurunkan *invested capital* yang tidak dapat didayakan secara optimal, seperti menjual aset yang tidak dapat dikelola dengan baik dan merestrukturisasi bisnis yang merugi.

Ditengah kegamangan investor terhadap berbagai acuan analisis yang sudah ada, EVA mungkin bisa dijadikan salah satu pendukung dalam memilih saham di pasar

modal Indonesia. Diharapkan EVA dapat membantu investor dalam mengambil keputusannya di pasar modal. Investor yang selama ini selalu berkiblat pada *effect accounting* diharapkan melihat/memperhitungkan sisi ekonomis perusahaan.

KESIMPULAN

Penerapan EVA akan mengurangi *agency conflict* antara manajemen dan pemegang saham, karena sistem EVA yang baik dapat mendukung penciptaan nilai bagi *shareholder*.

Meskipun secara konsep EVA merupakan pengukur kinerja keuangan yang mengguguli laba akuntansi, tetapi distorsi yang ada dalam laporan keuangan emiten sangat mungkin terjadi. Bukan tidak mungkin, emiten yang kinerja keuangannya dijadikan alat untuk membuat EVA ternyata tengah bermasalah secara internal dan tidak di-*disclosure* dalam laporan keuangan.

Meski telah diperkenalkan sejak akhir tahun 1980-an dan populer pada pertengahan tahun 1990-an, EVA yang dikembangkan Stern Steward Mngement Services, belum banyak diterapkan di Indonesia padahal di negara lain khususnya di Amerika dan Eropa perusahaan kebanyakan telah menerapkan model ini.

Bagi pemodal atau investor di Indonesia, EVA tampaknya belum pada tempatnya dijadikan *final decision* terhadap investasi. Di bursa saham Indonesia (khususnya BEJ), sebagian besar emiten (perusahaan) terlihat memiliki kinerja saham yang baik, padahal apabila dilihat dari kinerja EVA sangat jauh dari itu. Kinerja EVA yang negatif tak selalu berarti kinerja saham ikut terpuruk. Meskipun EVA-nya negatif, sahamnya tetap favorit di bursa. Jadi, perusahaan yang EVA-nya baik belum tentu kinerja sahamnya bagus. Peran EVA sebagai bahan pertimbangan dalam keputusan berinvestasi masih di bawah 50%. Para pelaku bursa Indonesia kurang menghiraukan EVA.

Bagi investor di Indonesia, penggunaan EVA masih sangat minim sebagai alat dalam pengambilan keputusan berinvestasi, antara lain disebabkan: **(a)** belum banyaknya perusahaan yang menerapkan/mengadopsi EVA, **(b)** hanya sedikit analis keuangan yang menerapkan EVA dalam risetnya (kurangnya sosialisasi), **(c)** membeli saham identik dengan membeli prospek, maka data EVA yang hanya mengandalkan *historical* satu periode tertentu dianggap kurang mewakili keinginan investor yang lebih menginginkan ekspektasi pasar yang sebenarnya dengan melihat nilai wajar saham atau prospek ke depan ketimbang melihat ekonomis perusahaan. Banyak investor yang menggunakan/mempertimbangkan *discount rate casflow* dan likuiditas saham, **(d)** horison investasi investor di Indonesia relatif pendek dan lebih mengedepankan psikologis pasar. Jarang investor yang menerapkan investasi jangka panjang (*long term investment*) di tengah ketidakpastian kondisi politik dan ekonomi di Indonesia, **(e)** di pasar modal, psikologis pasar yang terkadang tidak rasional kerap lebih berpengaruh terhadap performa saham.

Namun, jika perusahaan mampu menghasilkan EVA yang bagus secara bersinambungan (*sustainable*), yang mencerminkan manajemennya mampu mengelola kapital dengan baik, kemungkinan investor akan mulai mempertimbangkan hal ini. Namun setidaknya, EVA dapat digunakan investor untuk memfilter investasinya.

DAFTAR PUSTAKA

Amin Wijaya Tunggal. **Memahami Konsep Economic Value Added (EVA) dan Value Based Management**. Jakarta: Harvarindo, 2001.

John Berry. **ROI Guide: Economic Value Added**. Source: Computerworld, February 17, 2003.

Lukas Setia Atmaja. **EVA, VBM dan Investor**. Majalah SWA, No22/XVIII, 24 Oktober-4 November 2002.

S. David Young dan Stephen F. O'Byrne. **EVA and Value Based Management : A Pratical Guide to Implementation (EVA dan Manajemen Berdasarkan Nilai : Panduan Praktis untuk Implementasi)**. Penerjemah Lusy Widjaja. Jakarta: Salemba Empat, 2001.

Siddharta Utama. **Mencermati "Permainan" EVA**. Majalah SWA, No22/XVIII, 24 Oktober - 4 November 2002.

Teguh Poeradisastra. **Potret Pembusukan Nilai Perusahaan Indonesia**. Majalah SWA, No22/XVIII, 24 Oktober - 4 November 2002.