

**TUGAS AKHIR PROGRAM MAGISTER (TAPM)**

**ANALISIS KINERJA KEUANGAN BUMN PERKEBUNAN  
DAN IMPLIKASINYA TERHADAP PENCIPTAAN NILAI**



**TAPM Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh  
Gelar Magister Manajemen**

**Disusun Oleh :**

**CHAIRUL MULUK**

**NIM. 014706925**

**PROGRAM PASCASARJANA  
UNIVERSITAS TERBUKA  
JAKARTA  
2015**

## ABSTRACT

### **Financial Performance Analysis of Plantation SOE and its Implication on Value Creation**

**Chairul Muluk**

**Indonesian Open University (Universitas Terbuka)**

**cmuluk@yahoo.com**

**Key words :** Financial Metrics, EVA (Economic Value Added), MVA (Market Value Added), CVA (Cash Value Added), FVA (Financial Value Added), SVA (Shareholder Value Added), Value Creation, TSR (Total Shareholder Return), SOE (State Own Enterprise).

Value creation is evaluated to ensure whether paid up capital is compensated by a reasonable return. It is frequently reported company yield a recorded profit, yet resulting in no value. The objective of this research is to evaluate financial performance of a Plantation SOE and its implications on value creation. Research was conducted at Plantation SOE running in agribusiness and agro-industry sector. Research design was a case study, involving 7 (seven) years sample of audited data, and approved by GSHM. Altogether there were 19 coded variables. Methods of analysis were using financial ratio, and index analyses. A Chi Square Non Parametric Statistical Analysis was used to compare expected distribution data against the observed one, and was also used to infer whether changes had occurred. The influence and correlation between financial metrics of interest was analyzed by Correlation and Regression Analysis. The results of this study indicate : Firstly, Chi Square test on the first hypothesis inferred significant increase of conventional financial metrics. Indices were greater than 100, and index analysis on net profit, asset, equity, capital and dividend even were greater than 300; Secondly, the second hypothesis was rejected and it was proved that value creation of EVA, MVA, CVA and FVA had occurred. The average EVA for 7 year was Rp 160 M, MVA was Rp 246 M, and its market value 3,2 fold of its book value. CVA average Rp 1,1 T, indicated the cash value benefited by shareholder, as a surplus obtained from all revenues after deducted by all cost including cost of equity. Furthermore, average EVA was Rp 867 M ; Thirdly, test on the 3<sup>rd</sup> Hypothesis concluded SVA increased significantly. Indices for capital and dividend were 349 and 311 respectively. During the observation, total dividend submitted to shareholder was Rp 1,14 T and at the end of period the capital amounted was Rp 5,47 T. Cumulative profit was Rp 4,07 T and tax contribution was no less than Rp 1 T.; Fourthly, the influence and correlation between conventional financial measures and value added metrics EVA, MVA, CVA and FVA were formulated in the 4<sup>th</sup> Hypothesis. Based on regression analysis and coefficient of determination net profit was a metric that influenced to all value added metrics, while net sales influenced to MVA, CVA dan FVA. ; Fifthly, on the effect and correlation between conventional financial measures and SVA as formulated in the 5<sup>th</sup> Hypothesis, the test shows the influencing metrics were net sales, net profit, asset and equity. All regression,

correlation coefficients are positive and significant; Finally, the significance of value added metrics to the SVA, as stated in the 6<sup>th</sup> hypothesis, was proved. MVA, CVA dan FVA showed highest coefficient of determination to the dividend. EVA did not show any influences to SVA. MVA was the strongest metric that implied to SVA. As a conclusion, financial performance of the BUMN Perkebunan Z is excellent, and value creation process is proved. SVA figures are following : TSR covering share appreciation and dividend yield is Rp 5,9 Million per share; Percentage of value created is 670%; Equity value of rupiah created is Rp 1,873 trillion; and, index invested rupiah value created is Rp 7,7 million per share. To improve the role of value drivers both conceptually and operationally in magnifying value creation, several efforts are required among others : Improving operational efficiency, Building value adding investment, Curtail uneconomic activities and Reducing the cost of capital.



## ABSTRAK

### Analisis Kinerja Keuangan BUMN Perkebunan dan Implikasinya Terhadap

#### Penciptaan Nilai

Chairul Muluk

Universitas Terbuka

[chairulm@yahoo.com](mailto:chairulm@yahoo.com)

**Kata Kunci:** Metrik Finansial, *EVA (Economic Value Added)*, *MVA (Market Value Added)*, *CVA (Cash Value Added)*, *FVA (Financial Value Added)*, *SVA (Shareholder Value Added)*, *Value Creation*, *TSR (Total Shareholder Return)*, *SOE (State Own Enterprise)*, Penciptaan Nilai, BUMN

Penciptaan nilai diperlukan untuk mengetahui apakah modal yang disetorkan mendapat imbal hasil yang sepadan. Masalahnya perusahaan sering dilaporkan membukukan laba, namun ternyata tidak menciptakan nilai. Tujuan Penelitian untuk mengetahui bagaimana kinerja keuangan dan implikasi terhadap penciptaan nilai di BUMN Perkebunan. Penelitian dilakukan di BUMN Perkebunan "Z", yang bergerak dalam bidang usaha Agro Bisnis dan Agro Industri. Desain penelitian adalah studi kasus. Sampel data laporan keuangan selama 7 (tujuh) tahun yang telah diaudit oleh KAP dan disahkan oleh RUPS. Secara keseluruhan terdapat 19 sandi variabel. Teknik analisis laporan keuangan menggunakan Analisis Rasio Keuangan, Analisis Indeks. Metode Statistika Non-parametrik Chi Kuadrat ( $\chi^2$ ) digunakan menguji hipotesis yang membandingkan antara sebaran data aktual (*observed*) dengan sebaran data yang diharapkan (*expected*), sekaligus untuk mendeteksi ada tidaknya perubahan. Hubungan korelasional dan pengaruh antar metrik keuangan dikaji dengan Analisis Korelasi dan Regresi Linear. Hasil Penelitian : Pertama, Uji Chi Kuadrat terhadap hipotesis Ho1 menyimpulkan kenaikan signifikan pada metrik keuangan konvensional. Hasil analisis indeks diatas 100, dan nilai indeks laba bersih, aset, ekuitas, kapital dan dividen lebih dari 300; Kedua, Hipotesis Ho2 ditolak dan terbukti telah terjadi proses penciptaan nilai *EVA, MVA, CVA dan FVA* pada Perseroan. Angka indeks diatas 100. Nilai *EVA* rata-rata selama 7 tahun adalah Rp 160 M, rata-rata *MVA* Rp 246 Milyar, dengan nilai pasar saham Perseroan sudah 3,2 kali nilai buku. Untuk *CVA* rata-rata Rp 1,1 Trilyun, menunjukkan nilai tunai (*cash*) yang dinikmati pemegang saham, sebagai kelebihan dari seluruh pendapatan setelah dikurangi seluruh biaya termasuk biaya ekuitas. Selanjutnya untuk *FVA*, nilai rata-rata adalah Rp 867 M.; Ketiga, Pengujian Hipotesis Ho3 menyimpulkan *SVA* mengalami kenaikan. Angka Indeks untuk modal dan dividen mengalami kenaikan menjadi 349 dan 311. Selama observasi jumlah dividen yang disetor pada pemegang saham adalah Rp 1,14 Trilyun, Modal pada akhir tahun penelitian sudah mencapai Rp 5,47 Trilyun. Sedangkan jumlah laba kumulatif Rp 4,07 T dan kontribusi pajak tidak kurang dari Rp 1 Trilyun. ; Keempat, Pengaruh dan korelasi kinerja keuangan konvensional terhadap metrik Finansial Bernilai Tambah *EVA, MVA, CVA dan FVA* telah diuji

melalui Hipotesis Ho4. Metrik keuangan konvensional yang mempengaruhi secara signifikan terhadap *EVA*, *MVA*, *CVA* dan *FVA* adalah metrik laba bersih. Secara linear sederhana laba bersih mempunyai korelasi yang positif dan nyata serta koefisien determinasi tinggi terhadap variansi *MVA*, *CVA* dan *FVA*. Selain laba bersih, ternyata penjualan bersih juga berpengaruh nyata terhadap *MVA*, *CVA* dan *FVA*. ; Kelima, tentang pengaruh dan korelasi kinerja keuangan konvensional terhadap *SVA* seperti dirumuskan dalam hipotesis Ho5, terbukti secara empirik metrik keuangan yang mempengaruhi adalah penjualan bersih, laba bersih, jumlah aktiva dan ekuitas. Koefisien regresi, korelasi, koefisien determinasi bernilai positif dan signifikan.; Keenam, kesimpulan dari hipotesis Ho6 tentang bagaimana signifikansi pengaruh dan korelasi *EVA*, *MVA*, *CVA* dan *FVA* terhadap Nilai Tambah Pemegang Saham (*SVA*) terbukti metrik yang berpengaruh atau berimplikasi terhadap dividen adalah *MVA*, *CVA* dan *FVA*, dengan angka koefisien determinasi yang tinggi. Sedangkan untuk *EVA* tidak cukup bukti pengaruhnya terhadap kapital maupun dividen selama pengamatan berlangsung. Nilai Tambah Pasar, *MVA*, adalah metrik finansial yang paling mempunyai pengaruh dan berdaya-jelas tertinggi terhadap variansi dividen. Kesimpulan Penelitian membuktikan kinerja keuangan sangat baik dan telah terjadi proses penciptaan nilai (*value creation*) di BUMN Perkebunan Z. Perhitungan *SVA* diperoleh : Pertama, Imbal Hasil Pemegang Saham Total (TSR) yang meliputi apresiasi harga saham dan dividen mencapai Rp 5,9 juta per lembar saham. Kedua, persentase nilai tercipta sebesar 670%. Ketiga, nilai rupiah ekuitas yang tercipta Rp 1,873 Triliun. Keempat, nilai tercipta dari indeks rupiah yang diinvestasikan Rp 7.700.000 per lembar saham. Upaya-upaya yang perlu terus dijalankan untuk meningkatkan peran pemicu nilai tambah yang bersifat konseptual maupun operasional antar lain adalah Peningkatan Efisiensi Operasional, Membangun Investasi Bernilai Tambah, Melepas aktivitas bisnis yang tidak ekonomis dan Menurunkan Biaya Modal.



UNIVERSITAS TERBUKA  
PROGRAM PASCASARJANA  
MAGISTER MANAJEMEN

**PERNYATAAN**

TAPM yang berjudul **ANALISIS KINERJA KEUANGAN BUMN  
PERKEBUNAN DAN IMPLIKASINYA TERHADAP PENCIPTAAN NILAI**  
adalah hasil karya saya sendiri, dan seluruh sumber yang dikutip maupun dirujuk  
telah saya nyatakan dengan benar.

Apabila di kemudian hari ternyata ditemukan  
adanya penjiplakan (plagiat), maka saya bersedia  
menerima sanksi akademik.

Jakarta, 19 Oktober 2015

Yang Menyatakan



TERAI  
MPEL  
DAE3011-001  
0000  
MAGISTER MANAJEMEN

(Chairul Muluk)

NIM 014706925

## LEMBAR PERSETUJUAN TAPM

Judul TAPM : ANALISIS KINERJA KEUANGAN BUMN  
PERKEBUNAN DAN IMPLIKASINYA TERHADAP  
PENCIPTAAN NILAI

Penyusun TAPM : Chairul Muluk

NIM : 014706925

Program Studi : Magister Manajemen

Hari/Tanggal : Minggu, 4 Oktober 2015

Menyetujui :

Pembimbing I

Pembimbing II




Dr. Isfenti Sadalia, SE, ME  
NIP. 196710191993032002

Dr. Khaira Amalia F, SE Ak, MBA, MAPPI  
NIP. 197311202003122001

Mengetahui :

Ketua Bidang Ilmu Ekonomi  
dan Manajemen

Direktur Program Pascasarjana




Mohamad Nasoha, SE., M.Sc.  
NIP. 197811112005011001

Suciati, M.Sc, Ph.D.  
NIP. 195202131985032001



UNIVERSITAS TERBUKA  
PROGRAM PASCASARJANA  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

PENGESAHAN

Nama : Chairul Muluk  
NIM : 014706925  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul TAPM : ANALISIS KINERJA KEUANGAN BUMN  
PERKEBUNAN DAN IMPLIKASINYA TERHADAP  
PENCIPTAAN NILAI

Telah dipertahankan di hadapan Sidang Panitia Penguji TAPM Program Pascasarjana,  
Program Studi Magister Manajemen, Universitas Terbuka pada:

Hari/Tanggal : Minggu, 4 Oktober 2015

Waktu : 14.30 WIB

Dan telah dinyatakan LULUS

PANITIA PENGUJI TAPM

Ketua Komisi Penguji :



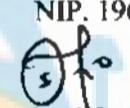
(Dra. Sondang Purnamasari Pakpahan, MA)  
NIP. 196209111998032003

Penguji Ahli :



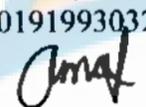
(Prof. Dr. Ir. H. Hapzi Ali, Pre-MSc, MM, CMA)  
NIP. 19662011993021001

Pembimbing I :



(Dr. Isfenti Sadalia, SE, ME)  
NIP. 196710191993032002

Pembimbing II :



(Dr. Khaira Amalia F, SE Ak, MBA, MAPPI)  
NIP. 197311202003122001

## KATA PENGANTAR

Puji dan rasa syukur dipanjatkan kehadirat Allah SWT atas limpahan rahmat, karunia, dan petunjuk-Nya yang senantiasa dicurahkan sehingga penulis dapat menyelesaikan Tugas Akhir Program (TAPM) ini, yang berjudul “**Analisis Kinerja Keuangan BUMN Perkebunan dan Implikasinya Terhadap Penciptaan Nilai**” dengan baik.

Penulis menyadari bahwa sebagai praktisi bisnis dengan aneka kesibukan, maka apa yang telah diraih adalah resultante dari belajar mandiri dan sumbangsih banyak pihak. Oleh karena itu dalam kesempatan ini penulis menyampaikan ucapan terima kasih kepada:

1. Ibu Dr. Isfenti Sadalia, SE, ME dan Ibu Dr. Khaira Amalia, SE, Ak., MBA, MAPPI sebagai Dosen Pembimbing, yang telah membantu dan membimbing dalam menyelesaikan penelitian TAPM, dan Bimbingan Tesis Residensial I dan II. Dra. Sondang Purnamasari Pakpahan, Ketua Komisi Penguji Prof.Dr. Ir. H. Hapzi Ali, Pre-MSc, MM, CMA, Penguji Ahli, yang telah melaksanakan Ujian Sidang.
2. Dosen Tutorial Tatap Muka di Program Magister Manajemen UPBJJ-UT Medan, yang telah memberikan perkuliahan selama hampir 2 tahun, memberikan bahan-bahan masukan untuk diskusi. Bapak dan Ibu Pengelola UPBJJ-UT Medan yang telah memfasilitasi perkuliahan, melaksanakan Ujian Tertulis berbagai Mata Pelajaran, BTR I dan II serta proses penyusunan TAPM ini.
3. Demikian juga kepada Ibu Rektor, Direktur Program Pasca Sarjana, Ketua Bidang Ilmu Ekonomi dan Manajemen beserta semua jajaran UT Pusat yang memberi kesempatan kepada penulis mengikuti Pendidikan MM, pendidikan terbuka dan jarak jauh serta memberikan akses penuh kepada penulis di portal [www.ut.ac.id](http://www.ut.ac.id), sehingga dimanapun penulis sedang berdinamika jauh, tetap dapat mengikuti perkembangan perkuliahan, inisiasi, tugas-tugas tutor baik secara tatap muka maupun secara *online* dan diizinkan bertatap muka di 37 UPBJJ-UT yang tersebar di wilayah Indonesia.
4. Orang tua kami dan semua keluarga yang selalu mendoakan kesuksesan penulis dan istriku tercinta drg. Hj. Okty Niswatussolihah, 2 (dua) buah hati Muhammad Arie Riwanegara, BA, MM, MCM dan Muhammad Ryant Jayadiningrat, B. Com, MM, yang telah rela mengorbankan waktu kebersamaan, setia menanti dengan keikhlasan.

5. Abangda Dr. Ir. Mustafa Abubakar, MS, selaku Mentor, Pembimbing dan Guru sejak masa Kemahasiswaan dilanjutkan Pengembangan karir professional di BUMN; dari siapa penulis banyak memperoleh hikmah berorganisasi, kepemimpinan dan ketauladanan.
6. Tuan Guru Dr. Tanri Abeng MBA, dari siapa penulis banyak menimba ilmu dan pengalaman Manajemen dan Bisnis. Tidak terkecuali kesempatan mengikuti pendidikan ALP angkatan ke-2, selama tahun 2006-2007 yang diselenggarakan oleh ECGL, Erasmus University dan Rotterdam School of Management (RSM). Disanalah penulis memahami trilogy *VVC, Vision-Value-Courage*.
7. Para sahabat dan semua pihak yang telah membantu penyelesaian TAPM ini yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Semoga TAPM ini dapat memberikan manfaat bagi para pihak yang membutuhkan hasil penelitian ini sebagai referensi. Penulis menyadari, apa yang dituangkan dalam TAPM ini jauh dari kesempurnaan, dan disana sini banyak kekurangan. Untuk itu penulis mohon maaf dan maklum setulusnya.

**Medan, 19 Oktober 2015**

**Penulis**

## RIWAYAT HIDUP

Nama : Chairul Muluk  
 NIM : 014706925  
 Program Studi : Magister Manajemen  
 Tempat/Tanggal Lahir : Cianjur, 19-4-1957

### Riwayat Pendidikan

1. Lulus SD, di Sumberporong, Lawang & SD Ciherang I, tahun 1969.
2. Lulus SMP di Cianjur, tahun 1972
3. Lulus SMA di Cianjur, tahun 1975
4. Lulus S-1 di IPB, tahun 1980
5. Lulus S-2 di IPB, tahun 1986
6. Lulus S-3 di University of Kentucky, Lexington USA, tahun 1996

### Riwayat Pekerjaan

1. 1981 -1998 : Pusat Penelitian Perkebunan RISPA (PPKS)
2. 1995-1996 : GRA, UK Lexington, USA
3. 1998-2006 : PT. Perkebunan Nusantara III (Persero) sebagai :
  - a. Kepala Urusan Tanaman
  - b. Kepala Urusan Industri Hilir
  - c. Kepala Bagian Pemasaran
  - d. Kepala Bagian Transformasi Bisnis
  - e. Sekretaris Perusahaan
  - f. CMR, Corporate Management Representative
4. 2006-2012 : Direktur Perencanaan dan Pengembangan PTPN III
5. 2007-2014 : President Commissioner, PT Tiga Mutiara (JV PTPN III dengan Jawala Corporations, Malaysia)
6. 2009-2014 : Komisaris Utama PT Bio Industri Nusantara, Bandung
7. 2012-2013 : Kordinator Konsultan KISM – KEK Sei Mangkei PTPN III
8. 2013- ... : Komisaris PTP Nusantara IX, Semarang.

Medan, 19 Oktober 2015

Chairul Muluk  
 NIM 014706925

## DAFTAR ISI

	<b>Halaman</b>
ABSTRAC .....	i
ABSTRAK .....	iii
LEMBAR PERNYATAAN .....	v
LEMBAR PERSETUJUAN .....	vi
LEMBAR PENGESAHAN .....	vii
KATA PENGANTAR .....	viii
RIWAYAT HIDUP .....	x
DAFTAR ISI .....	xi
DAFTAR BAGAN .....	xv
DAFTAR TABEL .....	xvii
DAFTAR LAMPIRAN .....	xx
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	
A. Latar Belakang Masalah .....	1
A.1. Kinerja Keuangan BUMN Perkebunan .....	1
A.2. Metrik Kinerja Finansial dan Penciptaan Nilai Di BUMN Perkebunan .....	5
B. Perumusan Masalah .....	8
C. Tujuan Penelitian .....	9
D. Kegunaan Penelitian .....	10
<b>BAB II TINJAUAN PUSTAKA</b>	
A. Kajian Teori .....	11
A.1. Kinerja Keuangan Korporasi BUMN .....	11
A.2. Kinerja Keuangan Konvensional dan Berbasis Nilai Tambah .....	13
A.2.a. Metrik Finansial Konvensional .....	13
A.2.b. Nisbah (rasio) Keuangan .....	13

	<b>Halaman</b>
A.3. Paradigma Nilai Tambah .....	14
A.3.a. Manajemen Berbasis Nilai Tambah .....	14
A.3.b. Pemicu Nilai (Value Drivers) .....	17
A.3.c. Nilai Tambah Ekonomi (EVA) .....	19
A.3.d. Nilai Tambah Pasar (MVA) .....	23
A.3.e. Nilai Tambah Tunai (CVA) .....	25
A.3.f. Nilai Tambah Keuangan (FVA) .....	27
A.3.g. Nilai Tambah Pemegang Saham (SVA) .....	29
A. 4. Model Transformasi Bisnis BUMN Perkebunan	
Untuk Mencipta Nilai .....	31
B. Penelitian Terdahulu .....	34
C. Kerangka Berpikir .....	41
D. Hipotesis Penelitian .....	43
E. Definisi Konsep dan Operasional .....	45
<b>BAB III METODE PENELITIAN</b>	
A. Desain Penelitian .....	49
B. Populasi dan Sampel Penelitian .....	49
C. Instrumen Penelitian .....	50
D. Prosedur Pengumpulan Data .....	51
E. Metode Analisis Data	
E.1. Tahapan Pengolahan Data .....	51
E.2. Perhitungan Mctrik Keuangan Nilai Tambah .....	53
E.3. Analisis Laporan Keuangan .....	56
E.4. Analisis Chi Kuadrat ( $\chi^2$ ) .....	56
E.5. Analisis Regresi dan Korelasi Linear .....	58

## Halaman

### BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

#### A. Deskripsi Singkat Objek Penelitian

A.1. Pemasaran .....	63
A.2. Laba .....	64
A.3. Laporan Posisi keuangan .....	65
A.4. Arus kas .....	65
A.5. Kemampulabaan .....	67
A.6. Kinerja Kesehatan Perusahaan .....	69

#### B. Paparan Hasil Penelitian

B.1. Keuangan Konvensional dan Pengujian Ho1 .....	70
B.2. Metrik EVA, MVA, CVA dan FVA dan Pengujian Ho2 .....	76
B.2.a. Nilai Tambah Ekonomi (EVA) .....	77
B.2.b. Nilai Tambah Pasar (MVA) .....	85
B.2.c. Nilai Tambah Tunai (CVA) .....	88
B.2.d. Nilai Tambah Finansial (FVA) .....	91
B.3. Metrik SVA dan Pengujian Ho3 .....	93
B.4. Pengaruh Keuangan Konvensional terhadap EVA, MVA, CVA dan FVA dan Pengujian Ho4 .....	97
B.5. Pengaruh Keuangan Konvensional terhadap Metrik SVA dan Pengujian Hipotesis Ho5 .....	104
B.6. Pengaruh Metrik EVA, MVA, CVA dan FVA terhadap Metrik SVA dan Pengujian Ho6 .....	107

#### C. Pembahasan

C.1. Kinerja Keuangan, Nilai Tambah Produk dan Non-Financial Driver .....	113
C.2. Kinerja Keuangan, Nilai Tambah EVA, MVA, CVA dan FVA	

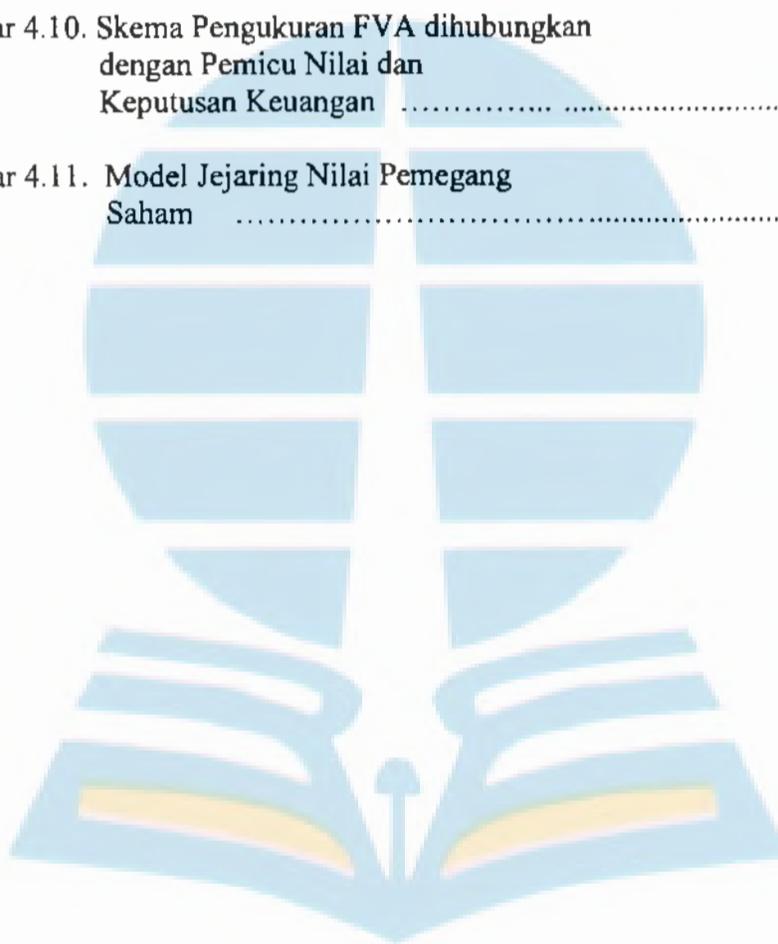
**Halaman**

C.2.a. Problem Perhitungan WACC dalam Penetapan EVA dan CVA .....	116
C.2.b. Fitur Keunggulan dari Nilai Tambah Ekonomi (EVA) .....	120
C.2.c. Fitur Kekurangan dari Nilai Tambah Ekonomi (EVA) .....	128
C.2.d. Upaya Meningkatkan EVA .....	133
C.3. Nilai Tambah Pasar (MVA) Untuk Status PT Persero .....	145
C.4. Perbedaan Mekanik Perhitungan CVA .....	151
C.5. Nilai Tambah Finansial (FVA) .....	155
C.6. Penciptaan dan Upaya Peningkatan SVA .....	161
<b>BAB V KESIMPULAN DAN SARAN</b>	
A. Kesimpulan .....	172
B. Saran .....	178
DAFTAR PUSTAKA .....	179
LAMPIRAN .....	187

## DAFTAR BAGAN

No.	Judul	Halaman
1. Gambar 2.1.	Skema <i>Value Drivers</i> dalam 3 (tiga) Kategori : <i>Financial, Marketing</i> dan <i>Organizational Value Drivers</i> . ....	18
2. Gambar 2.2.	Skema Program Transformasi Bisnis, Upaya Penciptaan Nilai, melalui <i>the Winning Formula, the business success Model dan Strategic Initiative</i> ... ..	33
3. Gambar 2.3.	Diagram Kerangka Berfikir Analisis Kinerja Keuangan BUMN dan Implikasinya terhadap Penciptaan Nilai .....	42
4. Gambar 4.1.	Histogram penjualan Bersih, Laba Bersih, Jumlah Aktiva dan Jumlah Ekuitas selama 7 tahun observasi .....	74
5. Gambar 4.2.	Histogram Rasio Keuangan CR, DER, ROE, ROA dan PM selama 7 tahun observasi.....	74
6. Gambar 4.3.	Histogram metrik finansial EVA (WACC= 13.45%), EVA (WACC=16.245) dan MVA selama tahun periode observasi.....	80
7. Gambar 4.4.	Histogram metrik finansial CVA (WACC= 13.45%), CVA (WACC=16.245) dan FVA selama 7 tahun periode observasi .....	80
8. Gambar 4.5.	Histogram Kapital dan Dividen selama 7 tahun periode pengamatan .....	95
9. Gambar 4.6.	Histogram Pertumbuhan Kapital dan Pertumbuhan Dividen selama 7 tahun periode pengamatan (tahun ke minus 1, sebagai <i>base year</i> ) .....	95

<b>No.</b>	<b>Judul</b>	<b>Halaman</b>
10.	Gambar 4.7. Skema Penetapan Nilai WACC, sebagai Biaya Komposit, berdasarkan Benchmark Industri, Obligasi, MTN, Penelitian Terdahulu, serta Perbandingan Suku Bunga Pinjaman dan Deposito pada Bank Indonesia ...	118
11.	Gambar 4.8. Skema Pengukuran EVA dihubungkan dengan Pemicu Nilai dan Keputusan Keuangan .....	141
12.	Gambar 4.9. Skema Kesejajaran EVA dengan FVA dihubungkan dengan Pemicu Nilai dan Keputusan Keuangan .....	156
13.	Gambar 4.10. Skema Pengukuran FVA dihubungkan dengan Pemicu Nilai dan Keputusan Keuangan .....	159
14.	Gambar 4.11. Model Jejaring Nilai Pemegang Saham .....	164

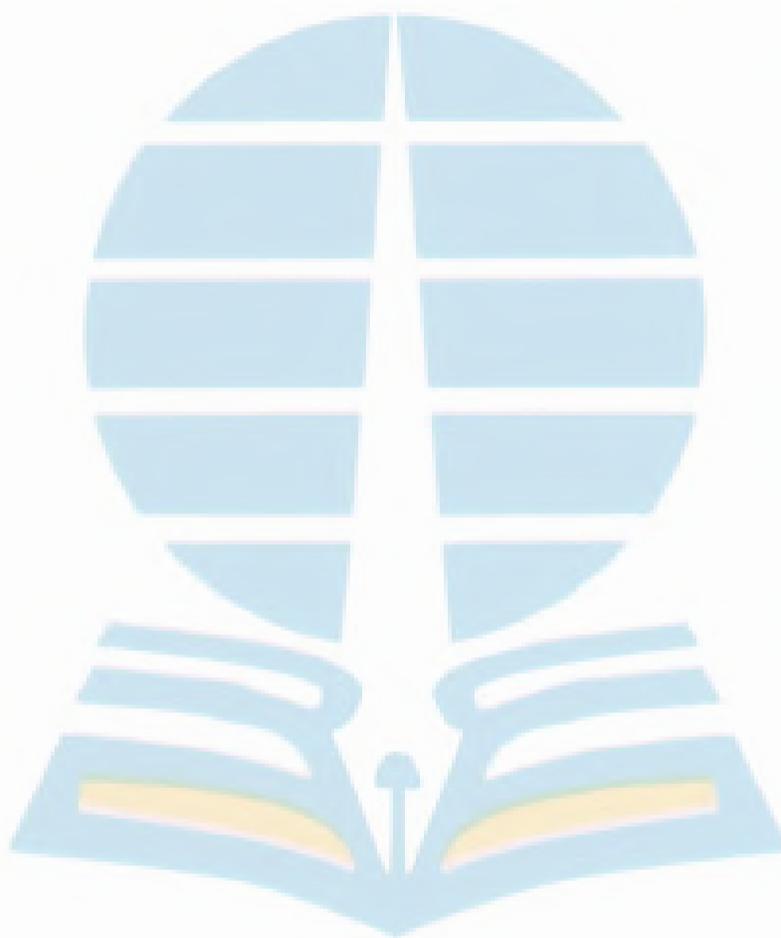


## DAFTAR TABEL

No.	Judul	Halaman
1.	Tabel 1.1. Kinerja Keuangan BUMN Perkebunan selama 7 (tujuh) tahun terakhir (dalam Rp milyar).....	2
2.	Tabel 1.2. Perbandingan Relatif Laba (Rugi) Bersih dan Dividen dari 3 (tiga) sampel BUMN Perkebunan (PTPN) selama periode 2007-2013 (dalam juta rupiah).....	3
3.	Tabel 2.1. Sandi Metrik dan SPSS dan deskripsi 19 metrik finansial sebagai variabel dan satuan dari hasil pengamatan Kinerja Keuangan, Rasio, Nilai Tambah dan Nilai Tambah Pemegang Saham .....	45
4.	Tabel 4.1. Kinerja Keuangan BUMN Perkebunan Z (Persero) selama 3 (tiga) tahun, yang berakhir 31 Desember 2013 (dalam Rp juta).....	63
5.	Tabel 4.2. Posisi Keuangan BUMN Perkebunan Z (Persero) selama 5 (lima) tahun, yang berakhir 31 Desember 2013 (dalam Rp juta).....	65
6.	Tabel 4.3. Laporan Arus Kas BUMN Perkebunan Z (Persero) selama 3 (tiga) tahun (dalam Rp juta) .....	66
7.	Tabel 4.4. Rasio Profitabilitas, Rentabilitas, Likuiditas dan Solvabilitas BUMN Perkebunan Z (Persero) selama 3 (tiga) tahun (dalam %) .....	68
8.	Tabel 4.5. Ikhtisar Metrik Keuangan meliputi Kinerja dan Rasio Keuangan selama periode observasi tahun ke-1 s/d ke-7 .....	73
9.	Tabel 4.6. Ikhtisar Metrik Finansial EVA, MVA, CVA dan FFA selama periode observasi tahun ke-1 s/d ke-7 (dalam Rp juta) .....	79
10.	Tabel 4.7. Ikhtisar Metrik Keuangan EVA dan Komponen dengan WACC 16.24 % dan WACC 13.45% selama 7 tahun (dalam Rp juta) .....	83

No.	Judul	Halaman
11. Tabel 4.8.	Ikhtisar Metrik Keuangan MVA dan Komponen selama 7 tahun (dalam Rp ribu dan juta) .....	86
12. Tabel 4.9.	Ikhtisar Metrik Keuangan CVA dan Komponen dengan WACC 16,24% dan WACC 13,45% selama 7 tahun (dalam Rp juta) .....	90
13. Tabel 4.10.	Ikhtisar Metrik Keuangan Financial Value Added (FVA) dan Komponen selama 7 tahun (satuan dalam juta) .....	92
14. Tabel 4.11.	Ikhtisar Metrik Keuangan Kapital dan Dividen Selama 8 (delapan) tahun observasi (dalam Rp juta) .....	94
15. Tabel 4.12.	Nilai Koefisien Regresi dan Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) dari Analisis Regresi Linear Metrik Keuangan Konvensional sebagai Peubah Bebas ( <i>Independent Variable</i> ) dengan Metrik Finansial Bernilai Tambah sebagai Peubah Terikat ( <i>Dependent Variable</i> ) .....	99
16. Tabel 4.13.	Nilai Koefisien Regresi dan Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) dari Analisis Regresi Linear Metrik Keuangan Konvensional sebagai Peubah Bebas ( <i>Independent Variable</i> ) dengan Metrik Finansial Nilai Tambah Pemegang Saham Peubah Terikat ( <i>Dependent Variable</i> ) .....	105
17. Tabel 4.14	Nilai Koefisien Regresi dan Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) dari Analisis Regresi Linear Metrik Finansial Bernilai Tambah sebagai Peubah Bebas ( <i>Independent Variable</i> ) dengan Metrik Finansial Nilai Tambah Pemegang Saham Peubah Terikat ( <i>Dependent Variable</i> ) .....	108

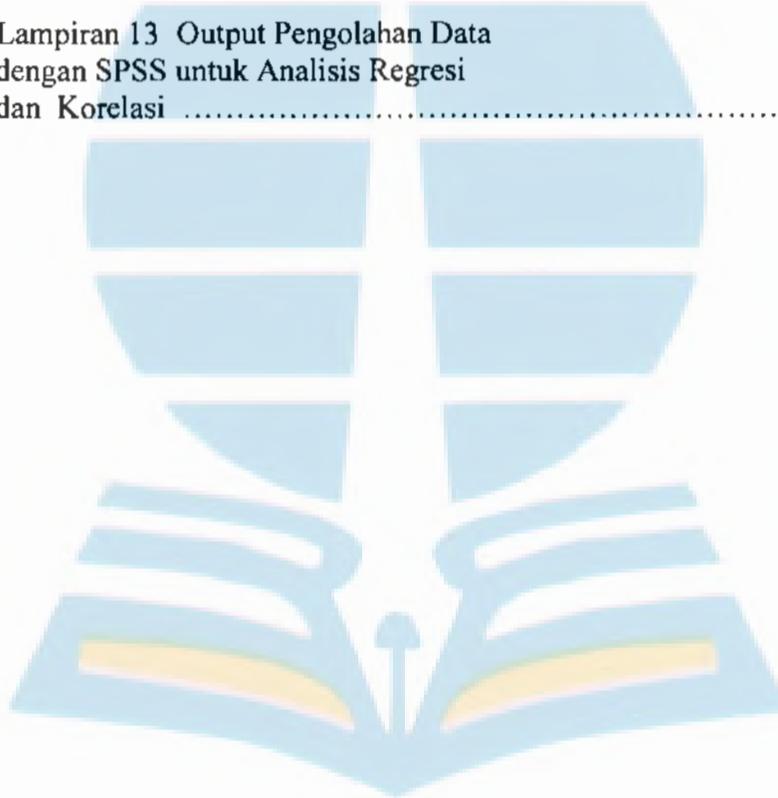
No.	Judul	Halaman
18.	Tabel 4.15. Pengukuran BUMN Perkebunan memiliki Kinerja Keuangan sama namun dengan ROI yang berbeda (angka hipotetik).....	124
19.	Tabel 4.16. Perbaikan Pemicu Nilai Operasi melalui Laporan Laba Rugi .....	137
20.	Tabel 4.17. Perbaikan Pemicu Nilai Operasi melalui Neraca.....	138
21.	Tabel 4.18. Posisi NIBCL dan WCR pada Neraca Reguler dan Neraca EVA.....	154



## DAFTAR LAMPIRAN

No.	Judul	Halaman
1.	Tabel Lampiran 1. Kinerja Metrik Keuangan Penjualan, Laba Bersih, Neraca dan Modal Kerja Selama 7 (tujuh) tahun periode pengamatan.....	188
2.	Tabel Lampiran 2. Kertas kerja Perhitungan Metrik Finansial Earning Before Interest and Tax (EBIT) untuk memperoleh Net Operating Profit After Tax (NOPAT) .....	190
3.	Tabel Lampiran 3. Komponen Metrik Finansial Invested Capital mencakup Pinjaman, Pajak Tangguhan, Hak Minoritas dan Ekuitas (dalam juta) .....	191
4.	Tabel Lampiran 4. Depresiasi Tanaman dan Aset Tetap, Beban dan Aset Lain untuk Perhitungan Nilai Tambah Finansial (FVA) .....	192
5.	Tabel Lampiran 5. Perhitungan Ekuivalen Depresiasi (ED), untuk Menghitung Financial Value Added dari Komoditas Kelapa sawit dan Karet.....	193
6.	Tabel Lampiran 6. Kertas Kerja Perhitungan Rata-rata Tertimbang Biaya Modal (WACC) di BUMN Perkebunan Z .....	197
7.	Tabel Lampiran 7. Daftar Suku Bunga Simpanan Berjangka Rupiah Menurut Kelompok Bank .....	200
8.	Tabel Lampiran 8. Daftar Suku Bunga Pinjaman Berjangka Rupiah Menurut Kelompok Bank .....	201
9.	Tabel Lampiran 9. Hasil Uji Chi Kuadrat ( $\chi^2$ ) terhadap Metrik Finansial : Indikator Kinerja Keuangan Konvensional, Nilai Tambah Dan SVA selama 7 tahun observasi .....	202

<b>No.</b>	<b>Judul</b>	<b>Halaman</b>
10.	Tabel Lampiran 10. Nilai Koefisien Regresi dan VIF Hasil Analisis Regresi Linear Berganda Bagian I (dengan variabel independen X1-X9 terhadap variabel dependen X10-X15) .....	203
11.	Tabel Lampiran 11. Nilai Koefisien Regresi dan VIF Hasil Analisis Regresi Linear Berganda Bagian II (dengan variabel independen X1-X9 terhadap variabel dependen X16-X19) .....	204
12.	Tabel Lampiran 12. Nilai Koefisien Regresi dan VIF Hasil Analisis Regresi Linear Berganda Bagian III (dengan variabel independen X10-X15 terhadap variabel dependen X16-X19) .....	205
13.	Tabel Lampiran 13 Output Pengolahan Data dengan SPSS untuk Analisis Regresi dan Korelasi .....	206



## BAB I PENDAHULUAN

### A. Latar Belakang

#### A.1. Kinerja Keuangan BUMN Perkebunan

Pada saat ini terdapat 14 BUMN (Badan Usaha Milik Negara) di Indonesia yang mendapat suntikan modal dari Negara untuk berusaha di bidang perkebunan. Pemerintah sebagai pemegang saham BUMN menetapkan pengukuran kinerja keuangan pada BUMN Perkebunan sesuai Surat Keputusan Menteri BUMN No. 100/MBU/2002 dan No. 102/MBU/2002 tanggal 4 Juni 2002 (Anonymous, 2002). Penilaian kinerja dan Tingkat Kesehatan BUMN yang ditetapkan berdasarkan Laporan Perusahaan untuk tahun buku yang bersangkutan. Evaluasi itu meliputi aspek Keuangan, aspek Operasional dan aspek Administrasi.

Perkembangan kinerja keuangan BUMN Perkebunan selama 7 tahun terakhir, yang meliputi antara lain aset, pendapatan, laba, dividen, belanja modal dan operasional serta nisbah keuangan NPM dan ROA, seperti dilaporkan pada Annual Report 2007-2013 (Anonymous, 2013) dan portal Kementrian BUMN tertera pada Tabel 1.1. Pendapatan (*sales*) mengalami kenaikan dari Rp 24 Trilyun menjadi Rp 38 Trilyun dengan kenaikan indeks sebesar 155,7. Total Aset juga tumbuh lebih dari dua kali lipat, dari Rp 25 Trilyun menjadi Rp 62 Trilyun. Dividen naik dari Rp 0,5 T menjadi Rp 1,16 T, kenaikan dengan indeks 213,8. Akan tetapi laba (*profit*) mengalami penurunan dibanding tahun dasar dengan pencapaian indeks hanya 57,7. Laba merosot dari Rp 2,39 Trilyun turun menjadi Rp Rp 1,38 Trilyun. Capaian terakhir Rasio keuangan *Net Profit Margin (NPM)* dan *Return On Asset (ROA)* juga masih sangat rendah dibawah 5%.

Tabel 1.1. Kinerja Keuangan BUMN Perkebunan selama 7 (tujuh) tahun terakhir (dalam Rp milyar)

No	Uraian	Total BUMN Perkebunan						
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	Pendapatan	24,641	29,910	29,660	36,188	39,104	37,262	38,377
2	Laba (Rugi) Bersih	2,391	2,895	1,868	3,221	3,722	3,077	1,380
3	Dividen	540	794	536	901	1,307	664	1,156
4	Capital Expenditure	2,778	4,201	4,346	5,675	6,491	8,030	9,349
5	Operating Expenditure	20,711	25,241	26,853	31,519	33,875	34,535	38,138
6	Total Aset	25,039	30,091	33,044	38,915	46,808	54,598	62,122
7	NPM	9.71	9.68	6.30	8.90	9.52	8.26	3.60
8	ROA	9.55	9.62	5.66	8.28	7.95	5.64	2.22

Keterangan :

Sumber ([www.bumn.go.id](http://www.bumn.go.id)), diunduh 22 April 2015 dan Annual Report 2007-2013. Disajikan kembali dg angka *truncated* menjadi satuan milyar.

Dibanding kinerja keuangan pada tahun dasar 2007, Margin Laba Bersih (NPM) dan Imbal Hasil terhadap Aset (ROA) pada tahun 2013 hanya mencapai indeks masing-masing sebesar 37,1 dan 23,2. Berdasarkan Tabel 1.1. terlihat bahwa puncak kinerja keuangan BUMN Perkebunan terjadi pada tahun 2011 dimana pendapatan, laba dan dividen mencapai angka tertinggi. Terlihat juga kinerja keuangan BUMN Perkebunan dalam beberapa aspek menunjukkan

pertumbuhan, namun pada beberapa indikator tidak memperlihatkan kemajuan, dan bahkan pada tiga tahun terakhir ada kecenderungan menurun.

Diantara BUMN Perkebunan tersebut terdapat BUMN yang kinerjanya sangat bagus, namun terdapat juga BUMN yang unjuk kinerjanya kurang memuaskan, seperti tertera pada Tabel 1.2.

Tabel 1.2. Perbandingan Relatif Laba (Rugi) Bersih dan Dividen dari 3 (tiga) sampel BUMN Perkebunan selama periode 2007-2013 (dalam milyar rupiah).

Uraian	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
BUMN A. Laba (Rugi)	48,3	21,2	12,6	19,1	83,2	31,3	(100,7)
Dividen	-	-	-	-	-	-	-
BUMN B. Laba (Rugi)	(56,5)	(108,4)	(49,8)	(46,3)	(168,4)	12,5	(111,3)
Dividen	-	-	-	-	-	-	-
BUMN Z Laba (Rugi)	702,8	844,7	519,8	1.014,4	1.265,5	820,9	367,3
Dividen	75,7	253,4	155,9	304,3	534,2	296,8	311,2

Sumber : ([www.bumn.go.id](http://www.bumn.go.id)), diunduh 22 April 2015. Disajikan kembali.

BUMN Perkebunan A dengan kinerja keuangan cukup baik telah membukukan laba namun tidak pernah menyumbangkan dividen. BUMN Perkebunan B dengan kinerja keuangan tidak memuaskan sama sekali belum pernah memberikan dividen. Pada BUMN Perkebunan Z dengan kinerja keuangan sangat baik terdapat dividen yang cukup besar yang diserahkan kepada negara.

Pertanyaan penting adalah apakah analisis kinerja keuangan yang menghitung laba tersebut juga telah menghitung biaya modal yang disetorkan dan

telah dikembalikan dengan wajar kepada pemilik saham, dengan mempertimbangkan besarnya beban modal (*capital charge*) yaitu biaya modal (*cost of capital*), dan *invested capital*. Seperti paparan Stewart III (1991) dan Young *et al.*, (2001) bahwa modal itu tidak bersifat gratis, ada biaya korbanan atas penggunaan modal tersebut, “*Capital is not free. There is an opportunity cost for the use of capital*”. Oleh sebab itu pula perlu analisis apakah terjadi penciptaan nilai (*value creation*) selama beroperasinya BUMN tersebut, bukan terjadinya laba semata. Tidak jarang dilaporkan kinerja keuangan dengan pembukuan laba, namun setelah dianalisis nilai tambah ekonominya negatif. Demikian juga bahwa laba yang biasa dilaporkan ternyata belum dikoreksi dengan biaya modal (*WACC*) dan *invested capital*. Bahwa pemegang saham dengan mengorbankan modal besar, tentu mengharapkan imbal hasil berupa *Total Shareholder Return (TSR)* yaitu dividen dan apresiasi nilai saham yang tinggi. Perlu selalu diingat bahwa “*A corporation's overriding goal should be the creation of shareholder wealth/value*”.

Dalam melaksanakan analisis kinerja keuangan BUMN Perkebunan adalah penting menilai kinerja ini dengan prinsip keseimbangan faktor kinerja yaitu *Balanced Score Card* (Kaplan dan Norton, 1992) dan dengan menimbang Program Transformasi Bisnis, dimana dalam model kesuksesan berbisnis (*The Success Business Model*), dituangkan keseimbangan 5 dimensi yaitu : Keuangan, Perspektif Proses Bisnis Internal, Perspektif Eksternal Pelanggan, SDM, Pembelajaran dan Pertumbuhan (Muluk, 2012).

## A.2. Metrik Kinerja Finansial dan Penciptaan Nilai di BUMN Perkebunan

Untuk menganalisis kinerja keuangan BUMN Perkebunan terdapat daftar indikator dan aspek keuangan yang diatur meliputi, Imbalan kepada pemegang saham (ROE), Imbalan Investasi (ROI), Rasio Kas, Rasio Lancar (CR), *Collection Periods* (CP), Perputaran Persediaan (ITO), Perputaran Total Asset (TATO) dan Rasio Modal Sendiri terhadap Total Aktiva (*EA ratio*). Sebelumnya pada tahun 1999 Menteri Negara PBUMN (No.: KEP-211/M-PBUMN/1999) ketika itu telah menggariskan tentang laporan Manajemen, yang isinya menegaskan bahwa laporan manajemen harus memuat penjelasan secara kuantitatif dan kualitatif tentang Perhitungan Laba Rugi, Neraca, Penerimaan dan Pengeluaran Kas, Sumber dan Penggunaan Dana, Perubahan Laba ditahan dan Perhitungan Nilai Tambah (*Added Value*).

Menurut seorang peneliti, Helfert (2000) pengukuran kinerja keuangan perusahaan bisa dikelompokkan dalam tiga kategori yaitu: *Earnings Measures*, *Cash Flow Measures*, dan *Value Measures*. *Value Measures* mendasarkan kinerja pada nilai (*value based management*). Di dalam penelitian ini yang dimasukkan dalam kategori *Value Measures* adalah *Economic Value Added* (EVA), *Market Value Added* (MVA), *Cash Value Added* (CVA), *Financial Value Added* (FVA) dan *Shareholder Value Added* (SVA).

Penciptaan nilai tambah (*value added*) adalah sejalan dengan tujuan perusahaan yaitu untuk memaksimalkan nilai pemegang saham (*maximizing shareholder wealth*). Nilai pemegang saham bukan saja berarti laba bersih keuangan (*net profit*), akan tetapi yang semakin sentral adalah metrik finansial EVA, MVA, CVA, FVA serta *Shareholder Value Added* (SVA). Konsep EVA,

lebih mempunyai arti bagi pemegang saham dibanding laporan laba semata, karena EVA lebih mencerminkan *economic profit* ketimbang *accounting profit* (Tunggal, 2008). Pada EVA ini tergambar bukan saja laba bersih sesudah dipotong pajak (NOPAT), namun juga biaya hutang, biaya ekuitas atau dikenal dengan *capital charge* telah mengoreksi untuk memperoleh laba yang sebenarnya. Demikian juga halnya dengan metrik Finansial berbasis nilai tambah keuangan (FVA), nilai tambah tunai (CVA) dan nilai tambah pasar (MVA) mempunyai arti lebih bagi kepentingan pemilik atau pemegang saham

Salah satu masalah yang sering dihadapi perusahaan adalah benturan kepentingan (*Agency Problem*), antara kepentingan pemilik saham perusahaan dengan jajaran pelaksana manajemen perusahaan. Olsen (2002) dalam bukunya "*New Directions in Value Management*" mengutarakan bahwa investor yang banyak permintaan (*demanding investor*) dan pemberi modal rasional meminta imbal hasil yang maksimum. Hal ini harus menjadi pemikiran Manajemen Pelaksana karena disisi lain Manajemen harus memperhatikan organisasi dan manajemen harus memacu prestasi dengan kendala yang dihadapi pada industri, posisi kompetisi yang semakin ketat dan budaya perusahaan yang dinamis. Adalah tugas pengelola meningkatkan Kepentingan Pemilik yang dalam hal ini adalah memaksimalkan nilai pemegang saham, bukan semata-mata memhukukan laba secara akuntansi.

Penciptaan nilai bagi pemegang saham diantaranya dicerminkan pada adanya pertumbuhan aktiva (*asset growth*) dan dividend. Kedua besaran ini dipicu oleh aspek finansial maupun non finansial dan seperti diketahui bahwa yang dimaksud pemicu non finansial adalah pelanggan, proses bisnis internal,

pembelajaran dan pertumbuhan serta pemicu nilai organisasional (Doyle, 2000). Peranan EVA akan menjadi esensial dalam mengatasi benturan kepentingan tersebut.

Dilatarbelakangi juga oleh paradigma baru dalam pengukuran kinerja dan nilai tambah perusahaan, dalam penelitian ini dimasukkan metrik *Financial Value Added* (FVA). Metode baru ini (Rodriguez *et al.*, 2002; Iramani, 2005) merupakan metode yang mempertimbangkan kontribusi dari *fixed assets* dalam menghasilkan keuntungan bersih perusahaan. Metrik FVA menjadi kian menarik karena adanya links antara FVA dengan *value drivers*, dan tipe keputusan manajemen keuangan yaitu : *operation, financing* dan *investment*.

Penelitian ini dilakukan mengingat perlunya *value creation* di BUMN Perkebunan. Aset negara yang telah dipisahkan yang berada pada BUMN dapat ditingkatkan nilainya secara sangat signifikan melalui konsep *value creation* (Abeng, 2006). Diperlukan perbandingan metrik kinerja keuangan konvensional di BUMN Perkebunan dengan metrik keuangan berbasis nilai tambah, sehingga pemegang saham dan investor pada umumnya dapat mengetahui dengan lebih jelas tentang kinerja perusahaan dimana uangnya diinvestasikan. Ukuran kinerja keuangan juga bukan semata didasarkan pada laba bersih atau *net income*, akan tetapi yang lebih penting lagi apakah manajemen perusahaan berhasil memberikan metrik finansial bernilai tambah ekonomi, pasar, kas dan finansial. Sudah barang tentu metrik nilai tambah pemegang saham akan menjadi perhatian (*Shareholder Value Added*) karena kepentingan pemilik dan perusahaan harus simetri. Penciptaan nilai tidaklah terjadi dengan secara kebetulan, namun diperlukan pematapan pola pikir, strategi, program dan evaluasi berkesinambungan.

## B. Perumusan Masalah

Sesuai dengan latar belakang yang telah dikemukakan diatas serta untuk mewujudkan bagaimana tujuan perusahaan akan dicapai, maka diidentifikasi masalah yang dihadapi dalam penelitian ini, yang formulasinya dalam bentuk pertanyaan (Cooper dan Schindler, 2001; Jonker dan Pennink, 2010), dan selanjutnya dibuat pra-anggapan (*hypothesis*) untuk diuji serta selanjutnya dirumuskan solusi yang sesuai. Permasalahan di dalam penelitian ini diejawantahkan dalam bentuk pertanyaan-pertanyaan sebagai berikut:

1. Bagaimana kemajuan kinerja keuangan BUMN Perkebunan selama 7 tahun yang diukur dengan 9 (sembilan) ukuran kinerja keuangan konvensional.
2. Apakah penggunaan metrik finansial berbasis nilai tambah dengan menggunakan *EVA*, *MVA*, *CVA* dan *FVA* memberi makna bagi pertumbuhan perusahaan.
3. Seberapa besar metrik finansial nilai tambah pemegang saham *SVA* (*Shareholder Value Added*) mengalami kenaikan selama periode pengamatan penelitian.
4. Adakah pengaruh dan korelasi kinerja keuangan konvensional terhadap metrik Finansial Bernilai Tambah *EVA*, *MVA*, *CVA* dan *FVA*.
5. Senyata apakah pengaruh dan korelasi kinerja keuangan konvensional terhadap metrik Finansial Nilai Tambah Pemegang Saham (*SVA*)
6. Bagaimana signifikansi pengaruh dan korelasi Metrik Finansial Bernilai Tambah *EVA*, *MVA*, *CVA* dan *FVA* terhadap Metrik Finansial Nilai Tambah Pemegang Saham (*SVA*)

Rumusan permasalahan tersebut selanjutnya dirumuskan dalam hipotesis yang akan diuji secara empiris, diharapkan bisa menjawab masalah inti korporasi yaitu apakah sesungguhnya telah tercipta nilai tambah (*value creation*) bagi perusahaan BUMN Perkebunan selama 7 tahun berlangsungnya proses dan aktivitas manajemen.

### C. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui perkembangan kinerja BUMN Perkebunan selama 7 tahun pengamatan dengan menggunakan pengukuran kinerja keuangan konvensional,
2. Untuk mengetahui kinerja metrik finansial berbasis nilai tambah seperti EVA, MVA, CVA dan FVA.
3. Untuk mengetahui kemajuan nilai tambah pemegang saham (SVA)
4. Untuk mencermati pengaruh atau implikasi kinerja keuangan konvensional BUMN Perkebunan terhadap metrik finansial berbasis nilai tambah EVA, MVA, CVA dan FVA
5. Untuk mencermati pengaruh kinerja keuangan konvensional BUMN Perkebunan terhadap metrik finansial terhadap nilai tambah pemegang saham (SVA).
6. Untuk mencermati pengaruh metrik finansial berbasis nilai tambah EVA, MVA, CVA dan FVA terhadap nilai tambah pemegang saham (SVA).

Dengan demikian secara ringkas Tujuan Penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah telah terjadi penciptaan nilai (*value creation*) di BUMN Perkebunan selama 7 tahun proses manajemen, dan sekaligus untuk mencari

upaya-upaya jangka pendek maupun jangka panjang meningkatkan metrik finansial agar perusahaan dan jajaran manajemen BUMN Perkebunan memberi manfaat, menciptakan nilai (*value creation*) bagi pemilik saham, maupun pemangku kepentingan secara umum

#### D. Kegunaan Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi:

1. Para pengambil keputusan, jajaran manajemen di perusahaan dalam meningkatkan kinerja perusahaan dengan menggunakan pengukuran kinerja keuangan secara optimal.
2. Para investor, pemilik modal agar memahami kinerja keuangan perusahaan bila akan berinvestasi dengan mempertimbangkan biaya dan dana yang telah dikorbankan.
3. Para peneliti, dapat menjadi salah satu rujukan untuk melakukan penelitian lebih lanjut.
4. Penulis, untuk memahami kinerja keuangan dengan menggunakan metrik finansial yang lebih baik dan mengetahui cara-cara efisien dan efektif menjalankan Manajemen Berbasis Nilai (VBM), sehingga road map penciptaan nilai (*Value Creation*) dijalankan dengan baik, dan akhirnya keseimbangan kepentingan pemilik dan pelaksana manajemen perusahaan harus simetris.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### A. Kajian Teori

##### A.1. Kinerja Keuangan Korporasi BUMN

Dasar Korporasi BUMN mengikuti ketentuan UU No. 19 tahun 2003 tentang BUMN dan UU No 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. Sedangkan tentang penilaian kinerja diatur secara operasional melalui SK Meneg BUMN No. 102/2002, Keputusan Menteri BUMN No KEP-100/MBU/2002, tentang Tingkat Kesehatan BUMN yang ditetapkan berdasarkan penilaian terhadap kinerja Perusahaan untuk tahun buku yang bersangkutan yang meliputi penilaian : Aspek Keuangan, Aspek Operasional dan Aspek Administrasi.

Penilaian Tingkat Kesehatan BUMN ditetapkan setiap tahun dalam pengesahan laporan tahunan oleh Rapat Umum Pemegang Saham atau Menteri BUMN. Mekanisme Penilaian diawali dengan penetapan indikator dan penilaian masing-masing bobot. Penilaian Tingkat Kesehatan BUMN sesuai keputusan ini hanya diterapkan bagi BUMN apabila hasil pemeriksaan akuntan terhadap perhitungan keuangan tahunan perusahaan yang bersangkutan dinyatakan dengan kualifikasi "Wajar Tanpa Pengecualian" atau kualifikasi "Wajar Dengan Pengecualian" dari akuntan publik atau Badan Pengawas Keuangan dan Pembangunan. RUPS sebagai lembaga tertinggi didalam struktur korporasi BUMN, menetapkan kontrak kinerja dengan pihak manajemen, yaitu Direksi dan Komisaris. Dalam kontrak kinerja tersebut disepakati target-target yang harus dicapai yang dituangkan kedalam Pernyataan Niat Perusahaan (SCI, *Statement of Corporate Intent*) yang didalamnya ada Petunjuk Kinerja Utama (*Key*

*Performance Indicator*). Pada SCI ini juga di rumuskan tentang strategi-strategi perusahaan dalam mencapai targetnya. Dan tentu saja yang menjadi bahan penggarisan bagi BUMN adalah ketentuan mencapai Kesehatan Perusahaan. Sebagai BUMN, maka semua keputusan RUPS dan Rumusan SCI, KPI dan Strategi, harus sejalan dengan regulasi yang ada. Demikian juga dengan aturan turunan yang diterbitkan oleh Kementrian Negara BUMN dan aturan terkait lainnya harus menjadi acuan dalam menjalankan tata kelola BUMN tersebut.

Salah satu bentuk perwujudan dari KPI adalah Kinerja Keuangan yang terdiri dari kinerja pemasaran yang salah satunya diukur dalam angka-angka pendapatan penjualan (*sale revenues*). Pemasaran sebagai '*top lines*' memberikan pendapatan bagi perusahaan dan setelah dikurangi oleh berbagai biaya akan menghasilkan laba atau rugi (*bottom lines*) bagi perusahaan. Sejalan dengan kinerja dari pendapatan pemasaran ini, dilain pihak aset perusahaan akan mengalami pertumbuhan baik aset lancar maupun aset tetap. Serangkaian dengan aset ini, juga tergambar struktur hutang dan ekuitas di dalam necara perusahaan. Unsur-unsur ini dilengkapi dengan berbagai nisbah atau ratio keuangan mendorong bagaimana kinerja keuangan akan dicapai. Kinerja keuangan pada dasarnya merupakan kinerja antara dan hanya merupakan salah satu dari ukuran kinerja keuangan, khususnya bila dikaitkan dengan prinsip keseimbangan faktor kinerja, *Balanced Score Card* (Kaplan and Norton, 1992).

## A.2. Kinerja Keuangan Konvensional dan Berbasis Nilai Tambah

### A.2.a. Metrik Finansial Konvensional

Kinerja Keuangan diukur dengan metrik finansial yang bersumber dari produksi, penjualan, pengendalian biaya serta tata kelola perusahaan secara menyeluruh. Besaran atau metrik finansial yang diukur biasanya adalah ukuran kerja keuangan konvensional yaitu : Penjualan Bersih (*Net Sales*), Laba Bersih (*Net Profit*), Jumlah Aktiva (*Assets*), Jumlah Ekuitas (*Equity*), Rasio Lancar (*Current Ratio*), Rasio Kewajiban terhadap Ekuitas (*DER*), Imbal hasil dari total ekuitas (*ROE*), Imbal hasil dari total aktiva (*ROA*) dan Margin Laba (Brigham *et al.*, 1999; 2002; 2005; Ross *et al.*, 1999). Beberapa kriteria juga dijadikan patokan untuk masuk ke kelas dunia versi FORBES 2000 yang biasa disebut SPAM, *Sales, Profit, Asset dan Market Value* ([www.forbes.com](http://www.forbes.com))

### A.2.b. Nisbah (ratio) Keuangan

Analisa nisbah atau rasio-rasio keuangan yang diuraikan oleh Brigham *et al.*, (2002, 2005 p. 443), yaitu :

- a. Rasio Likuiditas (*Liquidity*), menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menutupi hutang jangka pendeknya dengan menggunakan aset-aset lancarnya. Rasio yang digunakan adalah Rasio Lancar (*Current Ratio*).
- b. Rasio Manajemen Hutang (*Debt Management*), menunjukkan resiko perusahaan yang tercermin dari perbandingan antara sumber pendanaan dari kewajiban terhadap sumber pendanaan dari Ekuitas. Rasio yang digunakan adalah Total kewajiban pada Total Ekuitas (*DER*)
- c. Rasio Profitabilitas atau Keuntungan (*Profitability*), menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari modalnya sendiri (ekuitas).

Rasio yang digunakan adalah Imbal Hasil pada Ekuitas atau *Return On Equity (ROE)*.

d. Rasio Manajemen Aset (*Asset Management*), menunjukkan seberapa banyak laba bersih yang bisa diperoleh dari seluruh kekayaan yang dimiliki perusahaan, karena itu dipergunakan angka laba setelah pajak dan (rata-rata) kekayaan perusahaan. Rasio yang digunakan adalah Rasio *Return On Assets (ROA)*

e. Margin Laba Bersih/*Net Profit margin (NPM)*, rasio ini menunjukkan berapa besar persentase pendapatan bersih yang diperoleh dari setiap penjualan. Rasio ini menyatakan semakin besar rasio maka semakin baik kinerja keuangan karena kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba cukup tinggi. Dengan laba yang tinggi berarti kemampuan perusahaan mengendalikan biaya-biaya (*cost control*). *Profit Margin* menandakan kelebihan pendapatan penjualan dikoreksi dengan biaya yang dikeluarkan.

### A. 3. Paradigma Nilai Tambah

#### A.3.a. Manajemen Berbasis Nilai Tambah

Young *et al.*, (2001) dalam bukunya "*EVA and Value Based Management*" menjelaskan mengenai Manajemen Berbasis Nilai Tambah (VBM). VBM adalah penjabaran proses dan sistem manajemen utama meliputi perencanaan strategis, alokasi modal, pengukuran kinerja, kompensasi insentif, komunikasi yang didalamnya diharuskan ada penciptaan nilai (*value creation*).

VBM adalah suatu pendekatan manajerial yang tujuan utamanya ialah memaksimalkan kekayaan pemilik saham dalam jangka panjang (Arnold, 2000). Unsur-unsur tujuan perusahaan, sistem, strategi, proses, teknik analisis,

pengukuran kinerja dan budaya telah dan harus berpegang pada sasaran memaksimalkan kekayaan pemilik saham. Menurut Arnold (2000) ada tiga elemen kunci VBM yaitu Kekayaan pemilik saham jangka panjang ditetapkan sebagai tujuan utama (*paramount*); Banyaknya uang yang dicurahkan pemilik saham untuk investasi modal, lini produk, SBU dan perusahaan secara keseluruhan harus dikuantifikasi, dan oleh karena itu sebuah nilai hanya dapat tercipta jika suatu imbal hasil jauh lebih besar daripada biaya korbanan dari dana yang digunakan; Metriks internal digunakan untuk apraisal kedepan dan untuk pengukuran kinerja investasi modal dan lini produk masa lalu.

Strategi SBU dan strategi korporasi harus memberi informasi dan dorongan dalam mencapai tujuan maksimalisasi kekayaan Pemilik Saham. Sebaliknya metriks eksternal harus memberi peluang evaluasi yang transparan dan akurat terhadap capaian masa lalu dan merefleksikan potensi penciptaan nilai masa depan.

Selain VBM dikenal juga konsep yang mirip yang disebut *Value Management*. Knight (1998; 2015) menyebut *Value Management* sebagai cara memfokuskan manajer kepada strategi perusahaan agar mencapai penajajaran lebih baik dan mencipta nilai. Mengelola nilai berarti menggunakan kombinasi yang benar antara modal dan sumberdaya lain untuk memperoleh arus dana dari hasil berniaga. Manajemen nilai bukanlah peristiwa yang muncul sekali dalam setahun, atau yang muncul seketika. Sebaliknya *Value Management* adalah proses yang terus berlangsung selama ada investasi, operasi pengambilan keputusan, teristimewa kepada fokus kegiatan penciptaan nilai. Knight (2015)

mengelompokkan lima jenis VBM yaitu *VB Goal-setting*, *VB Strategy*, *VB Decision making*, *VB Performance Measure* dan *VB Compensation Strategy*.

Berdasarkan pandangan-pandangan tersebut diatas, maka dapat diringkaskan bahwa VBM adalah suatu paradigma dimana semua jajaran di dalam perusahaan mulai dari yang terendah hingga yang teratas, menyadari bagaimana pemikiran dan upaya-upaya dilaksanakan untuk memberikan sumbangsih pada nilai perusahaan (*corporate value*). Proses dan sistem bisnis harus diarahkan pada penciptaan nilai (*value creation*).

Nilai (*value*) didefinisikan oleh Young *et al.*, (2001) sebagai nilai kiwari (*present value*) dari semua arus dana bebas (FCF, *Free Cash Flow*) mendatang.

$$\text{Value} = \frac{\sum_{i=1, \dots, n}^n \text{FCF}_i}{(1 + \text{CoC})^i}$$

CoC adalah *cost of capital*. Nilai akan tercipta sepanjang manfaat jauh lebih besar dari korbanan. Sementara itu batasan nilai menurut Knight (1998) adalah

$$\text{Value} = \frac{\sum_{i=1, \dots, n}^n \text{Cash Flow}_i}{(1 + r)^i}$$

Tingkat diskonto dilambangkan dengan huruf "r".

Dalam bukunya, Knight (1998) memaparkan salah satu tema penting dalam penciptaan nilai, yaitu "*Why manage for Value*". Ia mensenaraikan alasan-alasan mengapa harus mengelola demi nilai. Tiga alasan terpenting adalah : " *to prevent undervaluation of the stock, to encourage value-creating investment dan to balance short and longterm trade-off*". Dalam paparan yang lebih populer,

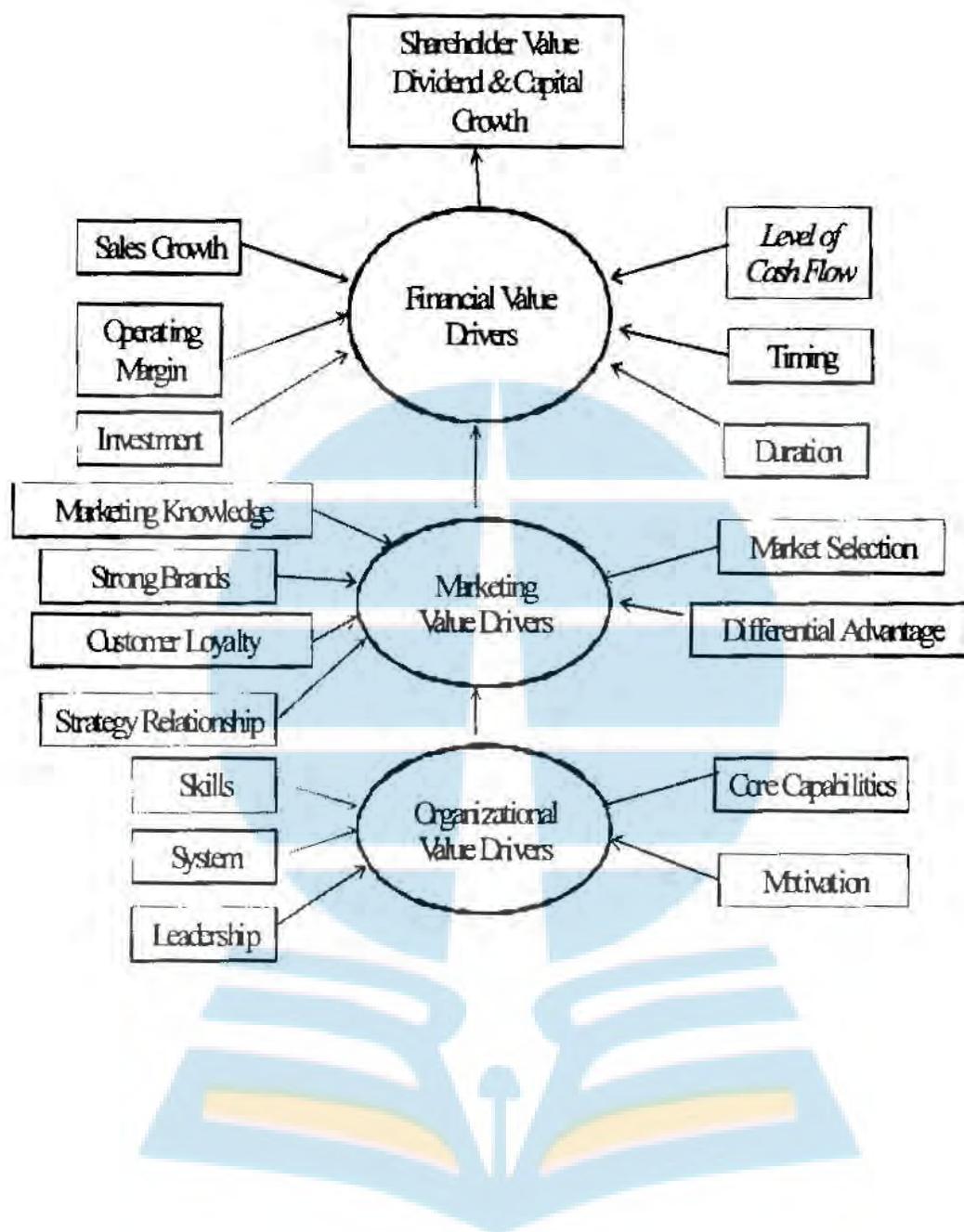
perbedaan antara harga dan nilai yaitu harga adalah apa yang anda bayar, sedangkan nilai adalah apa yang anda dapat. Demikian Warren Buffet pernah berujar tentang harga dan nilai.

VBM telah menunjukkan bagaimana setiap keputusan yang dibuat oleh Tim Manajemen dapat menciptakan nilai pemegang saham secara konsisten dan sekaligus menciptakan *corporate value*. Dengan VBM juga dibangun keseimbangan antara keputusan jangka pendek dan jangka panjang, trade-off antara memacu pertumbuhan tinggi dengan meningkatkan laba (Knight, 2015).

#### A.3.b. Pemicu Nilai (*Value Driver*)

Pemicu nilai, pengendali nilai atau poros penggerak nilai (*value drivers*) telah menarik perhatian banyak pakar dan pelaku bisnis. Pemaknaan dan pemberian batasan telah disajikan oleh beberapa pakar. Knight (1998) mendefinisikan pemicu nilai sebagai faktor-faktor operasi yang mempunyai pengaruh sangat besar terhadap hasil keuangan maupun hasil operasional, yang sangat mempengaruhi keberhasilan operasional dan keuangan. Pemicu nilai terdapat di seluruh bagian perusahaan baikpun pengembangan produk, pemanufakturan, penjualan, pemasaran, SDM dan administrasi.

Sementara itu Stern *et al.*, (2001) menjelaskan bahwa *value drivers* sebagai unsur-unsur produksi dan proses penjualan yang memberi sumbangsih terhadap nilai ekonomi. Dalam bukunya "*Value-based marketing, marketing strategies for corporate growth and share holder value*", Doyle (2000) membedakan *value drivers* kedalam tiga kategori yaitu : *Financial Value Drivers*, *Marketing Value Drivers* dan *Organizational Value Drivers*. Kategori 3 *value drivers* ini tertera pada Gambar 2.1.



Gambar 2.1. Skema *Value Drivers* dalam 3 (tiga) Kategori : *Financial, Marketing dan Organizational Value Drivers* (Sumber : Doyle, 2000).

Pakar lain menggolongkan pemicu nilai (*value drivers*) kedalam dua kategori (Young *et al.*, 2001), yaitu *financial driver* dan *non-financial driver*. Menurut Young *et al.*, (2001), *non-financial drivers* adalah lebih penting mengingat merupakan prediktor EVA masa yang akan datang yang lebih baik daripada EVA sekarang atau komponen dari EVA sekarang. Pada beberapa kasus kita lihat bahwa bobot *non-financial value drivers* sangat dominan.

### A.3.c. Nilai Tambah Ekonomi (EVA)

Konsep laba ekonomi (*Economic Profit*) awal mulanya diperkenalkan oleh Alfred Marshal lebih dari 100 tahun yang lalu, tepatnya pada tahun 1890 yang dituangkan dalam bukunya yang berjudul "*Principle of Economics*". Konsep laba ekonomi ini kemudian pada tahun 1990-an dipopulerkan oleh sebuah perusahaan konsultan Stern Stewart dengan nama Economic Value Added, yang selanjutnya dipatenkan dengan merk dagang EVA (Young *et al.*, 2001),

Nilai Tambah Ekonomi atau *Economic Value Added*, yang biasanya disingkat EVA adalah ukuran kinerja manajemen yang menggabungkan penggunaan laporan keuangan perusahaan dengan teori keuangan perusahaan modern (Hong *et al.*, 2005). Seperti dinyatakan Tunggal (2008) EVA seringkali disebut *economic profit* (istilah dari McKinsey) atau laba ekonomi karena laba yang diperoleh telah memasukkan bukan hanya biaya hutang namun juga tuntutan imbal hasil (*return*) dari pemegang saham. Pada prinsipnya EVA melihat berapa kemampuan perusahaan menghasilkan kelebihan laba dibandingkan yg dituntut oleh investor-investornya atau oleh pemegang saham.

Dalam bukunya "Management Challenges for 21<sup>st</sup> Century", Drucker (1999, p 117) memberi catatan penting terhadap EVA dengan kutipan sbb :

*" ... By measuring the value added over all costs, including the cost of capital, EVA measures, in effect, the productivity of all factors of production. It does not, by itself, tell us why a certain product or a certain service does not add value or to do about it. But it shows us what we need to find out what works. It does show which products, services, operations or activities have unusually high productivity and add unusually high value. Then we should ask ourselves, "What can we learn from these successes ?"*

Drucker dalam bab bahasan mengenai *Information Challenges*, mengupas tentang *Productivity Information*. Ia menyatakan bahwa mengukur produktivitas memerlukan data mengenai Produktivitas Total Faktor (*Total-Factor Productivity*, TFP). Kebutuhan TFP seiring dengan berkembangnya EVA. EVA didasarkan pada pengetahuan yang telah lama dirasakan yaitu bahwa apa yang biasanya disebut laba, ternyata acapkali bukan laba, dan sebaliknya hanyalah biaya. Sebuah bisnis dikatakan beroperasi di wilayah kerugian, sampai ia memberi imbal hasil yang jauh lebih besar daripada biaya modalnya. Bila tidak dicapai imbal hasil yang lebih besar dari biaya modal, berarti bisnis tersebut tidak menciptakan kekayaan, malah bisa dikatakan bersifat destruktif. EVA yang mengukur nilai tambah dari seluruh biaya, juga mengukur produktivitas semua faktor produksi. EVA secara sendiri tidak mengkaji mengapa produk tertentu atau jasa tertentu tidak mencipta nilai, atau menambah nilai. Akan tetapi EVA menunjukkan mana produk, jasa, operasi atau aktivitas yang mempunyai produktivitas dan menambah nilai yang sangat tinggi.

Pengertian EVA telah dikemukakan oleh beberapa pakar sebagai berikut : Thakor (2000) mendefinisikan EVA sebagai pendapatan dikurangi biaya langsung termasuk pajak, dikurangi biaya korbanan penggunaan modal. Disingkat sebagai

selisih antara laba sesudah pajak dengan biaya korbanan (*opportunity cost*) penggunaan modal. Selanjutnya Young *et al.*, (2001) membatasi EVA dengan laba bersih setelah pajak (NOPAT) dikurangi biaya modal (*capital charge*). NOPAT sendiri diturunkan dari Laporan Laba Rugi (P&L), sedangkan *capital charge* yang merupakan penggandaan *invested capital* dengan *cost of capital*, diturunkan dari neraca (B/S).

Arnold (2000) menyebut EVA sebagai varian dari laba ekonomi, sebuah istilah modern untuk *residual income*. Arnold mengemukakan dua pendekatan dalam menghitung Laba Ekonomi yaitu pertama sama dengan (return on capital – WACC) dikali dengan *invested capital* dan pendekatan kedua yaitu sama dengan (*operating profit before interest and after tax*) dikurangi (*invested capital x WACC*).

Definisi lain menyebutkan EVA adalah ukuran kinerja manajemen internal, yang membandingkan *net operating profit* terhadap *total cost of capital* (Reilly and Brown, 2000). Dalam rumus perhitungan EVA adalah *adjusted operating profit before taxes, minus cash operating taxes*, yang setara dengan *Net Operating Profits Less Adjusted Taxes (NOPLAT) minus the dollar cost of capital*.

Dierks (2000) menyatakan EVA adalah suatu ukuran kinerja keuangan yang menggabungkan konsep residual income dengan prinsip-prinsip keuangan korporasi modern. Secara khusus dikemukakan bahwa setiap modal mengandung biaya, dan bahwasanya laba haruslah lebih besar dari biaya modal tadi, agar menciptakan nilai bagi pemegang saham. Perusahaan-perusahaan yang secara konsisten menghasilkan EVA tinggi adalah perusahaan dengan kinerja tinggi yang amat dihargai dan dihormati oleh para pemegang saham. Bentuk formula EVA

menurut Dierks adalah :  $EVA = (r - C^*) \times \text{Capital}$ . Sedangkan  $r$  adalah rate of return,  $C^*$  adalah cost of capital (WACC).

Selanjutnya Helfert (2000) mendefinisikan EVA sebagai wujud sebuah tolok ukur (*a yardstick*) untuk mengevaluasi apakah bisnis menghasilkan laba diatas biaya modal atas modal yang digunakannya.  $EVA = \text{NOPAT} - C \times k$ , ( $C = \text{capital based employed}$ ,  $k = \text{WACC}$ ).

EVA menurut Knight (1998) adalah "*thinking through how you will create value*". Nilai yang dimaksud tidak hanya dibatasi pada kemakmuran yang diciptakan untuk pemegang saham perusahaan melalui apresiasi harga saham dan pemberian dividen, akan tetapi juga untuk kepentingan para manajer, pelanggan, pemasok, pekerja, komunitas dan para pemangku kepentingan secara keseluruhan.

Perusahaan yang meraih EVA positif telah menambah nilai investasi bagi investornya. Dengan kata lain, perusahaan dengan EVA positif berhasil menciptakan nilai bagi investornya. Sebaliknya perusahaan dengan EVA negatif berarti telah menghancurkan investasi dari investor hutang dan ekuitas nya. Dengan memahami konsep penciptaan dan penghancuran nilai sehubungan dengan EVA, kita bisa merumuskan nilai perusahaan dihubungkan dengan EVA sebagai berikut : Jika EVA lebih besar dari nol berarti Ada Nilai Tambah (ANITA) ekonomis bagi perusahaan; Jika EVA kurang dari nol berarti tidak ada NITA ekonomis bagi perusahaan; dan jika  $EVA = 0$  hal ini menunjukkan posisi impas karena laba telah digunakan untuk membayar kewajiban kepada penyandang dana baik kreditur maupun pemegang saham.

Poornima *et al.* (2015) menguraikan konsep EVA bagi dunia korporasi. EVA menjadi semakin penting peranannya dalam menciptakan nilai bagi

pemegang saham dan sekaligus sebagai ukuran kinerja bagi perusahaan. Hasil studinya menyeneraikan ranking 50 perusahaan berdasarkan rata-rata nilai EVA, dan menyimpulkan bahwa ROIC (return on Invested Capital) mempunyai pengaruh yang sangat signifikan terhadap EVA

#### A.3.d. Nilai Tambah Pasar (MVA)

Kekayaan atau kemakmuran pemegang saham dapat dimaksimumkan dengan kenaikan nilai pasar dari modal perusahaan di atas nilai modal yang disetor pemegang saham secara maksimal. Paradigma kenaikan ini diungkap dalam konsep *Market Value Added* (MVA). MVA adalah konsep sangat erat kaitannya dengan EVA. Pengukuran MVA menilai dampak atas kemakmuran pemegang sahamnya sejak perusahaan tersebut berdiri yang berbanding lurus dengan akumulasi EVA (Brigham *et al.*, 2005).

Menurut Young *et al.*, (2001) nilai pasar atau *Market Value* adalah *future value of future FCFs* merupakan perjumlahan antara *invested capital* dengan *present value of future EVA*. *Invested capital* sendiri adalah sama dengan terminologi *capital employed* dalam literatur lain. Sedangkan arus kas bebas (*Free Cash Flows, FCFs*) adalah  $EBIT(1-T) + depreciation - investment$ . MVA sangat bergantung (*dependent*) pada EVA, yaitu sebagai *Net Present Value of Future EVA*, seperti tertera pada rumus berikut :  $MVA = EVA_1/(1+WACC) + \dots + EVA_n/(1+WACC)^n$ . Formula *future value* ini dapat diucapkan dalam persamaan sebagai berikut (Young *et al.*, 2001; Brigham *et al.*, 2005)

$$MVA = \frac{\sum EVA_i}{(1+WACC)^i} \quad i = 1, \dots, n$$

Semakin besar EVA, maka MVA juga akan semakin besar. Dan sebaliknya bila nilai EVA merosot, maka nilai MVA juga merosot. MVA berbanding terbalik dengan WACC. Bila perusahaan dapat memperoleh sumber pendanaan dengan WACC rendah, maka MVA akan tinggi. Helfert (2000) mendefinisikan MVA sebagai *Market Value* dikurangi *invested capital*.

Dalam penelitian ini juga diperhatikan metode perhitungan MVA berdasar formula Dierks (2000) yaitu MVA sama dengan (Harga Saham Pasar x Jumlah Saham) dikurangi (Harga Saham Nilai Buku x Jumlah Saham) atau MVA sama dengan (Nilai Pasar Saham Biasa dikurangi Nilai Saham Nominal) dikalikan Jumlah Saham Beredar. Definisi MVA menurut Dierks diatas dihitung dengan cara mengalikan jumlah saham yang beredar dengan selisih antara harga pasar saham dengan nilai buku ekonomis per lembar saham. Dengan demikian, MVA adalah selisih mutlak antara nilai pasar perusahaan dengan modal yang diinvestasikan. MVA bernilai positif jika nilai pasar perusahaan lebih besar daripada modal yang diinvestasikan, berarti kekayaan bagi pemegang saham telah diciptakan. Sebaliknya MVA negatif jika nilai pasar perusahaan lebih kecil daripada modal yang diinvestasikan, berarti kekayaan pemegang saham telah dimusnahkan (*destroyed*).

Penciptaan suatu nilai sesuai dengan konsep MVA yaitu memaksimumkan kesejahteraan pemegang saham yang dilakukan dengan memaksimumkan selisih antara *market value of equity* dengan jumlah yang ditanamkan investor ke dalam perusahaan. Tujuan utama perusahaan adalah memaksimumkan kesejahteraan pemegang saham (*maximizing shareholder value*) yang dilakukan dengan memaksimumkan MVA. Dengan demikian, MVA harus menjadi tujuan utama

oleh perusahaan yang menitikberatkan pada kesimetrian kemakmuran *shareholder* dan pengembangan nilai bagi semua pemangku kepentingan perusahaan.

#### A.3.e. Nilai Tambah Tunai (CVA).

Nilai Tambah Tunai/*Cash value added* (CVA) secara prinsip hampir sama dengan *economic value added* (EVA) Perbedaannya hanyalah dalam menentukan laba dan jumlah kapital dari perusahaan. EVA menggunakan berbagai macam penyesuaian terhadap laba operasi dan jumlah kapital, sedangkan CVA mendasarkan perhitungan pada aliran kas. Teknik CVA ini akan memberikan investor ide berupa kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas dari satu periode ke periode lain. Secara umum, semakin tinggi CVA semakin baik bagi perusahaan dan bagi investor ([www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)).

CVA memakai aliran kas sebagai dasar perhitungan. Dengan hanya melihat pada aliran kas yang benar-benar terjadi, distorsi akuntansi dapat dihilangkan. Dengan demikian, perhitungan CVA akan menunjukkan seberapa besar perusahaan dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham, yaitu selisih antara kas yang berasal dari operasi dengan nilai penggantian aset dan biaya kapitalnya.

Hejazi *et al.*, (2007) menyebutkan bahwa rumusan CVA sangat sederhana rancangannya yaitu hanya memasukkan elemen-elemen cash. Metode perhitungan CVA adalah dengan mengurangi *operating cash flow* oleh *operating cash flow demand* nya.

$$CVA = OCF - OCF \text{ demand,}$$

Sedangkan OCF terdiri dari *EBDIT*, *Working capital movement* dan *non-strategic investment*. Dalam Formula ini juga ditemukan Variabel-variabel yang

mempengaruhi CVA. CVA dihitung dengan mengurangi aliran kas yang berasal dari operasi dengan depresiasi ekonomis dan biaya kapital. Aliran kas dan operasi merupakan jumlah uang yang benar-benar didapat perusahaan karena melakukan aktivitas operasi perusahaan. Dengan demikian, aliran kas ini tidak terdistorsi dengan metode pencatatan akumulasi. Depresiasi ekonomis dihitung berdasarkan asumsi-asumsi umur ekonomis asset merupakan umur pakainya, perkiraan laju inflasi selama umur ekonomis asset dan tingkat biaya kapital tidak berubah selama umur ekonomis asset tersebut.

Menurut Knight (1998) CVA termasuk ukuran imbal hasil (*return*), seperti halnya ROE (*return on equity*), RONA (*return on net asset*), ROCE (*return on capital employed*), ROGA (*return on gross asset*) dan EVA (*Economics Value Added*). Sedangkan ukuran profitabilitas meliputi EBITDA, EBIT, NOPAT, *Net Income* dan EPS (*Earnings per Share*). Dalam hal CVA sebagai metrik atau ukuran (*Measure*), maka derivasi rumusnya adalah :

Derivasi dari Income statement :

$$\text{Revenues} - \text{expenses} = \text{EBITDA} - \text{depreciation} - \text{amortization} =$$

$$\text{EBIT} \times (1 - \text{tax rate}) = \text{NOPAT} + \text{depreciation} = \text{GOPAT}.$$

Derivasi dari Balance Sheet :

$$\text{Total Assests} - \text{NIBCL} + \text{accumulated depreciation} = \text{Gross Assests}$$

Perhitungan CVA :

$$\text{CVA} = \text{GOPAT} - (\text{Cost of Capital} \times \text{Gross Assests}).$$

Perlu diperhatikan bahwa NOPAT adalah *Net Operating Profit after Tax excludes non-operating income and expense*. Dan GOPAT adalah *Gross Operating Profit after Tax yang setara dengan NOPAT + depreciation*.

Selanjutnya pada perhitungan *Gross asset* diatas terdapat NIBCL (*Non-interest Bearing Current Liabilities*), yaitu pinjaman jangka pendek tanpa bunga yang meliputi hutang dagang, biaya yang masih harus dibayar, hutang pajak, uang muka pelanggan dsb). NIBCL ini juga menjadi unsur yang dikeluarkan (*exclude*) dalam perhitungan *invested capital* untuk memperoleh EVA. Elemen dari *invested capital* adalah Kas + WCR + aktiva tetap. Keberadaan WCR, *working capital requirement* dalam perhitungan EVA, dan NIBCL dalam perhitungan CVA, membawa kita pada penjelasan tentang neraca reguler dan neraca EVA (Young *et al.*, 2001)

#### A.3.f. Nilai Tambah Finansial (FVA)

Nilai Tambah Finansial/ *Financial Economic Value Added* atau lebih singkat disebut *Financial Value Added* (FVA) merupakan metode baru dalam mengukur kinerja dan nilai tambah perusahaan. Metode ini mempertimbangkan kontribusi dari *fixed assets* dalam menghasilkan keuntungan bersih perusahaan. Secara matematis pengukuran FVA dinyatakan sebagai berikut (Rodriquez *et al.*, 2002):

$$FVA = NOPAT - (ED - D)$$

Sedangkan :

FVA = *Financial Value Added*

NOPAT = *Net Operating Profit After Taxes*

ED-D = *Equivalent Depreciation - Depreciation*

Interpretasi dari hasil pengukuran FVA dapat dijelaskan sebagai berikut:  
Jika  $FVA > 0$  hal ini menunjukkan Ada Nilai Tambah (ANITA) finansial bagi

perusahaan; Jika  $FVA < 0$  hal ini menunjukkan tidak terjadi nilai tambah finansial bagi perusahaan; Jika  $FVA = 0$  hal ini menunjukkan posisi impas.

Perusahaan tentunya akan berusaha untuk memiliki nilai tambah finansial bagi perusahaan dimana  $FVA > 0$ , hal ini terjadi manakala keuntungan bersih perusahaan dan penyusutan dapat mengcover *equivalent depreciation (ED)* atau ketika  $(NOPAT+D)$  lebih besar dari ED. Jika ini tercapai maka perusahaan dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham karena FVA bernilai positif.

Dengan menggunakan konsep *Break Even Point (BEP)*, maka berdasarkan pengukuran FVA diatas, dapat diketahui pada tingkat penjualan berapa unit perusahaan akan mencapai BEP. Dari interpretasi FVA telah diketahui bahwa perusahaan menunjukkan posisi impas pada saat  $FVA = 0$ . Dengan demikian BEP (*Break Even Point*) dari FVA dapat dihitung sebagai berikut (Rodriguez *et al.*, 2002):

$$\begin{aligned}
 FVA &= NOPAT - (ED - D) = 0 \\
 \{(P \times Q - VC \times Q - FC - D) \times (1 - t)\} - \{ED - D\} &= 0 \\
 Q &= \frac{FC \times (1 - t) + D(1 - t) + (ED - D)}{m \times (1 - t)} \\
 Q &= \frac{FC \times (1 - t) + ED - t \times D}{m \times (1 - t)}
 \end{aligned}$$

sedangkan:

- Q = unit yang dapat dijual
- FC = *fixed cost*
- t = tingkat pajak
- m = *unit margin*
- D = *depreciation*
- ED = *equivalent depreciation*

FVA mempunyai keterkaitan dengan trio keputusan keuangan pendanaan (*financing*), operasional dan investasi

#### A.3.g. Nilai Tambah Pemegang Saham (SVA)

Pada konferensi bertema “*Creating Shareholder Value*” tahun 1998, Prof. Laurence Booth mengingatkan bahwa masih banyak eksekutif yang masih berfokus pada angka keuntungan per triwulan sebagai pemicu utama nilai pasar atas saham-sahamnya. Walau angka-angka ini sangat penting, namun Prof. Booth menilai keuntungan per triwulan bukan pemicu yang fundamental, karena nilai pasar dipicu oleh kinerja perusahaan yang riil dalam dimensi waktu yang lebih panjang.

Pertanyaan kuncinya adalah apakah uang yang dipercayakan oleh pemilik kepada manajemen perusahaan memberikan suatu imbal hasil keuntungan yang lebih tinggi dibandingkan dengan yang bisa didapat pemilik uang dari tempat lain. Dengan memperhatikan pada pertanyaan tersebut akan dapat membedakan mana manajer yang berbasiskan nilai dan mana yang tidak. Implementasi dari manajemen nilai dapat dilakukan melalui : Pertama, penjualan, laba operasi, metrik perputaran (*turnover metric*) dan Kedua, ROI dan metrik tingkat re-investasi.

Menurut Booth (1998) kedua metrik diatas adalah perwujudan dari faktor-faktor penentu nilai pasar. Keputusan yang paling kritis yang dihadapi sebuah perusahaan dan tentu pemegang saham adalah apakah mengadopsi suatu sistem manajemen berbasis nilai atau hanya memilih sebuah kumpulan tertentu instrumen keputusan.

Departemen Keuangan Negara Bagian Tasmania telah merancang diskusi (Challen, 1999), merumuskan bahwa *Shareholder Value Added* merepresentasikan laba ekonomis yang dihasilkan sebuah bisnis diatas dan melebihi imbal hasil minimum yang dipersyaratkan (*the minimum return required*) oleh seluruh penyedia kapital. Sebuah nilai ("value") bertambah jika keseluruhan arus kas ekonomis bersih dari suatu bisnis, melebihi biaya ekonomi dari semua kapital yang dipakai untuk menghasilkan laba operasi. Oleh karena itu, menurut peserta diskusi diatas SVA mengejawantahkan laporan keuangan bisnis (laba rugi, neraca dan arus kas) ke dalam sebuah metrik yang bermakna. Badan Usaha Milik Negara di Australia dituntut untuk bisa memberikan nilai tambah bagi pemegang saham (SVA).

Pemegang saham yang rasional akan menarik modal dan atau pinjaman bila manajemen tidak bisa menciptakan nilai dalam arti tidak memberikan tingkat pengembalian yang lebih dibandingkan dengan beban-beban dan risiko yang ditanggung. Akan terpikir untuk menyimpan uangnya pada investasi-investasi *fixed income* yang relatif bebas resiko.

Nilai pemegang saham menurut Doyle (2000) didorong oleh pemicu nilai organisasi, marketing dan finansial dan diejawantahkan dalam metrik keuangan dividen dan kapital. Operasionalisasi konsep SVA seperti tertera dalam pustaka cukup beragam. Namun dalam metode perhitungan penelitian ini, digunakan formula operasional dari Knight (1998) dan Doyle (2000) dimana metrik finansial untuk Nilai Pemegang Saham (SHV) adalah Kapital yaitu perjumlahan dari pinjaman jangka pendek, jangka panjang dan ekuitas, serta besarnya dividen, pertumbuhan kapital dan dividen

#### A. 4. Model Transformasi Bisnis BUMN Perkebunan untuk Mencipta Nilai.

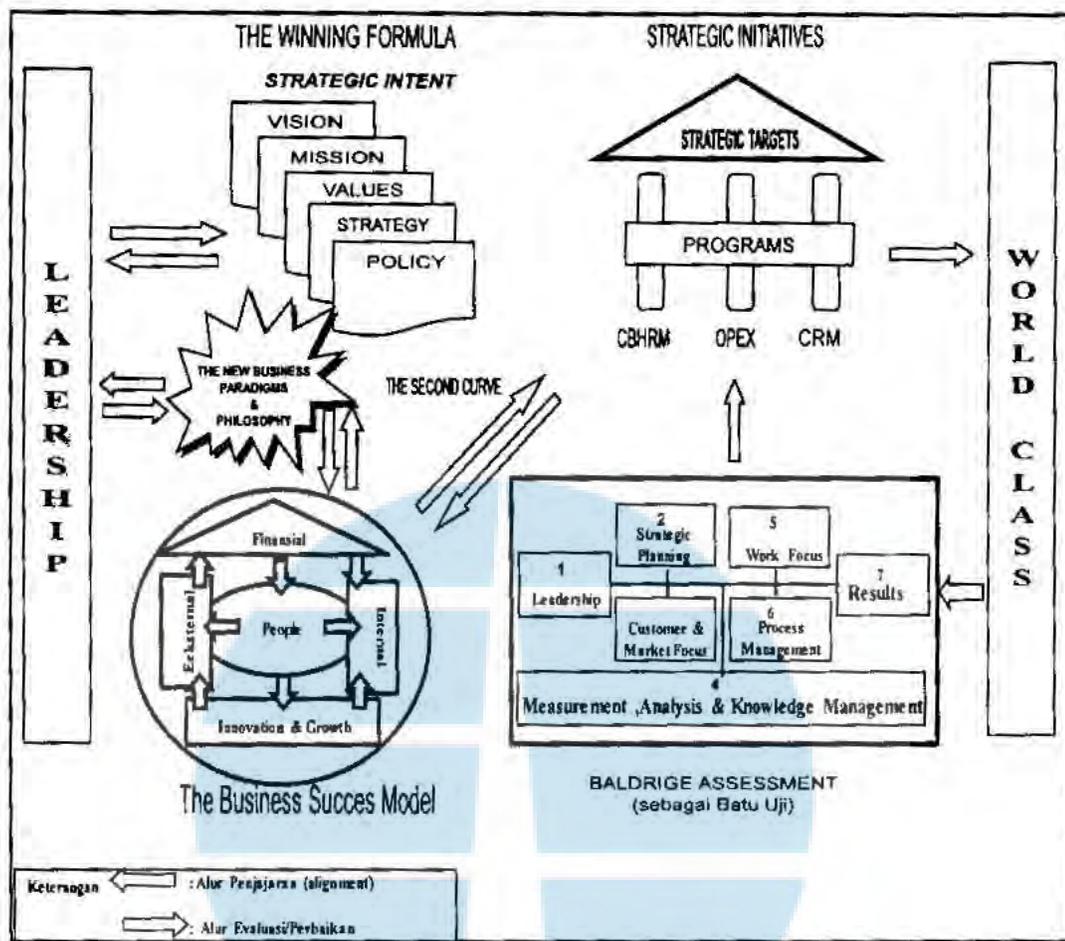
Salah satu ciri mendasar dalam dunia bisnis saat ini adalah ketidakpastian, disertai dengan persaingan yang semakin tinggi yang mengakibatkan daur hidup semakin pendek, baik daur hidup produk, teknologi dan strategi persaingan usaha. Inovasi menjadi kata kunci untuk memenangkan persaingan. Perusahaan tidak dapat lagi mempertahankan sesuatu yang menjadi keunggulan bisnisnya dalam kurun waktu yang lama (*Sustainable Competitive Advatange*)

Dalam rangka mendapatkan nilai tambah dari proses industri secara menyeluruh, dan sekaligus dalam rangka menghadapi tantangan dan ancaman dari industry sejenis, industry produk substitusi, fluktuasi harga, serta keberlangsungan bisnis ke depan perusahaan perlu melakukan langkah-langkah strategis. Perusahaan perlu melakukan transformasi bisnis, perubahan yang bersifat mendasar, strategis dan menyeluruh agar cita-cita perusahaan dalam rumusan visi, misi, tata nilai, strategi dan *strategic initiative* dapat dirumuskan kembali dan dijabarkan dalam *action plans* (Muluk, 2012). Dalam buku Panduan Transformasi Bisnis BUMN Perkebunan Z dijelaskan mengenai transformasi bisnis ini yang paparan singkatnya dituangkan dalam diagram pada Gambar 2.3, yang didalamnya tertera model sukses, "*the business success model*".

Pada model sukses terlihat adanya keseimbangan antara perspektif internal, eksternal, inovasi – pertumbuhan dan financial, dengan SDM sebagai sentral element nya. Selanjutnya dari model sukses ini dirumuskan lanjutannya kedalam inisiatif strategis yang disebut CBHRM, CRM dan *Operational Excellence*. Untuk mewujudkan keunggulan operasional agar perusahaan mencapai *best cost* dan *best services* dengan kinerja keuangan prima, maka

ditetapkan sasaran Margin Laba Bersih (NPM) sebesar 23.20%, Rasio Lancar (CR) 115%, EBITDA 34,20% dan DER 100, yang harus dicapai. Kemudian untuk mewujudkan *best practices* dengan skor Baldrige 650, melalui kepemimpinan yang efektif, perencanaan strategis, focus kepada pelanggan, pengelolaan informasi, SDM, proses bisnis dan hasil usaha. Dan selanjutnya perlu mewujudkan budaya inovasi yang mendorong terciptanya metode baru atau produk baru.





Gambar 2.2. Skema Program Transformasi Bisnis, Upaya Penciptaan Nilai, melalui *the Winning Formula*, *the business success model* dan *Strategic Initiative* (Muluk, 2012)

## B. Penelitian Terdahulu

Nurhayati (2008) melakukan analisa kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan *Economic Value Added* (EVA) di pabrik PMKS Luwu I, PTPN XIV Sulawesi Selatan. Untuk sumber modal perusahaan hanya menggunakan hutang jangka panjang, sehingga WACC menggunakan nilai kredit investasi. Hasil perhitungan EVA memberikan nilai positif pada PMKS Luwu I, PTPN XIV. Selama periode 2003 – 2007, masing-masing sebesar Rp. 7.100,25 juta, Rp. 20.783,54 Juta, Rp. 4.050,15 juta, Rp. 5.111,30 Juta, Rp. 22.860,56 juta. Hal ini menunjukkan tolok ukur kinerja keuangan PMKS Luwu I, PTPN XIV menghasilkan penciptaan nilai (*value creation*) terhadap biaya modal dari hutang (*cost of debt*) walaupun besarnya berfluktuasi dengan nilai EVA tertinggi terjadi ditahun 2007. Atas dasar hasil analisa EVA periode 2003-2007 manajemen PMKS Luwu I, untuk dapat meningkatkan penciptaan nilai tambah ekonomis Nurhayati (2008) menyarankan perlunya melakukan peningkatan penjualan, dengan cara : meningkatkan ekspor dan penjualan lokal dan menurunkan biaya variabel (dengan cara : melakukan sortasi yang ketat dalam membeli TBS di petani plasma sehingga didapat TBS yang berkualitas) akhirnya akan meningkatkan NOPAT. Selain itu investasi harus memberikan kontribusi terhadap laba dan masa yang akan datang dengan mempertimbangkan suku bunga pinjaman atau memilih pinjaman yang mengeluarkan biaya modal sedikit.

Penelitian tentang penciptaan nilai BUMN Perkebunan dengan mengharmonisasi penilaian kesehatan keuangan dengan pendekatan keuangan rantai pasok, telah dilakukan oleh Dairo (2013). Hasil analisis deskriptif

menunjukkan bahwa EVA positif secara rerata tercapai dua tahun setelah implementasi penilaian kesehatan keuangan dengan kelajuan pertumbuhan 1,7 kali per tahun. Berdasarkan batasan waktu pengamatan, EVA terendah terjadi pada 2002 sebesar Rp -37 miliar/ perusahaan dan EVA tertinggi terjadi pada 2011 sebesar Rp +185 miliar/ perusahaan. Hasil analisis empiris membuktikan antara skor kesehatan keuangan terhadap EVA memiliki keeratan kuat, asosiasi nyata pada taraf 1%, arah positif, dan kemampuan penjelasan sebesar 78,77%. Keharmonisan juga terbukti pada kedelapan indikator kesehatan keuangan terhadap EVA yang memiliki keeratan lemah hingga kuat, berasosiasi nyata pada taraf 1% dengan kemampuan penjelasan berkisar 49,55% - 87,22%, dan kesesuaian arah dengan yang tercantum pada Keputusan Menteri BUMN Nomor: Kep-100/MBU/2002 tentang penilaian kesehatan BUMN. Ilusi dalam penilaian kesehatan keuangan menyebabkan 8% BUMN perkebunan terlihat memiliki garis trend skor kesehatan keuangan dan laba setelah pajak yang meningkat, namun sejatinya nilai korporasi dihancurkan yang ditunjukkan dengan garis tren EVA yang menurun curam. Ilusi terjadi karena kesehatan keuangan tidak tahu bagaimana caranya mengendalikan biaya atas kapital terinvestasi. Dengan pendekatan keuangan rantai pasok, modal kerja berbiaya mahal dapat diidentifikasi untuk digantikan dengan modal kerja cuma-cuma melalui skenario penerimaan persediaan dan piutang usaha juga pembayaran hutang usaha yang tepat. Analisis empiris membuktikan adanya keeratan lemah dan asosiasi nyata pada taraf 1% bahwa dengan mempercepat durasi persediaan, piutang, dan hutang secara kompak dan dengan menjadikan siklus konversi kas nol hari, ceteris paribus, dapat mengoptimalkan capaian EVA BUMN perkebunan.

Zulkarnain (2013) melakukan penelitian bertujuan untuk menilai kinerja keuangan perbankan dengan menggunakan Metode *Return On Assets* (ROA) dan *Economic Value Added* (EVA). Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode komparatif. Ruang lingkup penelitian ini adalah Bank BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan hasil penelitian disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja keuangan dengan metode *Return On Assets* (ROA) dan *Economic Value Added* (EVA). Dan dari hasil perhitungan *Return On Assets* (ROA) menunjukkan bahwa semua bank BUMN menghasilkan nilai rata-rata ROA yang positif sedangkan hasil perhitungan *Economic Value Added* (EVA) menunjukkan semua Bank memiliki rata-rata EVA yang positif dalam kurun waktu tersebut. Berdasarkan penelitian tersebut perhitungan *Economic Value Added* (EVA) sudah dapat digunakan dalam penilai kinerja keuangan perbankan khususnya dalam menilai kepentingan pemegang saham.

Pengujian apakah *Economic Value Added* (EVA) perusahaan memiliki hubungan dengan *Market Value Added* (MVA) dan serta hubungan antara struktur modal dengan peningkatan EVA dilakukan oleh Puyanto (2009). Dalam penelitian ini dihipotesakan bahwa EVA berhubungan secara signifikan dengan MVA dan Struktur Modal. Penelitian dilakukan terhadap 10 perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Jakarta pada kurun waktu 1997-2000. Berdasarkan perhitungan dan analisis yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa 10 perusahaan obyek penelitian memiliki EVA dan MVA yang cenderung menurun. Penurunan ini disebabkan oleh keadaan perekonomian makro Indonesia yang mengalami masa krisis pada kurun waktu 1997-2000. Dengan uji statistik Rank

Spearman, tampak bahwa pada tahun 1997-2000 EVA tidak berhubungan secara signifikan dengan MVA. Sedangkan struktur modal dan peningkatan EVA berhubungan secara signifikan pada tahun 1999.

Sementara itu Hendrata (2009) dalam penelitiannya tentang Analisis Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA) sebagai alat pengukur kinerja perusahaan serta pengaruhnya terhadap harga saham. Konsep EVA dan MVA telah banyak menyita perhatian beberapa tahun terakhir sebagai sebuah bentuk baru dari penilaian kinerja keuangan. Kedua konsep ini telah dipublikasikan pada tahun 1991 oleh Stern Stewart and Co, sebuah perusahaan konsultan keuangan di Amerika. Stern Stewart and Co meyakini bahwa EVA adalah kunci dari penciptaan nilai perusahaan dan sekaligus juga kunci dari maksimalisasi MVA. Berdasarkan konsep tersebut, penelitian terhadap perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya (BES) (PT. Gudang Garam, PT. Hanjaya Mandala Sampoerna, PT. British American Tobacco) dilakukan untuk menguji asumsi bahwa EVA dan MVA mempunyai korelasi yang positif, dan juga bahwa EVA dan MVA mempengaruhi harga saham perusahaan. Tetapi hasil uji statistik dalam penelitian ini menunjukkan bahwa antara EVA dan MVA ternyata tidak terdapat korelasi, begitu juga dengan uji statistik terhadap hipotesis bahwa EVA dan MVA mempengaruhi harga saham ternyata juga tidak terbukti.

Latar belakang penelitian yang diambil Djojo (2009) adalah pentingnya penilaian kinerja suatu perusahaan dalam usaha pengendalian kinerja perusahaan. Peran penilaian kinerja ini sangatlah penting baik bagi pihak internal maupun bagi pihak eksternal perusahaan dimana gunanya adalah untuk mengetahui bagaimana,

mempergunakan analisis EVA. Metode penelitian yang digunakan adalah deskriptif dengan studi kasus pada PT. HM Sampoerna. Sedangkan jenis datanya merupakan data kuantitatif yang berupa laporan keuangan, *prospectus*. Pengolahan data dilakukan dengan mengumpulkan data dari perusahaan yang bersangkutan yang berupa laporan keuangan yang diambil dari literature-literatur di Bursa Efek Surabaya (BES). Hasil yang diperoleh dari penelitian ini menyimpulkan kinerja PT. HM. Sampoerna jika dianalisa dengan menggunakan metode EVA adalah cenderung cukup baik karena menunjukkan adanya *Create Value* (sic !), hanya saja pada tahun 1997 hasil perhitungan EVA dari PT. HM Sampoerna menunjukkan nilai negatif yang berarti *destroy value*.

Sejalan dengan penelitian sebelumnya, Pahlevi *et al.*, (2013) dalam penelitian yang bertujuan untuk mendeskripsikan kinerja keuangan perusahaan rokok yang terdaftar di BEI periode tahun 2009-2011 diukur menggunakan analisis rasio keuangan dan metode Economic Value Added (EVA) menyimpulkan bahwa kinerja keuangan PT. HM Sampoerna, Tbk lebih baik dibandingkan perusahaan lain sejenis. Berdasarkan hasil analisis Economic Value Added (EVA) pada PT. HM Sampoerna, Tbk selama periode tahun 2009 sampai dengan tahun 2011 menghasilkan nilai EVA yang selalu meningkat setiap tahunnya dan bernilai positif ( $EVA > 0$ ). Nilai EVA yang selalu positif berarti manajemen perusahaan telah berhasil menciptakan nilai tambah ekonomis bagi perusahaan dan para pemegang saham. Kinerja keuangan PT. Gudang Garam, Tbk sangat memuaskan. Nilai EVA yang selalu positif berarti manajemen perusahaan telah berhasil menciptakan nilai tambah ekonomis bagi perusahaan dan para pemegang saham. kinerja keuangan PT. Bentoel Internasional

Investama, Tbk cukup baik. Ini berarti manajemen perusahaan telah berusaha meningkatkan kinerjanya pada tahun 2010 dan 2011 sehingga dapat menciptakan nilai tambah ekonomis bagi perusahaan dan para pemegang saham.

Penelaahan terhadap BUMN, kembali dilakukan Tamba (2012) dengan menganalisis kinerja keuangan dengan menggunakan pendekatan EVA dan MVA pada Bank BUMN yang *go public* (Studi Kasus pada PT. Bank Mandiri (Persero) Tbk, PT. Bank BNI (Persero) Tbk dan PT. Bank BRI (Persero) Tbk. Penggunaan EVA dan MVA pada penelitian ini sangat baik dibandingkan dengan analisis rasio. Metode ini dapat menerangkan hasil yang membangkitkan kekayaan bagi investor dan perusahaan. Dengan menerapkan metode random, hasilnya menunjukkan EVA dan MVA dari PT. Bank Mandiri, PT. Bank BRI, and PT. Bank BNI bernilai positif. Nilai EVA rata-rata untuk periode 2008 -2010 PT Bank Mandiri adalah 4,741,121.37 juta, dan 1,189,823.18 untuk BNI dan BRI sebesar 5,3081,147.03 juta. Untuk PT Bank Mandiri nilai MVA sebesar 53,873,943.7

Hakim (2006) dalam penelitiannya yang berjudul perbandingan kinerja keuangan perusahaan dengan metode EVA, ROA, dan pengaruhnya terhadap *return saham* pada perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45 di Bursa Efek Jakarta menunjukkan hasil pengujian hipotesis terdapat pengaruh yang signifikan antara kinerja perusahaan yang diukur dengan metode ROA terhadap return saham sedangkan metode EVA tidak berpengaruh secara signifikan terhadap return saham. Metode ROA yang selama ini digunakan ternyata masih lebih baik daripada metode EVA. Hal ini dipengaruhi oleh besar kecilnya laba bersih setelah pajak dan modal sendiri.

Pengaruh Nilai Tambah Ekonomis Dan Nilai Tambah Pasar Terhadap Nilai Tambah Pemegang Saham (SVA) pada Sektor Industri Barang Konsumsi Di Bursa Efek Jakarta diteliti oleh Yudaningrum (2002). Tujuannya adalah pertama, menganalisis pengaruh nilai tambah ekonomis terhadap nilai tambah pemegang saham, kedua menganalisis pengaruh nilai tambah pasar terhadap nilai tambah pemegang saham dan ketiga menganalisis pengaruh secara bersama-sama nilai tambah ekonomis dan nilai tambah pasar terhadap nilai tambah pemegang saham. Metode analisis yang digunakan adalah analisis jalur dengan program *path cell excel*. Penelitian ini dilakukan secara purposif sampling dengan periode pengamatan tahun 1997 dan tahun 1998. Adapun data yang diambil berupa data sekunder. Dan hasil penelitian diperoleh bahwa nilai tambah ekonomis berpengaruh positif terhadap nilai tambah pemegang saham, nilai tambah pasar berpengaruh negatif terhadap nilai tambah pemegang saham, nilai tambah ekonomis dan nilai tambah pasar secara bersama-sama berpengaruh positif terhadap nilai tambah pemegang saham and nilai tambah ekonomis berkorelasi negatif terhadap nilai tambah pasar. Penelitian ini mengimplikasikan bahwa bagi para investor yang akan berinvestasi pada saham-saham perusahaan, untuk mendapatkan nilai tambah pemegang saham, jangan hanya mempertimbangkan kinerja



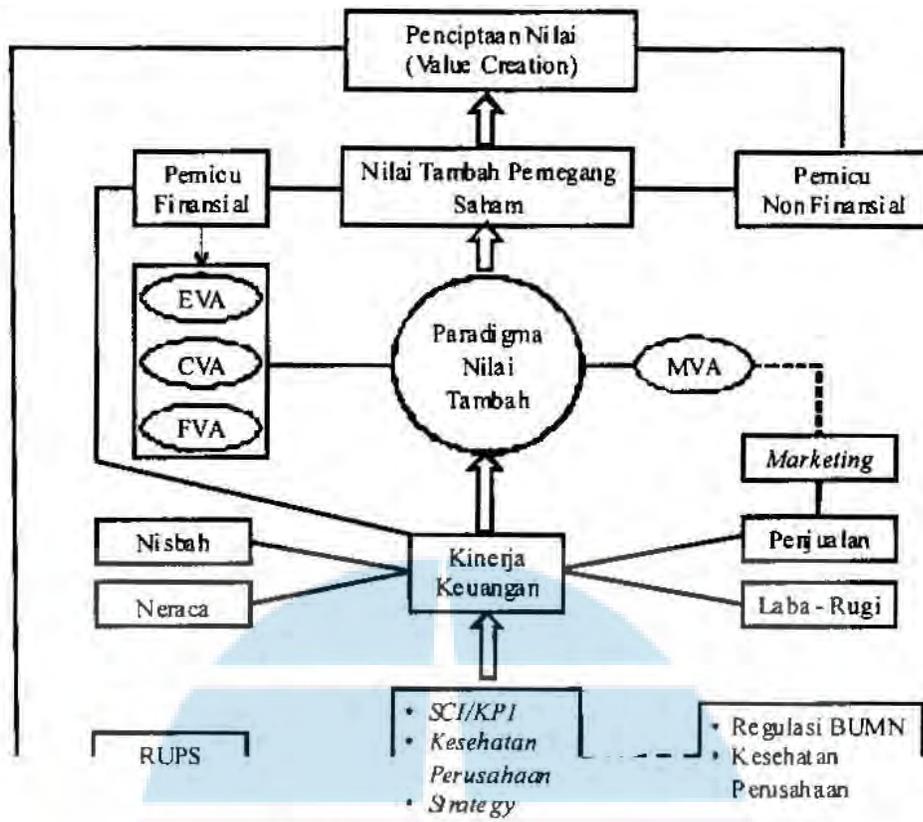
### C. Kerangka Berfikir

Berdasarkan latar belakang, rumusan permasalahan, tujuan serta kegunaan penelitian, disertai dengan memperhatikan kerangka teoritik dan hasil penelitian terdahulu maka penelitian ini yang bertujuan menganalisis kinerja keuangan BUMN

Perkebunan dan implikasinya terhadap penciptaan nilai, bertumpu pada kerangka berfikir seperti terdapat pada Gambar 2.2.

Tujuan perusahaan pada hakikatnya adalah untuk memaksimalkan nilai pemegang saham (*maximizing shareholder wealth*). Nilai pemegang saham bukan berarti laba bersih keuangan dalam arti sempit, akan tetapi Paradigma nilai yang mempunyai peranan yang semakin sentral, ditandai dengan semakin populernya konsep-konsep EVA, MVA, CVA, FVA dan SVA. Konsep EVA misalnya, lebih mempunyai arti bagi pemegang saham, karena EVA lebih mencerminkan economic profit ketimbang accounting profit. Pada EVA ini tergambar bukan saja biaya hutang, namun juga biaya ekuitas. Demikian juga dengan nilai tambah keuangan (FVA), nilai tambah tunai (CVA) dan nilai tambah pasar (MVA), serta Nilai Tambah Pemegang Saham (SVA).

Penciptaan nilai bagi pemegang saham diantaranya dicerminkan pada adanya pertumbuhan kapital (*capital growth*) dan dividen. Kedua besaran ini dipicu oleh aspek finansial maupun non finansial. Yang dimaksud pemicu non finansial adalah pelanggan, proses bisnis internal, pembelajaran dan pertumbuhan serta pemicu nilai organisasional. Aras (*level*) dari kerangka berfikir serta keterkaitannya masing-masing, diringkas ke dalam diagram yang terdapat pada Gambar 2.2. dan akan dianalisis dengan diawali oleh perumusan hipotesis.



Gambar 2.3. Diagram Kerangka Berfikir Analisis Kinerja Keuangan BUMN dan Implikasinya terhadap Penciptaan Nilai.

#### D. Hipotesis

1. Hipotesis Nol yang pertama  $H_{01}$  adalah : " Tidak ada perubahan pada kinerja keuangan konvensional selama tahun 20XX sampai dengan 20XY". Sedangkan Hipotesis alternatifnya adalah : " Setidak-tidaknya ada pada satu tahun kinerja keuangan (*observed*) yang berbeda dari rata-rata yang diharapkan (*expected*), sehingga hal ini mencerminkan terjadinya perubahan pada kinerja keuangan tahun 20XX-20XY".
2. Hipotesis Nol yang kedua  $H_{02}$  adalah: " Tidak ada penciptaan metrik finansial nilai tambah yang diperoleh perusahaan selama tahun 20XX hingga 20XY, seperti tercermin dari nilai tambah EVA, MVA, CVA dan FVA (*observed*) yang sama saja dengan rata-rata atau nilai harapan (*expected*). Sementara itu Hipotesis alternatifnya adalah : " Sekurang-kurangnya ada satu nilai EVA, MVA, CVA dan FVA pada tahun tertentu yang tidak sama dengan nilai harapan (*expected*)".
3. Hipotesis Nol yang ketiga  $H_{03}$  adalah: " Tidak ada penciptaan metrik finansial nilai tambah pemegang saham (SVA) yang diperoleh perusahaan selama tahun 20XX hingga 20XY, seperti tercermin dari nilai kapital, dividen, pertumbuhan kapital dan pertumbuhan dividen (*observed*) yang sama saja dengan rata-rata atau nilai harapan (*expected*) Sementara itu Hipotesis alternatifnya adalah : " Sekurang-kurangnya ada satu nilai kapital, dividen, pertumbuhan kapital dan pertumbuhan dividen (*observed*) pada tahun tertentu yang tidak sama dengan nilai harapan (*expected*)".

4. Hipotesis Nol yang keempat Ho4 berbunyi :”Tidak ada implikasi pengaruh dan korelasi kinerja keuangan konvensional terhadap metrik finansial nilai tambah EVA, MVA, CVA dan FVA”. Hipotesis tandingan adalah ”: Ada implikasi pengaruh dan korelasi dari metrik keuangan konvensional terhadap penciptaan nilai”.
5. Hipotesis Nol yang kelima Ho5 adalah :” Tidak ada implikasi pengaruh dan korelasi kinerja keuangan konvensional terhadap metrik finansial nilai tambah Pemegang Saham SVA, nilai kapital, dividen, pertumbuhan kapital dan pertumbuhan dividen”. Hipotesis tandingan adalah ”: Ada implikasi pengaruh dan korelasi dari metrik keuangan konvensional terhadap penciptaan nilai tambah pemegang saham”.
6. Hipotesis Nol yang keenam Ho6 berbunyi :”Tidak ada implikasi pengaruh dan korelasi metrik finansial nilai tambah EVA, MVA, CVA dan FVA terhadap metrik finansial nilai tambah Pemegang Saham SVA, nilai kapital, dividen, pertumbuhan kapital dan pertumbuhan dividen”. Hipotesis tandingan adalah ”: Ada implikasi pengaruh dan korelasi dari finansial nilai tambah EVA, MVA, CVA dan FVA terhadap penciptaan nilai finansial nilai Pemegang Saham”.



### E. Definisi Konsep dan Operasional.

Secara keseluruhan setelah dirumuskan terdapat 19 variabel yang disandikan sebagai A1 sampai dengan A19 yang dihitung selama periode 7 tahun pengamatan seperti disajikan pada Tabel 2.1. Terminologi sandi variabel, metrik finansial, indikator keuangan bisa terjadi saling menukar dalam konteks sintaksis, khususnya dalam pengolahan data dengan SPSS.

Tabel 2.1. Sandi Metrik dan SPSS dan deskripsi 19 metrik finansial sebagai variabel dan satuan dari hasil pengamatan Kinerja Keuangan, Rasio, Nilai Tambah dan Nilai Tambah Pemegang Saham

Sandi Metrik	Sandi utk SPSS	Deskripsi Metrik Finansial	Satuan
<b>Kelompok I : Metrik Keuangan Konvensional</b>			
A1	X1	Penjualan bersih ( <i>Net Sales</i> )	Rp juta
A2	X2	Laba bersih ( <i>Net Profit</i> )	Rp juta
A3	X3	Jumlah aktiva ( <i>Asset</i> )	Rp juta
A4	X4	Jumlah Ekuitas ( <i>Equity</i> )	Rp juta
A5	X5	Rasio lancar (CR)	%
A6	X6	Rasio kewajiban terhadap ekuitas (DER)	%
A7	X7	Imbal hasil dari total Ekuitas (ROE)	%
A8	X8	Imbal hasil dari total Aktiva (ROA)	%
A9	X9	Margin bersih (NPM)	%
<b>Kelompok II : Metrik Finansial Bernilai Tambah (<i>Value Added</i>)</b>			
A10	X10	Economic profit (EVA, dg WACC 13.45%)	Rp juta
A11	X11	Economic profit (EVA, dg WACC 16.24%)	Rp juta
A12	X12	M V A (dalam juta)	Rp juta
A13	X13	C V A (dg WACC 13.45%)	Rp juta
A14	X14	C V A (dg WACC 16.24%)	Rp juta
A15	X15	Financial value added (FVA)	Rp juta
<b>Kelompok II : Metrik Finansial Bernilai Tambah Pemegang Saham (SVA)</b>			
A16	X16	Modal ( <i>Capital</i> )	Rp juta
A17	X17	Dividen ( <i>Dividend</i> )	Rp Juta
A18	X18	Pertumbuhan Modal ( <i>Capital Growth, CB</i> )	%
A19	X19	Pertumbuhan Dividen ( <i>Dividend Growth, DG</i> )	%

Dalam penelitian ini, analisa rasio-rasio keuangan digunakan dalam analisis fundamental ini untuk melihat kinerja keuangan perusahaan PTPN Z (Persero) dari tahun 20XX sampai dengan tahun 20XY. Adapun rasio-rasio keuangan yang digunakan (Brigham *et al.*, 2005; Ross *et al.*, 1999), yaitu :

1. Rasio Lancar (*Current Ratio*) dirumuskan

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liabilities}} \times 100 \%$$

2. Rasio Total kewajiban pada Total Ekuitas (*Debt to Equity*), dinyatakan

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100 \%$$

3. Rasio Imbal Hasil pada Ekuitas atau *Return On Equity* (ROE).

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba setelah Pajak}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100 \%$$

4. Rasio *Return On Assets* dinyatakan sebagai berikut:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}} \times 100 \%$$

5. *Net Profit Margin*, rasio ini menunjukkan persentase pendapatan bersih yang diperoleh dari setiap penjualan. Semakin besar rasio ini semakin baik karena dianggap kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba cukup tinggi (Harahap, 2007). Rumus dari *profit margin* adalah :

$$\text{NPM} = \frac{\text{Net Operating Income}}{\text{Net Sales}} \times 100\%$$

Rasio ini bisa diinterpretasikan juga sebagai kemampuan perusahaan menekan biaya-biaya diperusahaan pada periode tertentu. *Profit Margin* yang tinggi menandakan kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang tinggi pada tingkat penjualan tertentu. *Profit Margin* yang rendah menandakan penjualan yang terlalu rendah untuk tingkat biaya tertentu, atau biaya yang terlalu tinggi untuk tingkat penjualan tertentu, atau kombinasi dari kedua hal tersebut.

6. EVA dirinci hubungannya antara berbagai variabel untuk memperoleh nilai tambah ekonomi, mengikuti formula :

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{capital charges},$$

sedangkan *variable* didalam laporan laba rugi perusahaan seperti revenues, COGS, Operating margin, EBIT dan NOPAT dihitung seperti diuraikan Brigham dan Eberhdaht (2005), Tunggal (2008) maupun Higgins (2007). Demikian juga dengan variabel dalam neraca yang meliputi hutang (*debt*) dan saham (*equity*) sehingga diperoleh besarnya *capital charges*. Garis besar metode kalkulasi menghitung EVA ada 5 (lima) tahap (DeMello, 2006).

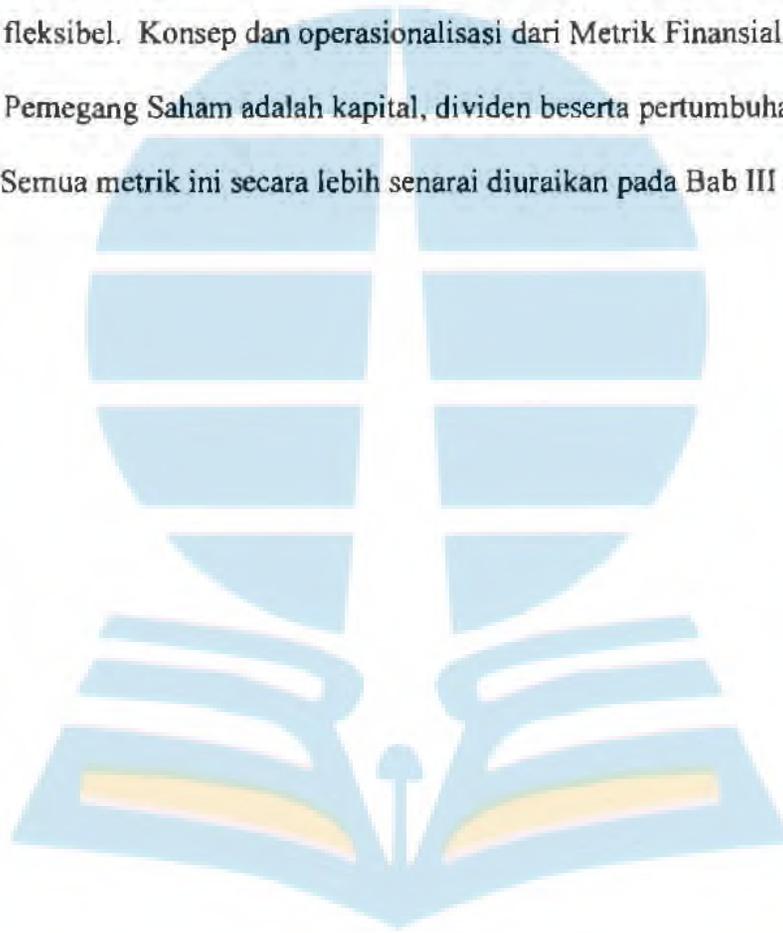
7. MVA adalah perbedaan antara nilai pasar perusahaan saat ini dan modal yang disumbangkan oleh investor. Jika MVA positif, perusahaan mempunyai nilai tambah. Jika negatif, perusahaan telah menghancurkan nilai.
8. CVA adalah ukuran jumlah uang tunai yang dihasilkan oleh sebuah perusahaan melalui operasinya, mencerminkan kebutuhan arus kas operasi

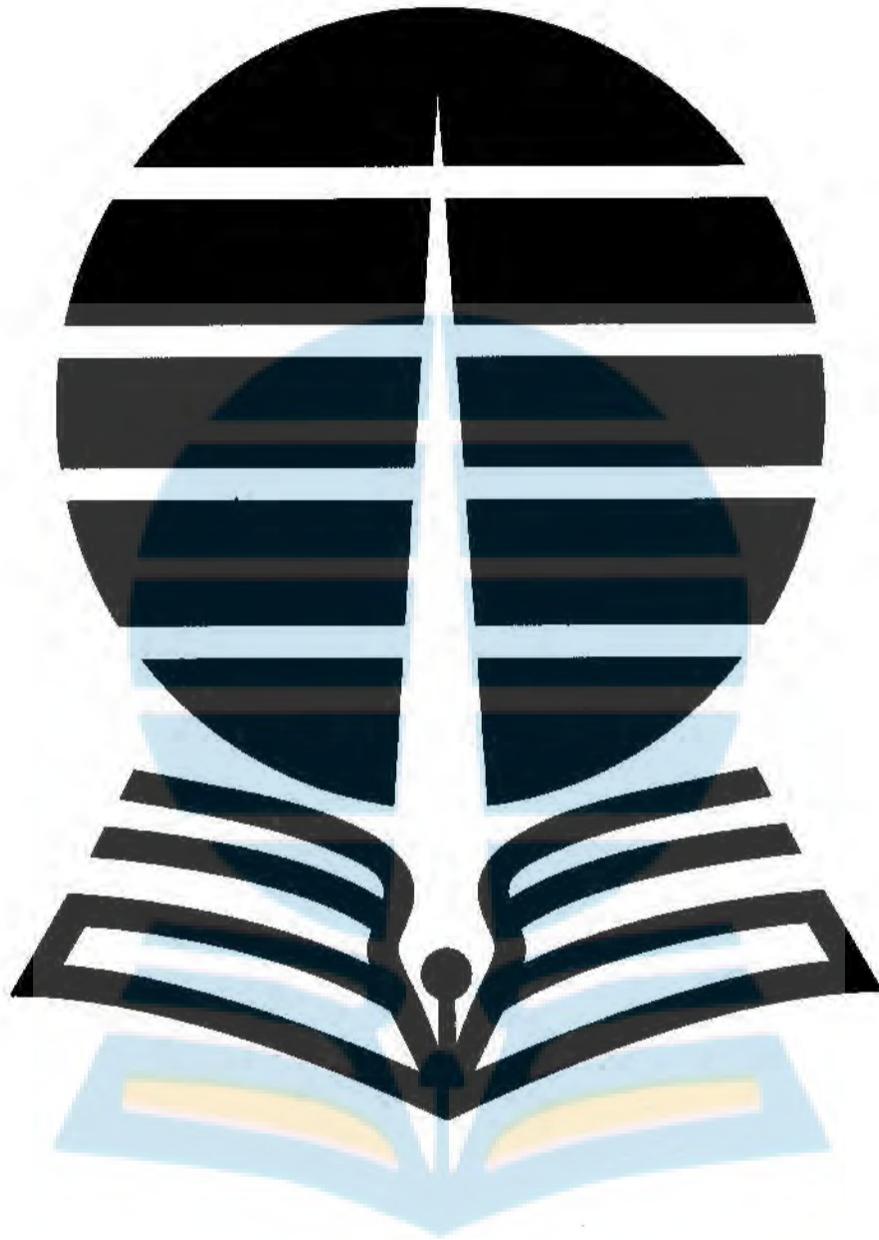
dari arus kas operasi pada laporan arus kas. CVA dihitung dengan mengurangi WACC x Gross asset dari GOPAT.

9. FVA adalah metode dalam mengukur kinerja dan nilai tambah perusahaan. Metode ini mempertimbangkan kontribusi dari *fixed assets* dalam menghasilkan keuntungan bersih perusahaan.
10. Nilai Tambah Pemegang Saham (SHVA)

Penciptaan Nilai adalah penambahan nilai baru melalui aktivitas perusahaan untuk menghasilkan produk atau jasa yang lebih cepat, lebih akurat, lebih efisien, kualitas yang lebih baik, lebih responsif, dan lebih fleksibel. Konsep dan operasionalisasi dari Metrik Finansial Nilai Tambah Pemegang Saham adalah kapital, dividen beserta pertumbuhannya.

Semua metrik ini secara lebih senarai diuraikan pada Bab III selanjutnya.





## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### A. Desain Penelitian

Desain penelitian dalam studi ini seperti diuraikan oleh Emory & Cooper (1991), menyangkut 3 (tiga) aspek yaitu suatu rencana untuk memilih sumber dan jenis informasi; kerangka kerja untuk merinci hubungan-hubungan antara variabel; cetak biru yg memberi garis besar dari setiap prosedur dari mulai hipotesis hingga analisis data.

Dari perspektif ruang lingkup topik bahasan, luas dan kedalaman penelitian maka penelitian ini memilih desain penelitian dengan studi kasus. Studi kasus di sebuah BUMN Perkebunan yaitu PT. Perkebunan Nusantara Z (Persero) yang lebih menekankan kepada analisis konteks secara penuh, menekankan kepada hal-hal secara rinci. Rincian data internal yg sudah diaudit (*audited*) ini diperoleh dari sumber internal dan bahan terpublikasi.

#### B. Populasi dan Sampel Sasaran Penelitian

Mengingat desain penelitian adalah studi kasus di sebuah BUMN Perkebunan, maka dipilihlah PT. Perkebunan Nusantara Z (Persero) sebagai objek pendalaman penelitian. Populasi penelitian ini adalah data keuangan yang dipublikasikan dalam laporan kinerja tahunan (*Annual Report*) dan sudah di audit oleh KAP, yang terdapat sejak berdirinya perusahaan tahun 1996 hingga tahun 2014. Untuk sampel penelitian adalah data keuangan 7 tahun, sejak 20XX-20XY, yang dipilih secara non-probability sampling (Asnawi dan Wijaya, 2006) dari target populasi diatas yang memenuhi kriteria sehingga pengambilan data secara

acak tidak diperlukan. Alasan lain dari *non-probability sampling* ini dikarenakan sejak tahun 2003 PT. Perkebunan Nusantara Z telah melakukan aneka aksi korporasi, seperti menerbitkan obligasi I dan II dengan tenor 7 tahun, mencanangkan Program Transformasi Bisnis (Muluk, 2012), pembangunan industri hilir, perluasan areal, pembangunan Kawasan Industri dan Kawasan Ekonomi Khusus Sei Mangkei, sudah juga menyerap Medium Term Notes (MTN) konvensional dan syariah, sehingga investor yang tercatat di perusahaan ada investor hutang dan investor ekuitas. Aksi-aksi ini akan mempengaruhi dividen dan *bottom lines* perusahaan. Periode penelitian ini mencerminkan berbagai investasi, berbagai penggunaan modal, pencetakan laba dan sangat representatif memberi gambaran sebuah perseroan BUMN Perkebunan.

### C. Instrumen Penelitian

Instrumen dalam penelitian ini mencakup alat pengambilan dan penataan data, yang dalam hal ini menyiapkan formulir standar untuk penyusunan data yang ditata dari data mentah yang tersedia. Selanjutnya formulir yang tataannya disesuaikan dengan formula-formula perhitungan besaran kinerja keuangan, parameter nilai tambah, disiapkan untuk proses selanjutnya yaitu pengolahan data. Tidak dibuat kuesioner untuk wawancara, namun untuk klarifikasi dan validasi dilakukan diskusi langsung.

Dalam mengolah data digunakan instrumen piranti lunak pengolahan data statistik baik yang parametrik maupun non parametrik. Instrumen piranti lunak Excel dan SPSS dipilih dalam penelitian ini.

#### D. Prosedur Pengumpulan Data

Data yang digunakan adalah data sekunder sebagaimana didefinisikan Mansoer (2006), yang dalam hal ini adalah data di Bagian Akuntansi dan Bagian Keuangan PT. Perkebunan Nusantara Z (Persero) sejak tahun 20XX sampai dengan 20XY, dan sudah di audit oleh KAP dan sudah dipublikasi (Anonymous, 20XX-20XY). Data yang dikumpulkan dari Bagian Akuntansi dan Bagian Keuangan PT. Perkebunan Nusantara Z, selanjutnya direviu dan dianalisis sesuai dengan desain dan metode penelitian. Format dari blanko dan formulir kertas kerja disesuaikan dengan rumus-rumus perhitungan. Secara keseluruhan setelah dirumuskan terdapat 19 variabel yang disandikan sebagai A1 sampai dengan A19 yang dihitung selama periode 7 tahun pengamatan seperti disajikan pada Tabel 2.1

#### E. Metode Analisis Data

E.1. Tahapan Pengolahan Data adalah sbb :

E.1.a. Perhitungan Rasio Metrik Keuangan Konvensional

E.1.a.1). Rasio Lancar/*Current Ratio (CR)*

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liabilities}} \times 100 \%$$

dengan batasan

- Current Asset adalah posisi Total Aktiva Lancar pada akhir tahun buku
- Current Liabilities adalah posisi Total Kewajiban Lancar pada akhir tahun buku .

E.1.a.2). Imbalan kepada pemegang saham/*Return On Equity (ROE)*

$$ROE = \frac{\text{Laba setelah Pajak}}{\text{Modal Sendiri}} \times 100 \%$$

dengan batasan

- Laba setelah Pajak adalah Laba setelah Pajak dikurangi dengan laba hasil penjualan dari : Aktiva tetap, Aktiva Non Produktif, Aktiva Lain-lain, Saham Penyertaan Langsung
- Modal Sendiri adalah seluruh komponen Modal Sendiri dalam neraca perusahaan pada posisi akhir tahun buku dikurangi dengan komponen Modal sendiri yang digunakan untuk membiayai Aktiva Tetap dalam Pelaksanaan dan laba tahun berjalan. Dalam Modal sendiri tersebut di atas termasuk komponen kewajiban yang belum ditetapkan statusnya.
- Aktiva Tetap dalam pelaksanaan adalah posisi pada akhir tahun buku Aktiva Tetap yang sedang dalam tahap pembangunan.

E.1.a.3). Imbalan kepada pemegang saham/*Return On Asset (ROA)*

$$ROA = \frac{\text{Laba setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}} \times 100 \%$$

dengan batasan

Laba setelah Pajak adalah Laba setelah Pajak dikurangi dengan laba hasil penjualan dari : Aktiva tetap, Aktiva Non Produktif, Aktiva Lain-lain, Saham Penyertaan Langsung  
Aktiva adalah seluruh keseluruhan Modal dalam neraca perusahaan pada posisi akhir tahun buku,

E.1.a.4). Rasio Manajemen Hutang/*Debt Equity Ratio (DER)*

$$DER = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

E.1.a.5). Margin Laba Bersih/*Net Profit margin* (NPM),

$$\text{NPM} = \frac{\text{Net Operating Income}}{\text{Net Sales}} \times 100\%$$

E. 2. Perhitungan Metrik Keuangan Nilai Tambah

E.2.a. Nilai Tambah Ekonomi/*Economic Value Added* (EVA)

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Capital Charges (=Beban Modal)}$$

EBIT = Laba Usaha (Operasi), sebelum PPh - bunga - pendapatan/beban lain-lain dan bagian laba (rugi) Perusahaan Asosiasi

Tax On EBIT = Tarif pajak 30% x EBIT, (kecuali 2009 = 28% x EBIT, 2010 = 25% x EBIT)

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} - \text{Tax}$$

Perhitungan Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC) mengikuti formula Brigham *et al.*, (2005; halaman 321) sebagai berikut :

$$\text{WACC} = w_d \cdot K_d (1-T) + w_p \cdot K_p + w_s (K_s \text{ or } K_e)$$

sedangkan

$w_d$	=	persentase hutang dari modal
$w_p$	=	persentase saham preferen dari modal
$w_s$	=	persentase saham biasa atau laba ditahan dari modal
$K_d$	=	biaya hutang
$K_p$	=	biaya saham preferen
$K_s$	=	biaya laba ditahan ( <i>common equity</i> )
$K_e$	=	biaya saham biasa baru
$T$	=	pajak (dalam persentase)

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*, adalah (Biaya Modal Rata-rata Tertimbang), yang juga merupakan Biaya Modal Komposit.

*Invested Capital* = Pinjaman Jangka Pendek + Pinjaman Jangka Panjang  
+ Pajak Tangguhan + hak Minoritas + Ekuitas

$$\text{Capital Charge} = \text{WACC} \times (\text{Invested Capital})$$

Ada dua perhitungan WACC dalam operasional kertas kerja yaitu sebesar 16,24 % (sama dengan asumsi pada Buku Beyond Book Value (Hong et al., 2005) dan 13.45% ( angka rata-rata tertimbang yg dihitung Bagian Akuntansi yang sejalan dengan indikator biaya modal pada panduan Kuesioner anugerah Business Review 2009 sebesar 13,65%, Penerbitan Obligasi Pertama Seri A dan B 13.25%, Obligasi kedua Seri A, B dan C masing-masing 12.0%, 13.125% dan 13.50% MTN Konvensional 10.75% dan MTN Syariah 10.75%). Suku Bunga tetap utk tahun ke-1 dan ke-2 sebesar 13.125% per tahun dan tingkat bunga mengambang (*floating*) untuk tahun ke-3 sd ke-7, yang dihitung berdasarkan singkat suku bunga SBI berjangka 3 bulan ditambah premi sebesar 1.5% per tahun dengan batas atas (maksimum) sebesar 16.50% dan batas bawah (minimum) sebesar 10% per tahun. Skema dan perhitungan WACC diperinci pada Gambar 4.7 dan dihitung pada Tabel Lampiran 12

#### E. 2.b. Nilai Tambah Pasar/*Market Value Added* (MVA)

Dalam kertas kerja penelitian ini, metode perhitungan MVA mengikuti formula Dierks (2000) sebagai berikut

$$\text{MVA} = (\text{barga saham pasar} \times \text{jumlah saham}) - (\text{harga saham nilai buku} \times \text{jumlah saham}) \text{ atau} \\ (\text{Nilai Pasar Saham Biasa} - \text{Nilai Saham Nominal}) \times \text{Jumlah Saham Beredar.}$$

Dengan asumsi

1. Nilai pasar saham BUMN Perkebunan Z = Laba per saham dasar
2. Nilai nominal saham = Rp. 1 juta sesuai Anggaran Dasar perusahaan

3. Jumlah saham beredar = Saham yang ditempatkan

Jumlah saham beredar 315.000 lembar, nilai pasar saham berkisar Rp 887.283,- sampai terakhir Rp 3.220.156

E. 2.c. Nilai Tambah Tunai/*Cash Value Added (CVA)*.

Metode perhitungan CVA mengikuti rumus berikut (Knight, 1998; p 191)

$$CVA = (ROGA - WACC) \times \text{Gross Asset}$$

sedangkan ROGA = GOPAT dibagi Gross Asset, sedangkan GOPAT sendiri adalah NOPAT + Depresiasi. WACC diambil dua angka yaitu 13.45% dan 16.24%. Depresiasi mencakup depresiasi Tanaman Menghasilkan dan aset Tetap lainnya dan amortisasi beban tanggungan dan aset lain-lain. Gross asset = Total Asset - Non Interest-Bearing Current Liabilities (NIBCL) + Accumulated Depreciation. Sedangkan GOPAT = NOPAT + Depreciation. Rincian kertas kerja terdapat pada Tabel di bab berikutnya.

E. 2.d. Nilai Tambah Finansial/*Financial Value Added (FVA)*

Metode perhitungan FVA mengikuti formula dari Rodriguez *et al.*, (2002) yaitu

$$FVA = NOPAT - (ED - D)$$

sedangkan

ED adalah Ekuivalen Depresiasi dan D adalah Depresiasi..

ED dihitung dengan kertas kerja sebagai berikut

$$ED = Q \times m (1 - \text{Tax}) - FC (1 - \text{Tax}) + (D \times \text{Tax}) \text{ dimana}$$

Q = Unit yang terjual, N = Nilai Penjualan, P = Harga Jual/Unit, VC = biaya variable, FC = biaya tetap,  $m = (P - VC/\text{unit})$ , Tax = 30%.

Kertas kerja perhitungan ED dan seterusnya terdapat pada Tabel Lampiran 5.

#### E. 2.e. Perhitungan Nilai Tambah Pemegang Saham/*Shareholder Value Added* (SVA)

Operasionalisasi konsep SVA seperti tertera dalam pustaka cukup beragam. Namun dalam metode perhitungan penelitian ini, digunakan formula operasional dari Doyle (2000) dimana metrik finansial untuk Nilai Pemegang Saham (SHV) adalah Kapital yaitu perjumlahan dari pinjaman jangka pendek, jangka panjang dan ekuitas, serta besarnya dividen, pertumbuhan kapital dan dividen. Dividen berkisar dari 25-50% dari laba bersih, ditetapkan dalam RUPS, rinciannya tertera pada Tabel Lampiran.

#### E. 3. Analisis Laporan Keuangan

Teknik analisis laporan keuangan dilaksanakan dengan melihat analisis Perubahan Tahun ke Tahun, Analisis Perubahan dengan Indeks, Analisis *Common-size*, dan Analisis Rasio. Laporan Keuangan direview sesuai dengan Pedoman Akuntansi dan Keuangan Perusahaan dan juga Asnawi & Wijaya (2006), meliputi neraca, laporan laba rugi, laporan perubahan modal dan arus kas.

#### E.4. Analisis Chi Kuadrat ( $\chi^2$ )

Uji Statistika Non-parametrik Chi Kuadrat ( $\chi^2$ ) digunakan untuk menguji hipotesis yang membandingkan antara sebaran data aktual (*observed*) dengan sebaran data yang diharapkan (*expected*). Prosedur pengolahan data mengikuti Barrow (1996), Keller *et al.*, (2003) dan Asnawi & Wijaya (2006).

Rancangan pengujian hipotesis Ho1, Ho2 dan Ho3 yang akan diuji dengan Uji Statistika Non-parametrik Chi Kuadrat ( $\chi^2$ ) adalah sebagai berikut :

1. Hipotesis Nol yang pertama Ho1 secara statistik dirumuskan sebagai berikut :

- a. Ho :  $\mu_{i1} = \mu_{i2} = \dots = \mu_{ij} = \mu$  bar harapan
- b. HA : sekurangnya ada satu  $\mu_{ij} \neq \mu$  bar harapan

$\mu_{ij}$  adalah kinerja keuangan konvensional ke i pada tahun ke-j, ( $i = 1,2,\dots,9$ , jumlah metrik kinerja keuangan mulai dari Penjualan Bersih (*Net Sales*), Laba Bersih (*Net Profit*), Jumlah Aktiva (*Assets*), Jumlah Ekuitas (*Equity*), Rasio Lancar (*Current Ratio*), Rasio Kewajiban terhadap Ekuitas (DER), Imbal hasil dari total ekuitas (ROE), Imbal hasil dari total aktiva (ROA) dan Margin Laba (NPM), dan  $j = 1,2,\dots,7$ , jumlah tahun pengamatan)

2. Hipotesis Nol yang kedua Ho2 secara statistik dirumuskan sebagai berikut :

- c. Ho :  $\alpha_{k1} = \alpha_{k2} = \dots = \alpha_{kj} = \alpha$  bar harapan
- d. HA : sekurangnya ada satu  $\alpha_{kj} \neq \alpha$  bar harapan

$\alpha_{kj}$  adalah metrik keuangan bernilai tambah ke k pada tahun ke-j, ( $k = 1,2,\dots,6$ , jumlah metrik kinerja keuangan mulai dari EVA (dengan WACC<sub>13, 16</sub>), MVA, CVA (dengan WACC<sub>13, 16</sub>) dan FVA. Apabila Ho ditolak, maka dapat disimpulkan telah terjadi perubahan nilai tambah selama periode pengamatan 20XX-20XY.

3. Hipotesis Nol yang ketiga Ho3 secara statistik dirumuskan sebagai berikut :

- e. Ho :  $\gamma_{11} = \gamma_{12} = \dots = \gamma_{ij} = \gamma$  bar harapan
- f. HA : sckurangnya ada satu  $\gamma_{kj} \neq \gamma$  bar harapan

$\gamma_{ij}$  adalah metrik keuangan bernilai tambah ke- $l$  pada tahun ke- $j$ , ( $l = 1, 2, \dots, 4$ , jumlah nilai kapital, dividen, pertumbuhan kapital dan pertumbuhan dividen (*observed*) yang sama saja dengan rata-rata atau nilai harapan (*expected*)

Adapun rumus Uji Kuadrat untuk uji *goodness-of-fit* adalah :

$$\chi^2 = \sum_{i=1}^k \frac{(O_i - E_i)^2}{E_i}$$

sedangkan :

$O_i$  = Data observasi, dalam hal ini adalah variabel  $X$  yang diamati (*observed value*)

$E_i$  = Nilai harapan (*Expected Value*).

$i = 1, 2, \dots, 7$

Adapun kriteria uji adalah : jika nilai Perhitungan  $\chi^2$  lebih besar dari nilai  $\chi^2$  Tabel dengan alpha 5% dan db = 6, maka keputusannya menolak  $H_0$ . Sebaliknya bila lebih kecil dari nilai  $\chi^2$  Tabel maka  $H_0$  diterima. Perhitungan  $\chi^2$  menggunakan program Excel 2007.

#### E.5. Analisis Regresi dan Korclasi Linear

Untuk pengujian rancangan hipotesis  $H_{04}$ ,  $H_{05}$  dan  $H_{06}$  diterapkan analisis regresi linear dengan Model General Linear Model (GLM) sebagai berikut :

$$Y_i = \alpha + \beta X + \epsilon_i$$

sedangkan

$\underline{Y}_i$  adalah vektor variabel terikat (*dependent variables*),  $\underline{X}$  adalah matriks variabel bebas (*independent variables*).  $\alpha$  adalah konstanta,  $\beta$  adalah vektor koefisien regresi dan  $\underline{\epsilon}_i$  adalah vektor galat

Rancangan pengujian hipotesis  $H_{01}$ ,  $H_{02}$  dan  $H_{03}$  adalah sebagai berikut :

1. Hipotesis Nol yang keempat  $H_{04}$  secara statistik diucapkan sebagai berikut

a.  $H_0 : \beta_{i1} = \beta_{i2} = \dots = \beta_{ij} = 0$

b.  $H_A : \text{sekurangnya ada satu } \beta_{ij} \neq 0$

$\beta_{ij}$  adalah koefisien regresi antara variabel bebas metrik keuangan konvensional ke- $i$  ( $i=1,2,\dots,9$ ) dengan variabel terikat metrik keuangan bernilai tambah ke- $j$  ( $j = 1,2,\dots,6$ ). Pengujian Koefisien Korelasi adalah berlaku secara analogis.

5. Hipotesis Nol yang kelima  $H_{05}$  secara statistik diucapkan sebagai berikut

c.  $H_0 : \beta_{i1} = \beta_{i2} \dots = \beta_{ik} = 0$

d.  $H_A : \text{sekurangnya ada satu } \beta_{ik} \neq 0$

$\beta_{ik}$  adalah koefisien regresi antara variabel bebas metrik keuangan konvensional ke- $i$  ( $i=1,2,\dots,9$ ) dengan variabel terikat metrik keuangan nilai tambah Pemegang Saham ke- $k$  ( $k = 1,2,3,4$ ). Pengujian Koefisien Korelasi adalah berlaku secara analogis.

6. Hipotesis Nol yang keenam  $H_{06}$  secara statistik diucapkan sebagai berikut

e.  $H_0 : \beta_{j1} = \beta_{j2} = \dots = \beta_{jk} = 0$

f.  $H_A : \text{sekurangnya ada satu } \beta_{jk} \neq 0$

$\beta_{jk}$  adalah koefisien regresi antara variabel bebas metrik keuangan bernilai tambah ke- $j$  ( $j=1,2,\dots,6$ ) dengan variabel terikat metrik keuangan bernilai

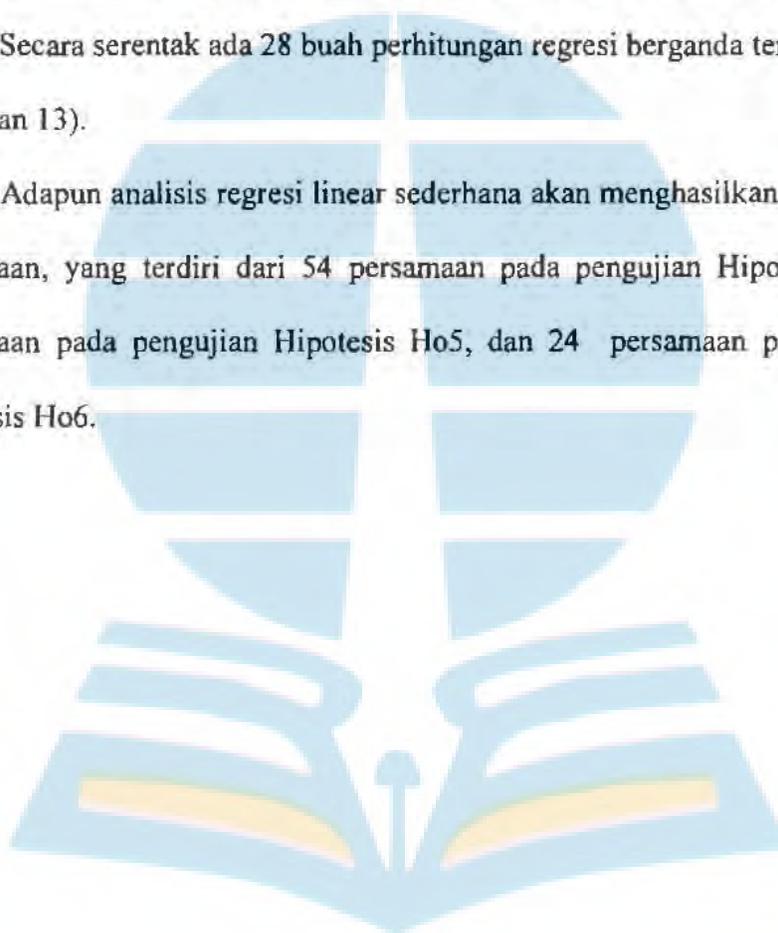
tambah Pemegang Saham ke- $k$  ( $k = 1, 2, 3, 4$ ). Pengujian Koefisien Korelasi adalah berlaku secara analogis.

Analisis Regresi Linear Berganda untuk menguji pengaruh kelompok variabel, analisis datanya dilakukan dengan menggunakan SPSS, sesuai dengan Hipotesis keempat, kelima dan keenam yaitu :

- a. Sebagai variabel independen serempak adalah A1 sd A4, dan A5 sd A9 meregresi variabel dependen masing-masing A 10-15, dan A16-A19.
- b. Selanjutnya sebagai variabel independen serempak berikutnya adalah A10-A15 meregresi variabel dependen masing-masing A16-A19.

Secara serentak ada 28 buah perhitungan regresi berganda tersebut (Tabel Lampiran 13).

Adapun analisis regresi linear sederhana akan menghasilkan sebanyak 114 persamaan, yang terdiri dari 54 persamaan pada pengujian Hipotesis Ho4, 36 persamaan pada pengujian Hipotesis Ho5, dan 24 persamaan pada pengujian Hipotesis Ho6.



## BAB IV

### HASIL dan PEMBAHASAN

#### A. Deskripsi Singkat Objek Penelitian.

Penelitian telah dilakukan di BUMN Perkebunan Nusantara “Z” (Persero), yang bergerak dalam bidang usaha Agro Bisnis dan Agro Industri Kelapa Sawit, Karet dan turunannya. Kantor Pusat terletak di Jl. Sei Batanghari No. 2 Medan 20122, dan Kantor Perwakilan di Jl. Proklamasi No. 25, Menteng, Jakarta Pusat. Perseroan didirikan tanggal 11 Maret 1996 (PP No.8 tahun 1996 tanggal 14 Feb. 1996, Akte Notaris Harun Kamil, SH No. 36 tgl 11 Maret 1996), merupakan penggabungan dari 3 PTP dengan Modal Dasar Rp.1.200 milyar, diantaranya telah ditempatkan sebesar Rp. 315 milyar.

Perseroan memiliki 11 pabrik pengolahan kelapa sawit dengan kapasitas olah sebesar 555 ton tandan buah segar per jam dan 8 (delapan) pabrik pengolahan karet dengan kapasitas olah sebesar 200 ton karet kering per hari. Produk utama Perseroan adalah minyak sawit mentah (CPO), inti sawit (*palm kernel*), minyak inti sawit (PKO) dan produk olahan karet yaitu *centifuge latex*, *crumb rubber* dan *ribbed smoke sheet*. Anak Perusahaan dari Perseroan menghasilkan aneka produk industri hilir karet seperti *conveyor belt*, *rubber thread*, *rubber articles*, *rubber gloves*, resin dengan merek dagang Resiprene-35, *rubber wood*, produk bio industri dan juga perdagangan komoditas (Anonymous, 2013).

Sejak beberapa tahun lalu, Perseroan berhasil mencatat capaian signifikan dalam pengelolaan bisnis dan operasional perusahaan, yaitu Pembangunan Kawasan Industri Sei Mangkei, menjadi Kawasan Ekonomi Khusus (KEK)

dengan luas areal 2.002,77 Ha yang telah diresmikan melalui Peraturan Pemerintah Nomor: 29/2012. Sebelumnya pada lokasi yang sama, pada tanggal 27 Februari 2011, Kawasan Industri Sei Mangkei telah ditetapkan menjadi salah satu Program Nasional Master Plan Percepatan dan Perluasan Pembangunan Ekonomi Indonesia (MP3EI), yang mewakili Koridor I Ekonomi Sumatera sebagai pusat produksi dan pengolahan hasil bumi dan lumbung energi nasional. KEK Sei Mangkei terletak dalam wilayah kecamatan Bosar Maligas, Kabupaten Simalungun, Provinsi Sumatera Utara, yang meliputi: Zona Industri, Zona Logistik dan Zona Pariwisata. Kawasan Ekonomi Khusus Sei Mangkei ini berisi industri-industri hilir untuk mengolah bahan baku kelapa sawit dan karet menjadi aneka ragam produk turunan seperti *fatty acid methyl ester*, *surfactant*, *fatty alcohol*, *biodiesel*, yang mempunyai nilai tambah (*valu-added product*). Demikian juga untuk industri hilir karet terus dikembangkan di kawasan ini, yang sebagian daripadanya akan merupakan relokasi dari Industri Hilir Karet yang saat ini terletak di Tanjung Morawa dan Kawasan Sei Baman, Tebing Tinggi.

Kinerja keuangan Perseroan selama 3 (tiga) tahun, yang berakhir pada 31 Desember tahun 2013 sesuai dengan Laporan Tahunan yang dipublikasi pada tahun 2014 menunjukkan trend yang dinamis, dapat dilihat dari indikator pada Tabel 4.1. Laporan Tahunan 2014 sendiri, yang telah diaudit baru akan diterbitkan tahun 2015 sesudah disahkan dalam RUPS.

### A.1. Pemasaran

Hasil pemasaran dari BUMN Perkebunan Z telah menembus angka diatas Rp 4 trilyun. Penjualan Bersih Perusahaan pada tahun terakhir mengalami penurunan sebesar 3,88% dibandingkan tahun sebelumnya, yaitu sebesar Rp. 5,96 Triliun pada tahun 2012 menjadi Rp.5,73 Triliun pada tahun 2013. Penurunan ini terutama disebabkan oleh menurunnya harga jual kelapa sawit dan karet serta menurunnya volume penjualan karet (Anonymous, 2013).

Disisi lain, beban pokok penjualan pada tahun tersebut, mengalami peningkatan sebesar 8,58% dibandingkan tahun sebelumnya, hingga mencapai Rp.3,86 Triliun. Peningkatan ini terutama disebabkan oleh peningkatan jumlah bahan langsung, penyusutan dan amortisasi dan biaya tidak langsung masing-masing sebesar 10,84%, 12,97% dan 7,96% dibandingkan tahun sebelumnya.

Tabel 4.1. Kinerja Keuangan BUMN Perkebunan Z (Persero) selama 3 (tiga) tahun, yang berakhir 31 Desember 2013 (dalam Rp juta).

No.	Uraian	2011	2012	2013
1.	Penjualan Bersih	6.538.893	5.963.806	5.732.518
2.	Beban Pokok Penjualan	(3.714.247)	(3.555.083)	(3.860.175)
3.	Laba Kotor	2.824.646	2.408.723	1.872.343
4.	Beban Usaha	(1.154.005)	(1.264.011)	(1.200.074)
5.	Penghasilan Lain-2 Bersih <sup>2)</sup>	(8.059)	(14.414)	(71.083)
6.	Bagian Laba Bersih <sup>3)</sup>	23.442	5.464	4.889
7.	Laba (Rugi) Sebelum Pajak	1.686.025	1.164.590	601.188
8.	Manfaat (Beban) Pajak	(425.752)	(340.899)	233.884
9.	Laba Bersih	1.260.273	823.691	367.304
10.	Kepentingan non Pengendali	(141)	(805)	-2.361
11.	Laba Bersih <sup>4)</sup>	1.260.414	824.497	369.665
12.	Laba Komprehensif	1.260.273	820.946	367.304

#### Keterangan :

- <sup>1)</sup> Sumber : [www.ptpn3.co.id](http://www.ptpn3.co.id) (diunduh 19 April 2015; Annual Report 2013 dan disajikan kembali kronologis *ascendent* tahun)
- <sup>2)</sup> No.5 Penghasilan Lain-lain Bersih dan atau Beban Lain-lain Bersih
- <sup>3)</sup> No.6 Bagian laba bersih Perusahaan Asosiasi
- <sup>4)</sup> No.11 Laba Bersih yang diatribusikan Kepala Pemilik entitas Induk  
(*Net profit which can be attributed to company owner*)

## A. 2. Laba

Perseroan dan Entitas Anak (Konsolidasi) memperoleh Laba Bersih Komprehensif sebesar Rp.367.304 juta atau menurun sebesar Rp.453.642 juta dibanding tahun sebelumnya yang mencapai laba sebesar Rp.820.946 juta. Penurunan laba komprehensif ini karena harga jual komoditas yang menurun. Laba bersih per saham pada tahun 2013 mengalami penurunan sebesar 55,36% dibandingkan tahun sebelumnya, yaitu dari Rp.0,25 juta menjadi Rp.0,11 juta pada tahun 2013. Penurunan laba bersih per saham ini disebabkan penurunan laba bersih tahun berjalan yang dapat diatribusikan kepada pemilik entitas induk sebesar 55,16% dibandingkan tahun sebelumnya, sedangkan untuk rata-rata tertimbang jumlah saham beredar-dasar Perusahaan mengalami peningkatan sebesar 0,43%. Penurunan laba bersih tahun berjalan yang dapat diatribusikan kepada pemilik entitas induk pada tahun 2013 disebabkan oleh penurunan penjualan bersih.

Selain disebabkan oleh menurunnya penjualan bersih sepanjang tahun 2013 sebesar 3,88%, penurunan laba ini juga akibat meningkatnya beban pokok penjualan sebesar 8,58%, meningkatnya kerugian penurunan aset sebesar 62,01%, menurunnya keuntungan (kerugian) lain lain bersih sebesar 123,09% dan meningkatnya beban keuangan sebesar 58,71%. Uraian laporan laba rugi Perusahaan berhubungan dengan beban keuangan dan Keuntungan dan Kerugian lain-lain – bersih. Beban keuangan Perusahaan mengalami peningkatan sebesar 58,71% hingga mencapai Rp.103,20 Miliar. Peningkatan ini terutama disebabkan oleh beban bunga yang berasal dari pinjaman (kredit investasi) perbankan dan beban bunga dari sewa pembiayaan alat pengangkutan, masing-masing sebesar

66,57% dan 239,35%. Keuntungan (kerugian) lain-lain – bersih mengalami penurunan hingga 123,09% dibandingkan tahun sebelumnya, yaitu dari Rp.34,73 Miliar pada tahun 2012 menjadi Rp.-8,02 Miliar pada tahun 2013. Penurunan ini disebabkan oleh peningkatan kerugian penjualan ternak sapi, denda pajak dan kerugian lain-lain-bersih, masing-masing sebesar 12.641%, 905,50% dan 189,51% (Anonymous, 2013)

### A.3. Laporan Posisi Keuangan

Laporan posisi keuangan BUMN Perkebunan Z dan Entitas Anak (Konsolidasi) per 31 Desember 2013 ditutup dengan total Aset dan Liabilitas/Ekuitas sebesar Rp.11.016,57 milyar, dibanding RKAP-P per 31 Desember 2013 sebesar Rp.12.093,48 milyar berada dibawah Rp.1.076,91 milyar atau 8,90% dan dibanding per 31 Desember 2012 sebesar Rp.10.208,93 milyar mengalami kenaikan sebesar Rp.807,64 milyar atau 7,91% (Anonymous, 2013). Posisi keuangan Perseroan selama 3 (tiga) tahun tertera pada Tabel 4.2.

Tabel.4.2. Posisi Keuangan BUMN Perkebunan Z (Persero) selama 5 (lima) tahun, yang berakhir 31 Desember 2013 (dalam Rp juta).

No.	Uraian	2011	2012	2013
1	Liabilitas	4.578.031	5.482.492	6.211.461
2	Ekuitas	4.508.273	4.726.435	4.805.108
3	Aset	9.086.304	10.208.927	11.016.569

Sumber : Anonymous (2013).

### A.4. Arus Kas

Pada Tabel 4.3. diuraikan arus kas BUMN Perkebunan Z yang berasal dari aktivitas operasi investasi dan pendanaan. Arus Kas dari Aktivitas operasi menunjukkan kas bersih yang diperoleh dari aktivitas operasi mengalami

penurunan sebesar 119.39% dibandingkan tahun sebelumnya, yaitu dari Rp 419.499 Milyar menjadi Rp 81.350 Miliar pada tahun 2013. Penurunan ini terutama disebabkan oleh penurunan penerimaan kas dari aktivitas investasi Rp 89.102 Milyar, dampak perubahan kurs bersih 7.29 Juta dibandingkan tahun sebelumnya.

Tabel 4.3. Laporan Arus Kas BUMN Perkebunan Z (Persero) selama 3 (tiga) tahun (dalam Rp juta)

No.	Uraian	2011	2012	2013
1	Arus Kas Diperoleh dari (Digunakan untuk) Aktivitas Operasi	1.248.194	419.499	(81.350)
2	Arus Kas Diperoleh dari (Digunakan untuk) Aktivitas Investasi	(803.194)	(854.147)	(765.045)
3	Arus Kas Diperoleh dari (Digunakan untuk) Aktivitas Pendanaan	230.866	224.892	524.333

Sumber : Anonimous (2013)

Arus Kas dari Aktivitas investasi memperlihatkan kas bersih yang digunakan untuk aktivitas investasi mengalami peningkatan sebesar 6,34% dibandingkan tahun sebelumnya, yaitu dari Rp 854.147 Miliar pada tahun 2012 menjadi Rp 765.045 Miliar pada tahun 2013. Peningkatan ini disebabkan oleh penambahan Tanaman Belum Menghasilkan (TBM) sebesar Rp 31,06 Miliar dan penambahan investasi dalam saham sebesar Rp 13,56 Miliar dibandingkan tahun 2012. Selain itu, tidak terdapatnya pos-pos penerimaan yang berasal dari pelepasan tanah perkebunan dan penerimaan investasi jangka pendek juga menyebabkan peningkatan kas bersih yang digunakan untuk aktivitas investasi.

Arus Kas dari Aktivitas Pendanaan menyimpulkan bahwa kas bersih yang diperoleh dari aktivitas pendanaan mengalami penurunan sebesar 2,59% dibandingkan tahun sebelumnya, yaitu dari Rp 224.892 Miliar pada tahun 2012 menjadi Rp 524,333 Miliar pada tahun 2013. Peningkatan ini disebabkan oleh peningkatan penerimaan dari pihak berelasi sebesar Rp 10,80 Miliar dan kenaikan penerimaan utang bank sebesar Rp 898,91 Miliar dibandingkan tahun 2012 (Anonymous, 2013)

#### A.5. Kemampulabaan (*Profitability*)

Seperti tertera pada Tabel 4.4., kemampulabaan Perusahaan lebih rendah dibandingkan tahun 2012. Hal ini ditunjukkan dengan semakin menurunnya rasio margin laba kotor, margin laba usaha, serta margin laba bersih Perusahaan dibandingkan tahun sebelumnya. Rasio margin laba kotor dan margin laba bersih Perusahaan masing-masing sebesar 32,66% dan 6,45%. Penurunan profitabilitas ini disebabkan oleh penurunan harga komoditi dibanding tahun sebelumnya

Rasio rentabilitas (*remunativeness*) menunjukkan kemampuan Perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dengan menggunakan sumber daya yang tersedia. Rasio rentabilitas dapat memberikan gambaran tentang tingkat efektivitas pengelolaan Perusahaan. Sejalan dengan profitabilitas Perusahaan pada tahun 2013, rentabilitas Perusahaan juga mengalami penurunan dibandingkan tahun 2012. Rentabilitas Perusahaan yang ditunjukkan oleh tingkat pengembalian aktiva (ROA) dan tingkat pengembalian ekuitas (ROE) pada tahun 2013 masing-masing adalah sebesar 4,29% dan 7,69%. Penurunan ini disebabkan oleh menurunnya laba bersih sebesar 55,41%, meningkatnya jumlah aset dan jumlah ekuitas masing-masing sebesar 7,91% dan 1,66% dibandingkan tahun sebelumnya.

Likuiditas Perseroan yang merupakan kemampuan Perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek relatif masih baik, yaitu dengan Rasio Lancar (CR) sebesar 118,95%. Namun, dibandingkan tahun sebelumnya, mengalami penurunan sebesar 11,53%. Penurunan ini disebabkan oleh menurunnya aset lancar sebesar 8,25% dan meningkatnya liabilitas jangka pendek sebesar 3,70% dibandingkan tahun sebelumnya.

Tabel 4.4. Rasio Profitabilitas, Rentabilitas, Likuiditas dan Solvabilitas BUMN Perkebunan Z (Persero) selama 3 (tiga) tahun (dalam %)

No	Uraian	2011	2012	2013
1	Marjin Laba Kotor (GPM)	43.20	40.39	32.66
2	Marjin Laba Bersih (NPM)	19.27	13.83	6.45
3	Imbal Hasil : Ekuitas (ROE)	27.96	17.44	7.69
4	Imbal Hasil : Aset (ROA)	14.76	8.71	4.29
5	Rasio Lancar (CR)	113.12	134.45	118.95
6	Nisbah Hutang : Ekuitas (DER)	101.55	116.00	129.27

Sumber : (Anonymous, 2013)

Sementara itu Solvabilitas Perseroan yang merupakan indikator kemampuan Perusahaan untuk memenuhi liabilitasnya, diukur dengan membandingkan total liabilitas dengan total ekuitas dan aset. Pada tahun 2013, rasio kewajiban terhadap ekuitas (DER) Perusahaan adalah sebesar 129,27%, mengalami kenaikan dibandingkan tahun 2012 sebesar 11,44%.

#### A.6. Kinerja Kesehatan Perusahaan

Penilaian kinerja perusahaan berdasarkan Surat Keputusan Menteri Badan Usaha Milik Negara Nomor : KEP-100/MBU/2002 tanggal 04 Juni 2002 dan Keputusan RUPS BUMN Perkebunan Z (Persero) tentang Pengesahan Rencana Kerja dan Anggaran Perusahaan (RKAP) Tahun Buku 2013, tanggal 17 Januari 2013 dan Surat Persetujuan Revisi RKAP Nomor : S-634/MBU/2013 tanggal 09 Oktober 2013 adalah Sehat tingkatan AA (Double A) dengan rincian Nilai Skor Aspek Keuangan = 61,50, Nilai Skor Aspek Operasional = 13,00, Nilai Skor Aspek Administrasi = 15,00 dan Total Nilai Skor = 89,50.



## B. Paparan Hasil Penelitian

### B.1. Keuangan Konvensional dan Pengujian Ho1.

Hasil pengujian hipotesis pertama (Ho1) tentang kemajuan kinerja keuangan konvensional disajikan pada Tabel 4.5. Uji Chi Kuadrat ( $\chi^2$ ) menyimpulkan bahwa umumnya hipotesis nol ditolak. Metrik keuangan konvensional menunjukkan perbedaan kinerja yang sangat signifikan dari tahun ke tahun. Analisis angka indeks menyatakan terjadinya kenaikan nilai indeks pada akhir tahun pengamatan dibanding pada awal tahun. Seluruh angka indeks lebih besar dari 100.

Penjualan bersih (*net sales*) yang berasal dari komoditas Karet dan kelapa Sawit naik 2,6 kali lipat dari Rp 2.1 T menjadi Rp 4.7 T, mengalami kenaikan 160% atau rata-rata kenaikan 27% per tahun. Seperti terlihat pada Tabel 4.5., Gambar 4.1 dan Gambar 4.2, penjualan bersih bersama metrik keuangan konvensional lain selama 7 tahun periode pengamatan menampakkan kenaikan yang sangat nyata. Faktor penjualan ini sebagai bagian dari aktivitas pemasaran merupakan ujung tombak (*top lines*) dari perusahaan yang memberi kontribusi besar pada arus dana yang dihasilkan dari internal (*Internally Generated Fund, IGF*) dan juga memberi kontribusi pada laba usaha. Analisis Indeks terhadap penjualan menunjukkan bahwa pada akhir tahun pengamatan, telah terjadi kenaikan indeks penjualan dari 100 menjadi 347.

Penjualan sebagai sumber utama pemasukan dana perusahaan yang dihasilkan dari internal (*IGF*) tersebut yang ditentukan oleh faktor kuantum dan harga penjualan sangat berpengaruh terhadap kehidupan perusahaan. Kenaikan

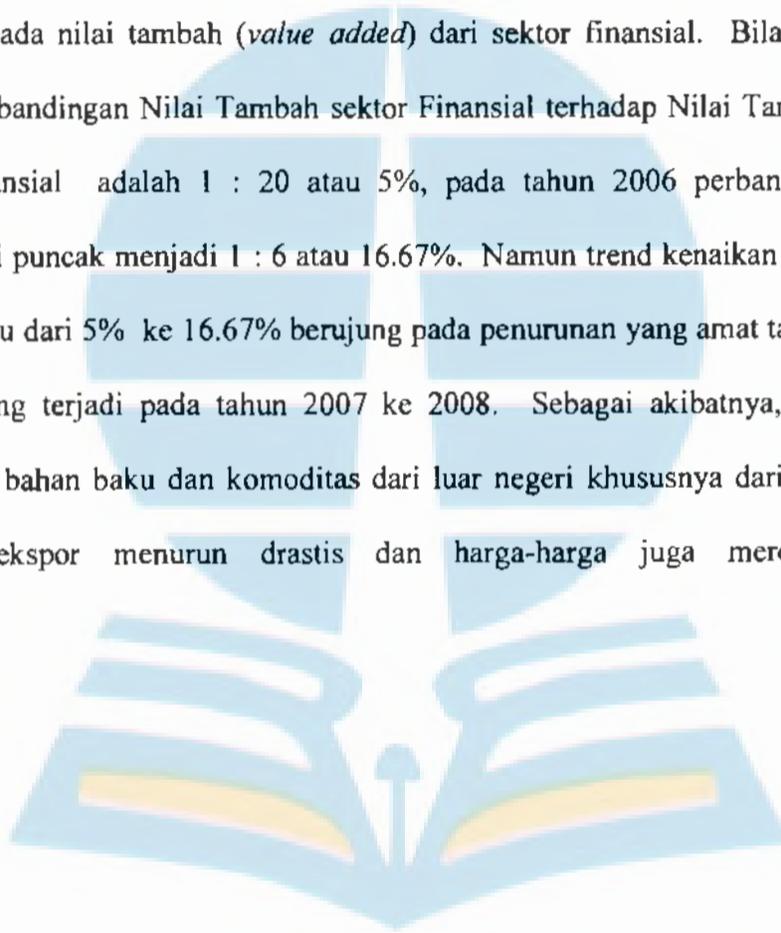
yang sangat signifikan pada nilai penjualan tersebut terlihat juga dalam histogram pada Gambar 4.1.

Varian penjualan memperlihatkan kontribusi kuantum dan kontribusi harga masing-masing bersifat *Unfavor* dan *Favor*. Pada saat realisasi penjualan lebih tinggi dari budget, maka varian bersifat *favor*. Dan sebaliknya bila realisasi penjualan lebih rendah dari anggaran, maka varian penjualan bersifat *unfavor*. Selama lima tahun pertama selisih harga jual bersifat *favor*, sedangkan selisih kuantum mengalami *unfavor* pada tahun ke-1, 4 dan 5. Secara umum, resultante keseluruhan dari nilai penjualan, yang merupakan gabungan dari faktor harga dan kuantum ternyata mengalami kondisi *favor*. Analisis varian pada tahun ke-6, setahun setelah krisis ekonomi yang melanda, ada sedikit penurunan. Untuk komoditas karet sampai Mei masih 2.50% dibawah anggaran disebabkan oleh jatuhnya harga (*unfavor*), dan untuk komoditas sawit sebesar 44.2% dibawah anggaran. Pada komoditas karet varian tersebut ditutupi oleh realisasi kuantum atau volume penjualan yang berada diatas anggaran (*favor*).

Ikhtisar kinerja keuangan yang tertera pada Tabel 4.5 ini juga menunjukkan kenaikan yang sangat berarti untuk laba bersih (*net profit*). Bila pada tahun pertama laba bersih yang dibukukan sebesar Rp 279 M maka pada akhir observasi sudah mencapai satu trilyun. Naik 3.63 kali lipat dan ini setara dengan kenaikan laba bersih rata-rata per tahun sebesar 43,8 %. Berdasarkan Analisis Indeks kenaikan laba bersih tersebut mengalami perbaikan indeks dari angka 100 pada tahun basis, menjadi angka indeks 363 pada akhir tahun observasi. Laba bersih yang ditentukan oleh hasil penjualan, beban pokok

penjualan, beban usaha, penghasilan lain-lain, bunga dan pajak, adalah dasar pijakan atau *bottom line* bagi arah perseroan kedepan.

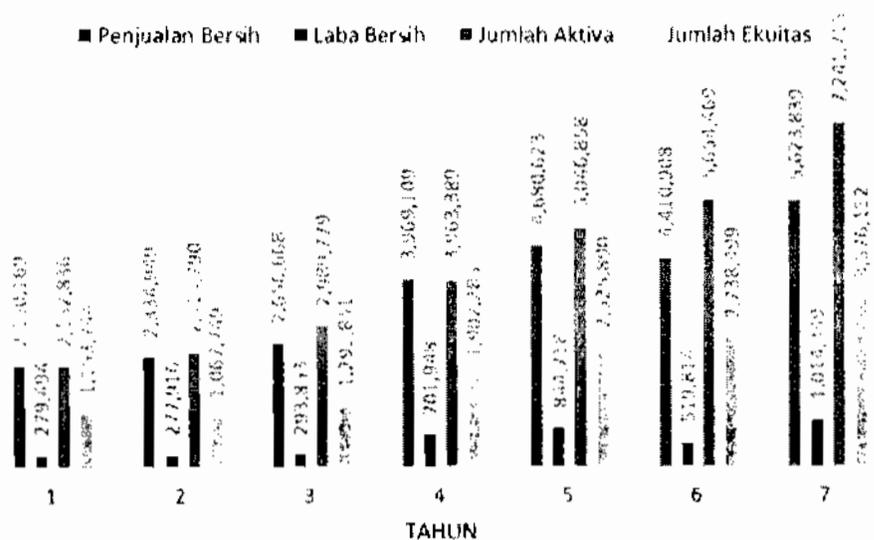
Kenaikan laba bersih (*net profit*) selama periode penelitian diwarnai oleh sedikit penurunan pada laba tahun ke-6 sebesar  $\pm$  Rp 325 M, jumlahnya lebih rendah dari tahun sebelumnya, yang terjadi seiring turunnya hasil pemasaran. Penurunan ini akibat adanya krisis ekonomi yang terjadi pada waktu itu. Seperti dilaporkan Banternghansa *et al.*, (2009), kekacauan sektor keuangan Amerika pada tahun 2008 menyebabkan resesi ekonomi yang luas dan imbasnya terasa pada sendi-sendi perekonomian nasional. Dahsyatnya krisis ekonomi pada saat itu terlihat pada nilai tambah (*value added*) dari sektor finansial. Bila pada tahun 1952 perbandingan Nilai Tambah sektor Finansial terhadap Nilai Tambah Sektor *Non-Finansial* adalah 1 : 20 atau 5%, pada tahun 2006 perbandingan naik mencapai puncak menjadi 1 : 6 atau 16.67%. Namun trend kenaikan selama lima dekade itu dari 5% ke 16.67% berujung pada penurunan yang amat tajam sebesar 14%, yang terjadi pada tahun 2007 ke 2008. Sebagai akibatnya, permintaan terhadap bahan baku dan komoditas dari luar negeri khususnya dari pasar-pasar tujuan ekspor menurun drastis dan harga-harga juga merosot tajam.



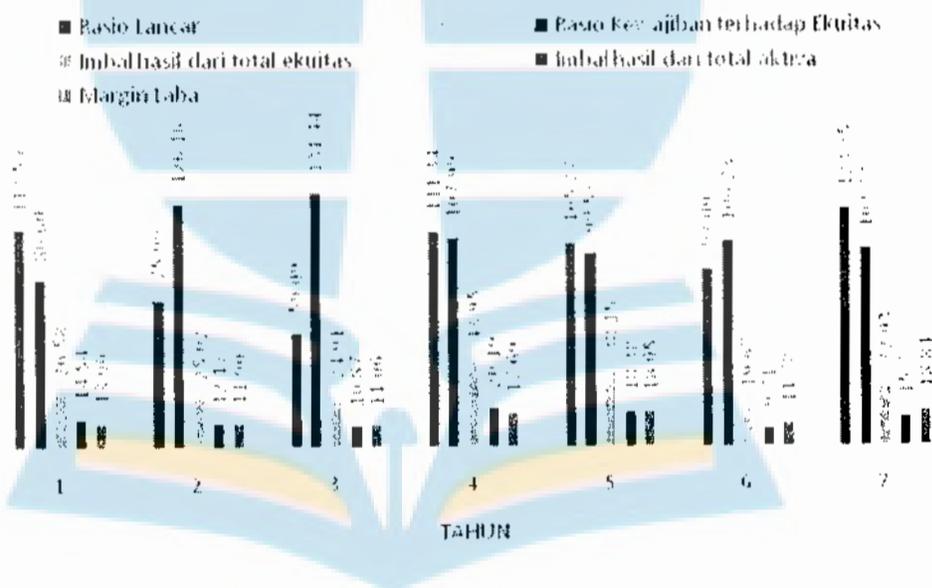
Tabel 4.5. Ikhtisar Metrik Keuangan, Uji  $\chi^2$  dan Indeks untuk Kinerja Penjualan, Laba, Aktiva, Ekuitas (dalam Rp juta) dan Rasio Keuangan (%) selama periode observasi tahun ke-1 s/d ke-7

No.	Metrik Keuangan	Observasi tahun ke-							$\chi^2$	Indeks
		1	2	3	4	5	6	7		
1.	Penjualan bersih	2.150	2.334	2.656	3.969	4.680	4.410	5.623	2.871.335 *	261
2.	Laba bersih	279	277	293	701	844	519	1.014	958.347 *	363
3.	Jumlah aktiva	2.152	2.414	2.989	3.963	5.046	5.654	7.241	4.985.026 *	336
4.	Jumlah ekuitas	1.153	1.067	1.291	1.902	2.525	2.738	3.576	2.648.045 *	310
5.	CR (%)	112.50	75.99	59.09	111.34	105.27	92.09	123.35	32 *	109
6.	DER (%)	86.60	126.16	131.44	107.99	99.53	106.23	102.32	13,274 *	118
7.	ROE (%)	26.58	25.02	24.91	43.95	38.15	19.67	32.03	14,454 *	120
8.	ROA (%)	14.54	12.17	10.87	20.19	18.75	9.71	15.73	6,233 <sup>ns</sup>	108
9.	NPM (%)	13.00	11.90	11.06	17.69	18.05	11.78	18.84	4,772 <sup>ns</sup>	145

Catatan: \*= signifikan ; ns = non signifikan Nilai  $\chi^2$  tabel pada ( $\alpha = 0,05$  ;  $df = 6$ ) adalah 12,592



Gambar 4.1. Histogram penjualan Bersih, laba Bersih, Jumlah Aktiva dan Jumlah Ekuitas selama 7 tahun observasi



Gambar 4.2. Histogram Rasio Keuangan CR, DER, ROE, ROA dan PM selama 7 tahun observasi

Metrik keuangan konvensional berikutnya yaitu jumlah aktiva dan ekuitas juga bertambah besar seiring dengan kinerja penjualan dan pembukuan laba bersih. Sepanjang sejarah berdirinya perusahaan, aktiva perusahaan telah mencapai Rp 7,2 Trilyun, pada tahun akhir pengamatan, dengan ekuitas Rp 3.6 Trilyun, yang sekaligus struktur aset ini juga menunjukkan bahwa *leverage* perusahaan sangat baik.

Sementara itu angka-angka rasio keuangan sebagaimana tertera pada Tabel 4.5. mengalami kenaikan dan bervariasi. Rasio lancar (CR), imbal hasil terhadap ekuitas (ROE) dan Imbal Hasil terhadap aktiva angkanya beragam. Margin laba perusahaan tetap masih diatas rata-rata industri BUMN Perkebunan, yaitu masih diatas kriteria ROE yang diperjanjikan 20% (Anonimous, 2002). Pada akhir tahun pengamatan seluruh rasio keuangan lebih baik dari awal tahun pengamatan. Signifikansi perubahan rasio keuangan selama 7 tahun tersebut telah diuji dengan Chi-kuadrat ( $\chi^2$ ). Semua indikator keuangan, kecuali ROA dan NPM, menunjukkan nilai Ch Kuadrat ( $\chi^2$ ) hitung yang lebih besar dari Chi Kuadrat ( $\chi^2$ ) tabel, yang berarti menolak hipotesis nol. Pada tahun ke-7 nilai ROA dan NPM masing-masing 15,73% dan 18,84% lebih tinggi dari total BUMN Perkebunan yang mencapai 8,28% dan 8,9%.

Rasio lancar (CR) tumbuh sangat baik secara signifikan menjadi 123%, diatas patok duga BUMN sebesar 115%. Hal ini berarti aset lancar lebih besar dari kewajiban dan perusahaan bisa menutup berbagai kewajiban tersebut dengan segera dan kapan saja. Aset lancar berupa Tunai, Persediaan dan Piutang (TPP) terkendali dengan baik. Rasio lancar (CR) yang besar yaitu 123% menunjukkan bahwa BUMN Perkebunan Z mempunyai likuiditas yang baik, mampu membayar

kewajiban dalam jangka pendek. Trilogi keuangan di PTPN yang dikenal dengan jargon “Ratu Laut Selatan” RLS (Rentabilitas, Likuiditas dan Solvabilitas) juga terlihat sangat baik. Solvabilitas dalam hal ini diindikasikan dengan rasio hutang terhadap kewajiban jangka panjang.

Rasio hutang dibanding ekuitas (DER) menunjukkan angka yang sehat, berada dibawah batas toleran perbandingan 70:30. Margin laba juga sudah memasuki angka dua digit sehingga dengan “RLS” tadi sudah menjadikan perusahaan ini sebagai salah satu patok duga (*benchmark*) di industri BUMN perkebunan.

Hasil kinerja keuangan konvensional selama 7 tahun observasi yang sangat baik ini, dapat diikuti secara paralel oleh metrik keuangan berbasis nilai tambah. Akan tetapi bisa juga terjadi sebaliknya apabila ternyata beban modal (*cost of capital*) yang lebih besar dari labanya itu sendiri.

#### B.2. Metrik EVA, MVA, CVA dan FVA dan Pengujian Ho2.

Uji statistik non parametrik Chi Kuadrat ( $\chi^2$ ) terhadap kinerja keuangan berbasis nilai tambah EVA, MVA, CVA dan FVA pada tingkat kepercayaan 95% tertera pada Tabel 4.6. Hasil uji statistika non parametrik Chi-kuadrat ( $\chi^2$ ) terhadap semua parameter nilai tambah EVA, MVA, CVA dan FFA sangat signifikan menolak hipotesis nol yang kedua (Ho2). Ini berarti bahwa selama 7 tahun pengamatan telah terjadi nilai tambah (*observed*) yang bervariasi, yang berbeda dengan rata-rata (*expected*). Berarti pula metrik finansial nilai tambah pada kenyataannya selama pengamatan sangat dinamis, tidak bernilai konstan atau tetap. Terbuktinya keragaman metrik finansial nilai tambah yang tidak sama dengan nol ini menunjukkan bahwa telah terjadi proses penciptaan nilai (*value*

*creation*). Terjadinya proses penciptaan nilai ini diperkuat oleh hasil Analisis Indeks dan histogram pada Gambar 4.3 dan Gambar 4.4

#### B.2.a. Nilai Tambah Ekonomi (EVA)

Perkembangan besaran nilai tambah EVA menunjukkan hasil yang baik bernilai positif, walaupun ada pada tahun ke-6 mengalami angka negatif. Turunnya EVA pada tahun ke-6 terkait erat dengan turunnya Laba Bersih Sesudah Pajak (NOPAT) akibat laba

kotor yang tergerus disebabkan nilai penjualan turun karena merosotnya harga jual komoditas saat itu. Sepanjang pengamatan pada tahun ke-6 tersebut, juga terlihat beban bunga saat itu mencapai rekor tertinggi sebesar Rp 72 M, sementara tahun tahun sebelumnya masih dibawah Rp 50 M (note: bahkan tahun berikutnya ketika telah terjadi pemulihan beban bunga menjadi Rp 56 M, masih lebih rendah dari Rp 72 M tersebut). Konsekuensi dari semua itu, NOPAT hanya mencapai Rp 515 M, sementara *capital charge* sebesar Rp 704 M, dan akibatnya EVA bernilai negatif.

Secara keseluruhan, nilai tambah ekonomi (EVA) dengan beban WACC sebesar 16.24 % yang semula bernilai Rp 58 M ditutup pada nilai Rp 129 Miliar, sedangkan EVA dengan WACC 13.45% semula bernilai Rp 103 M akhirnya berada pada angka lebih besar yaitu Rp 284.2 Miliar. Bila dibandingkan dengan awal penelitian tersebut telah terjadi kenaikan indeks masing-masing sebesar 221 dan 276. Melihat angka EVA positif, ini bermakna bahwa keuntungan ekonomi yang tercipta (*the true profit*) adalah keuntungan bersih perusahaan yang benar-benar telah dikurangkan oleh beban modal pemilik perusahaan (*capital charge*)

dan beban para pemberi hutang. Manajemen perseroan telah berhasil menciptakan nilai tambah ekonomis bagi perusahaan dan Pemegang Saham

Temuan nilai EVA positif ataupun negatif dilaporkan juga oleh peneliti lain. Pahlevi *et al.*, (2013) misalnya melaporkan peningkatan EVA selama 3 tahun pengamatan dan bernilai positif ( $EVA > 0$ ), demikian juga Dairo (2013), Hong *et al.*, (2005), Djojo (2009). Dairo (2013)



Tabel 4.6. Ikhtisar Metrik Finansial Nilai Tambah, Uji  $\chi^2$  dan Indeks untuk EVA, MVA, CVA dan FFA selama periode observasi tahun ke-1 s/d ke-7 (dalam Rp juta)

No.	Metrik Finansial Nilai Tambah	Observasi tahun ke-							$\chi^2$	Indeks
		1	2	3	4	5	6	7		
1	EVA <sub>1</sub>	102.934	73.062	30.801	340.843	356.118	(67.893)	284.268	1.037.698*	276
2	EVA <sub>2</sub>	58.408	27.587	(29.794)	256.783	255.586	(188.916)	129.513	2.086.236*	221
3	MVA	(35.506)	(37.085)	(21.147)	386.948	529.718	204.814	699.349	2.181.884*	@
4	CVA <sub>1</sub>	918.556	928.992	889.717	1.273.040	1.351.029	961.101	1.460.679	312.750 *	159
5	CVA <sub>2</sub>	858.492	861.619	806.302	1.162.462	1.210.222	803.341	1.258.644	254.047 *	147
6	FVA	737.330	730.975	746.103	767.510	880.000	965.945	1.244.387	244.633 *	169

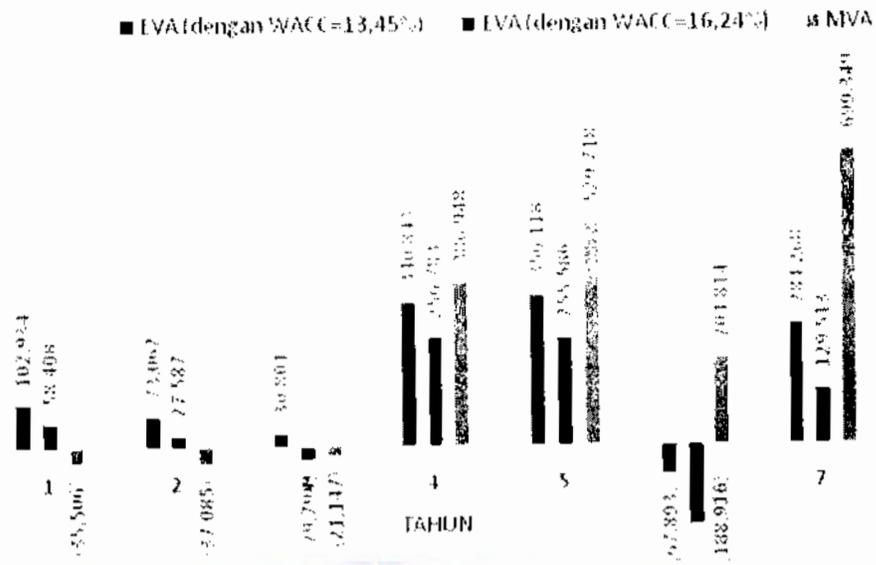
Catatan :

EVA<sub>1</sub> dan CVA<sub>1</sub> adalah dg WACC 13,45%

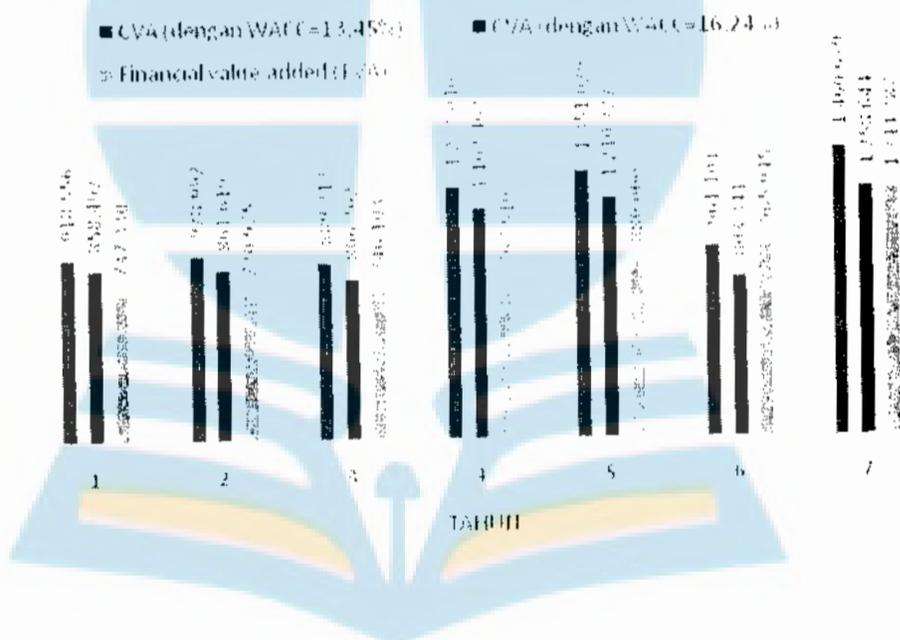
EVA<sub>2</sub> dan CVA<sub>2</sub> adalah dg WACC 16,24 %

Catatan: \*= signifikan ; ns = non signifikan Nilai  $\chi^2$  tabel pada ( $\alpha = 0,05$  ;  $df = 6$ ) adalah 12,592

@ Karena tahun dasar nya bernilai negatif, maka nilai MVA menjadi  $699,349 \text{ M} + |-35,506 \text{ M}| = \text{Rp } 734,855 \text{ Milyar}$ .



Gambar 4.3. Histogram metrik finansial EVA (WACC= 13.45%), EVA (WACC=16.245) dan MVA selama 7 tahun periode observasi



Gambar 4.4. Histogram metrik finansial CVA (WACC= 13.45%), CVA (WACC=16.245) dan FVA selama 7 tahun periode observasi

dalam penelitiannya tentang penciptaan nilai BUMN Perkebunan pada periode 2002-2011 menyatakan bahwa EVA positif secara rerata tercapai dua tahun setelah implementasi penilaian kesehatan keuangan dengan kelajuan pertumbuhan 1,7 kali per tahun. EVA terendah terjadi pada tahun 2002 sebesar minus Rp 37 M per perusahaan, dan EVA tertinggi terjadi pada tahun 2011 sebesar Rp 185 M per perusahaan. Hasil analisis empiris membuktikan antara skor kesehatan keuangan terhadap EVA memiliki keeratan kuat, asosiasi nyata pada taraf 1% arah positif, dan kemampuan menjelaskan sebesar 78.77%. Lebih lanjut Dario (2013) mengungkapkan keharmonisan juga terbukti pada kedelean indikator kesehatan keuangan ( ROE, ROI, Cash Ratio, CR, Waktu Penaguhan, ITO, TATO, Rasio Modal Sendiri terhadap Total Aset) terhadap EVA yang memiliki keeratan yang lemah hingga kuat, berasosiasi nyata pada taraf 1% dengan kemampuan menjelaskan berkisar 49,55% - 87,22%.

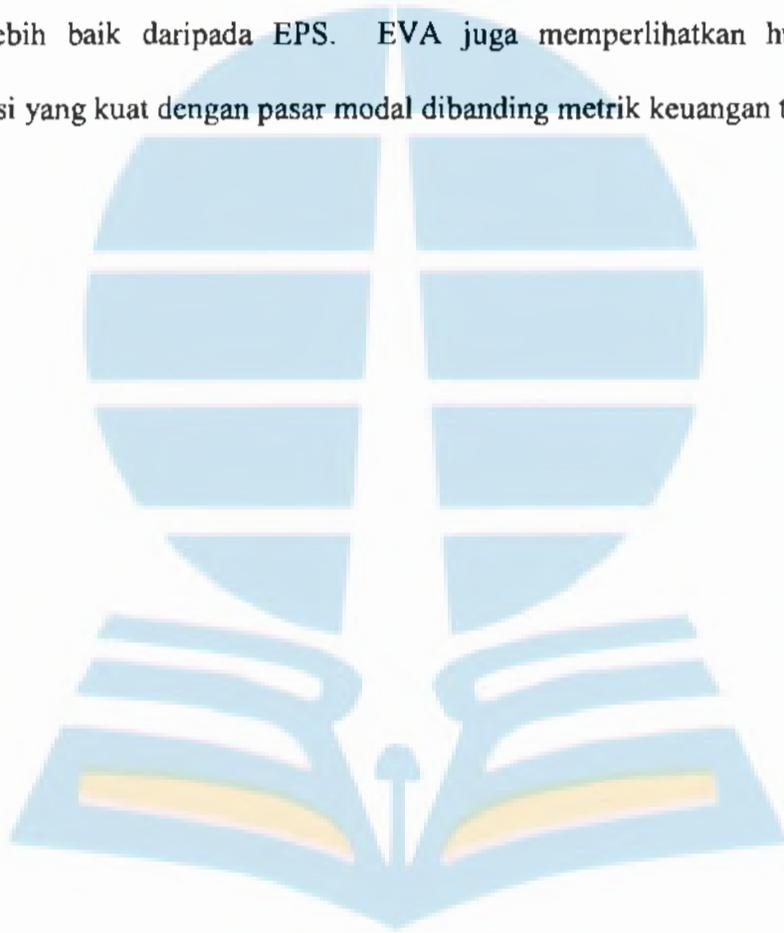
Penelitian yang seirama, sebelumnya dilakukan oleh Nurhayati (2008) dengan menelisik kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan EVA di PTPN XIV. Hasil perhitungan EVA di Pabrik Minyak Kelapa Sawit Luwu I, selama periode 2003-2007 bernilai positif berkisar antara Rp 4 milyar hingga Rp 22 milyar.

Hasil EVA negatif pernah dilaporkan oleh Djojo (2009), sewaktu mengukur kinerja perusahaan, dimana secara umum terjadi penciptaan nilai, kecuali tahun 1997, dimana EVA negatif yang menunjukkan adanya penghancuran nilai (*value destroy. sic !*).

Analisis kinerja keuangan dengan menggunakan metrik finansial bernilai tambah EVA dan MVA dilakukan oleh Tamba (2012) menyimpulkan bahwa

pendekatan metrik ini lebih baik dibanding dengan rasio keuangan semata, dalam menjelaskan imbal hasil yang membangkitkan kekayaan bagi investor dan perusahaan. Nilai EVA dan MVA selama periode 2008-2010 bernilai positif, yang berarti perusahaan telah menghasilkan kinerja yang baik dan manajemen telah mampu memberi kekayaan bagi perusahaan dan investor.

Madhavi dan Prasad (2015) dalam studi empirisnya tentang EVA dan MVA di India pada 7 (tujuh) perusahaan yang terdaftar di Pasar Modal, menunjukkan bahwa MVA sangat baik dipakai sebagai proxy untuk mengetahui nilai pasar perusahaan. Dan EVA merupakan alat prediksi nilai pasar perusahaan yang lebih baik daripada EPS. EVA juga memperlihatkan hubungan dan relevansi yang kuat dengan pasar modal dibanding metrik keuangan tradisional.



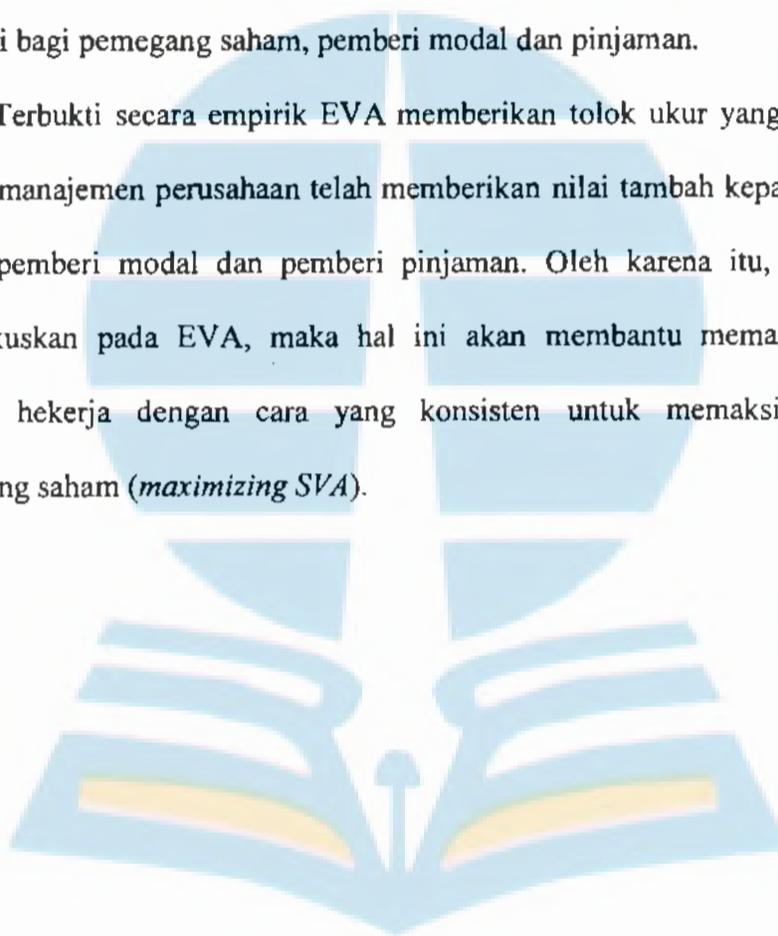
Tabel 4.7. Ikhtisar Metrik Keuangan EVA dan Komponen dengan WACC 16.24 % dan WACC 13.45% selama 7 tahun  
(satuan dalam Rp juta)

No.	Deskripsi Metrik Finansial	Observasi tahun ke-						
		1	2	3	4	5	6	7
1.	EBIT	453.692	417.554	461.311	1.065.831	1.201.091	716.017	1.373.747
2.	Tax on EBIT	136.108	125.266	138.393	319.749	360.327	200.485	343.437
3.	NOPAT	317.584	292.288	322.918	746.082	840.764	515.532	1.030.310
4.	WACC (13.45%)	0,1345	0,1345	0,1345	0,1345	0,1345	0,1345	0,1345
	WACC (16.24%)	0,1624	0,1624	0,1624	0,1624	0,1624	0,1624	0,1624
5.	Invested Capital	1.595.914	1.629.933	2.171.867	3.012.925	3.603.313	4.337.736	5.546.782
6.	Capital Charge (13.45)	214.650	219.226	292.116	405.238	484.646	583.426	746.042
	Capital Charge (16.24)	259.176	264.701	352.711	489.299	585.178	704.448	900.797
7.	EVA <sub>(13.45)</sub>	102.934	73.062	30.801	340.843	356.118	(67.893)	284.268
	EVA <sub>(16.24)</sub>	58.408	27.587	(29.794)	256.783	255.586	(188.916)	129.513

....

Bila memperhatikan nilai EVA pada Tabel 4.7 dengan mengambil contoh angka pada tahun ke-7, maka terlihat didalam EVA itu diperhitungkan laba dan modal saham, sehingga memberikan pertimbangan yang adil bagi manajemen dan para penyedia dana perusahaan. NOPAT sebesar Rp 1,03 Trilyun, *invested capital* Rp 5,5 Trilyun, WACC 13,45% maka didapat EVA sebesar Rp 284 Milyar, yaitu nilai diperoleh dari NOPAT dikurangi biaya modal (*capital charge*) sebesar Rp 746 Milyar. Pemegang saham telah menerima telah menerima Rp 284 Milyar porsi dari laba Rp 1,03 Trilyun setelah dikurangi biaya modal. Dan angka Rp 284 Milyar adalah sebagai laba ekonomi (*the true profit*), yang memberi nilai tambah ekonomi bagi pemegang saham, pemberi modal dan pinjaman.

Terbukti secara empirik EVA memberikan tolok ukur yang baik tentang apakah manajemen perusahaan telah memberikan nilai tambah kepada pemegang saham pemberi modal dan pemberi pinjaman. Oleh karena itu, jika manajer memfokuskan pada EVA, maka hal ini akan membantu memastikan bahwa mereka bekerja dengan cara yang konsisten untuk memaksimalkan nilai pemegang saham (*maximizing SVA*).



### B.2.b. Nilai Tambah Pasar (MVA)

Nilai Tambah Pasar (MVA) bernilai negatif pada 3 tahun pertama, namun 4 tahun berikutnya secara berturut-turut telah memberi nilai positif. Hal ini berhubungan dengan kenyataan bahwa pada 3 (tiga) tahun pertama nilai pasar dari saham masih dibawah nilai nominal, sedangkan sejak tahun ke-4 nilai pasar dari saham telah melewati nilai nominalnya (*book value*). Bahkan pada tahun terakhir pengamatan yaitu tahun ke-7, nilai pasar dari saham PT Perkebunan “Z” sudah mencapai 3.2 kali lebih tinggi dari nilai nominal. Hal ini tentu memberikan arti yang sangat baik bagi BUMN selaku pemilik.

Pada Tabel 4.8 dan histogram Gambar 4.2. tercantum perkembangan nilai MVA dan komponennya dari waktu ke waktu. Pada awal observasi, nilai MVA negatif yaitu sebesar minus Rp 35 Milyar. Namun pada akhir tahun pengamatan telah meningkat tajam, menjadi Rp 699 Milyar. Nilai MVA ini ditopang oleh kenaikan Nilai pasar per lembar saham dari Rp 887.283, terus meningkat menjadi Rp 3,220.156. Sedangkan jumlah saham (*number of share*) masih tetap 315.000 lembar. Bila dibandingkan dengan penelitian lainnya, hasil MVA dalam penelitian ini menampakkan terdapatnya kesejajaran yaitu adanya faktor laba bersih sebagai *bottom line* yang mempengaruhi atau berkontribusi turut berkontribusi besar pada MVA. Nilai pasar dari saham terbukti mencerminkan laba bersih sebagai *bottom line* usaha. Penelitian Ottemoesoe (2009) menjelaskan MVA juga dipengaruhi oleh likuiditas dan solvabilitas, metrik keuangan yang berkorelasi sangat erat dengan laba, dan menyatakan keseyogyaan perbedaan dalam hal MVA, likuiditas dan solvabilitas antara perusahaan yang diteliti.

Tabel 4.8. Ikhtisar Metrik Keuangan MVA dan Komponen selama 7 tahun (satuan dalam Rp ribu dan juta)

No.	Deskripsi Metrik Finansial	Observasi Tahun ke-						
		1	2	3	4	5	6	7
1.	Nilai Pasar saham *)	887.283	882.271	932.868	2.228.406	2.681.645	1.650.203	3.220.156
2.	Nominal saham (000)	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
3.	Jumlah saham beredar	315.000	315.000	315.000	315.000	315.000	315.000	315.000
4.	MVA (000)	(35.505.855)	(37.084.695)	(21.146)	386.947.809	529.718.320	204.814.091	699.349.137
5.	MVA (dalam juta)	(35.506)	(37.085)	(21.147)	386.948	529.718	204.814	699.349
6.	Laba bersih (000)	279,494,000	277,915,304	293,853,308	701,947,809	844,718,320	519,814,091	1,014,349,137

Keterangan \*) Ref : Dierks (2001)

MVA = (Nilai pasar saham biasa - Nilai nominal saham biasa) x Jumlah saham yang beredar

Dengan status sebagai PT *Persero* maka :

1. Nilai pasar saham PTPN III = Laba per saham dasar
2. Nilai nominal saham = Rp. 1 juta sesuai Anggaran Dasar perusahaan
3. Jumlah saham beredar = Saham yang ditempatkan (*paid-in capital*)

Besaran Nilai Tambah Pasar (MVA) yang positif ini memberi makna penting bagi investor modal dan hutang, pemilik saham dan perusahaan. Metrik finansial MVA dan EVA merupakan instrumen yang penting bagi penghargaan nilai suatu perusahaan. Bila EVA merupakan cuplikan periode pendek (biasanya setahun) sementara MVA merupakan pengharapan pasar (*expectation*) terhadap perusahaan tersebut pada periode mendatang (masa yang lebih panjang).

Dari hasil studi peneliti lain seperti yang ditulis oleh Tortella & Brusco (2001) menyatakan bahwa MVA dan EVA mempunyai hubungan yang positif dan signifikan. MVA dan EVA berhubungan lurus, sehingga cara-cara meningkatkan nilai MVA sejalan dengan cara-cara meningkatkan EVA. MVA tidak lain adalah total perjumlahan EVA tahunan, dibagi dengan WACC atau dengan kata lain MVA adalah nilai kiwari (*present value*) dari semua EVA yang akan datang, yang secara matematik diucapkan sebagai berikut

$$MVA = \frac{\sum_{i=1, \dots, n} EVA_i}{(1 + WACC)^i}$$

Perubahan-perubahan yang secara ajeg pada EVA tinggi, biasanya juga bernilai positif pada MVA nya. MVA bersama EVA sebagai indikator dari keberhasilan manajemen dalam memilih dan mengelola sumber-sumber pendanaan yang ada di perusahaan tentunya juga akan berpengaruh positif terhadap imbal hasil yang akan dinikmati pemegang saham.

Terjadinya perubahan besaran MVA pada empat tahun akhir observasi sejalan upaya-upaya yang dilakukan perseroan melalui efisiensi operasional dan peningkatan *top lines*. Upaya tersebut juga berdasarkan pada tinjauan literatur yang menguraikan cara-cara meningkatkan MVA. Cara meningkatkan MVA

dapat dilakukan dengan tiga cara (Stewart III, 1991) yaitu meningkatkan efisiensi operasional yang berpengaruh dan selisih antara *rate of return* dan *WACC* (*Rate of return = NOPAT/ capital*. *Capital* adalah jumlah dana yang terdiri dari hutang berbunga dan ekuitas saham); menambah jumlah modal yang diinvestasikan ke dalam suatu proyek di mana selisih antara *rate of return* dan *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*) berharga positif; menarik kembali modal dari operasional jika *rate of return* lebih kecil dari *WACC*.

### B.2.c. Nilai Tambah Tunai (CVA)

Model CVA yang dioperasionalkan dalam penelitian ini rancangannya sangat sederhana, yaitu hanya memasukkan elemen *cash* yaitu *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT), depresiasi, *WACC* dan gross asset, seperti formula yang tertera pada Metodologi. Ottosson *et al.*, (1996) memaparkan metode baru pengukuran kinerja keuangan CVA ini. Nilai *cash* yg diperoleh (*Cash Value Generated*) minus nilai *cash* yang diperlukan (*Cash Value Demanded*) adalah CVA. Bila nilai *cash* yg diperoleh dibagi nilai *cash* yang diperlukan disebut CVA Indeks. Untuk mendapatkan Nilai Tambah Tunai (CVA) yang tinggi, maka penjualan (baca: Pemasaran) harus dikurangi biaya yg sekecil-kecilnya agar terdapat operating surplus, dan selanjutnya faktor working capital movement harus negatif dan perusahaan harus mengurangi *non-strategic investment* agar menghasilkan OCF, *operating cash flow* yang tinggi.

Nilai Tambah Tunai (CVA) untuk rata rata tertimbang biaya modal (*WACC*) 13.45% dan 16.24% menunjukkan hasil yang positif. Kenaikan CVA terjadi dari awal hingga tahun terakhir pengamatan, yaitu masing-masing dari Rp

918 M naik menjadi Rp 1.4 T dan dari CVA Rp 858 M naik menjadi Rp 1.2 T. Bila ditelaah lebih jauh, maka terlihat bahwa faktor yang menyebabkan CVA positif adalah NOPAT yang konsisten meningkat dan angka depresiasi yg terus bertambah. *Gross asset* juga bertambah secara linear positif dari Rp 2.1 T menjadi Rp 7.2 T. CVA turun pada tahun ke-6, sama dengan fenomena turunnya EVA. Hal ini terkait dengan turunnya laba usaha karena nilai penjualannya juga turun. Perolehan dari depresiasi yang meningkat tidak bisa mengkompensasi turunnya NOPAT tersebut. Pada tahun terakhir pengamatan CVA kembali naik. CVA sebesar Rp 1,46 Trilyun bermakna uang tunai atau kas yang dinikmati pemegang saham sebagai kelebihan atau surplus dari seluruh pendapatan setelah dikurangi semua biaya, termasuk CoC.

Dengan nilai CVA yang tinggi pada penelitian ini membuktikan bahwa BUMN sebagai pemilik saham telah mendapatkan nilai manfaat, dimana laba operasi perusahaan digabung dengan depresiasi, masih jauh lebih tinggi dari beban WACC dan *gross asset*. Ini berarti Nilai Tambah Tunai (CVA) telah tercipta.

Bagaimana relevansi CVA ini dengan nilai pemegang saham dapat dirujuk pada hubungannya dengan *stock return*. Hejazi *et al.* (2007) mengungkapkan fakta pada 85 perusahaan industri yang terdaftar di bursa bahwa terdapat hubungan erat antara imbal hasil saham (*stock return*) dengan CVA dan PER. Variasi imbal hasil dapat dijelaskan dengan baik oleh CVA dan PER. Dan CVA memiliki koefisien determinasi tertinggi. Hubungan korelasi yang erat ant

Tabel 4.9. Ikhtisar Metrik Keuangan CVA dan Komponen dengan WACC 16.24 % dan WACC 13.45% selama 7 tahun  
(satuan dalam Rp juta)

No.	Deskripsi Metrik Finansial	Observasi Tahun ke-						
		1	2	3	4	5	6	7
1.	NOPAT	317.584	292.288	322.918	746.082	840.764	515.532	1.030.310
2.	Depreciation	890.528	961.493	968.924	1.060.035	1.189.068	1.206.095	1.404.339
3.	GOPAT	1.208.113	1.253.781	1.291.842	1.806.116	2.029.832	1.721.627	2.434.650
4.	Gross Asset	2.152.836	2.414.790	2.989.779	3.963.389	5.046.859	5.654.469	7.241.415
5.	ROGA	0,561	0,519	0,432	0,456	0,402	0,304	0,336
6.	WACC = 13.45%	0,1345	0,1345	0,1345	0,1345	0,1345	0,1345	0,1345
7.	WACC = 16.24%	0,1624	0,1624	0,1624	0,1624	0,1624	0,1624	0,1624
8.	CVA <sub>13,45</sub>	918.556	928.992	889.717	1.273.040	1.351.029	961.101	1.460.679
9.	CVA <sub>16,24</sub>	858.492	861.619	806.302	1.162.462	1.210.222	803.341	1.258.644

Keterangan :

Ref : Knight (1998, P 191)

1. Net Operating After Tax (NOPAT) + Depreciation = Gross Operating Profit After Tax (GOPAT)

2. Gross Asset = Total Assets - NIBCL + Accumulated Depreciation. NIBCL = Non-interest Bearing Current Liabilities

3. GOPAT/Gross Assets = Return on Gross Asset (ROGA)

4. CVA adalah GOPAT - (WACC x Gross Assets).

CVA dan PER terbukti. Dengan begitu BUMN Perkebunan Z yang mempunyai CVA tinggi akan membuat harga saham berbanding labanya juga tinggi.

Perhitungan biaya kapital dalam CVA juga merupakan salah satu masalah yang perlu diperhatikan. Seperti halnya perhitungan EVA, keakuratan perhitungan CVA juga bergantung pada keakuratan estimasi biaya ekuitas dan perhitungan biaya hutang. Selain itu, CVA menggunakan jumlah ekuitas yang ada pada neraca perusahaan, di mana perhitungan ekuitasnya terdistorsi oleh prinsip akuntansi yang digunakan.

#### B.2.d. Nilai Tambah Finansial (FVA)

Nilai Tambah Keuangan (FVA) mengalami kenaikan sangat nyata, sebagaimana terbukti baik dari uji statistika non-parametrik Chi Kuadrat ( $\chi^2$ ), maupun dari Analisis Angka Indeks (Tabel 4.6). Berdasarkan Analisis Indeks telah terjadi kenaikan dari tahun dasar (100) mencapai angka indeks 168 pada akhir tahun observasi. Nilai tambah finansial ini terangkat oleh karena unit produksi yang terjual dan harga umumnya cukup *favourable*, *fixed cost* terkendali dan adanya kontribusi linear dari depresiasi.

Berdasarkan hasil perhitungan dan pengujian Chi Kuadrat ( $\chi^2$ ) dan analisis indeks diatas terbukti bahwa telah terjadi penciptaan nilai tambah finansial pada BUMN Perkebunan "Z". Nilai FVA pada BUMN Perkebunan ini meningkat secara signifikan. Pada mula observasi nilai FVA adalah Rp 737 Milyar, terus bertambah dan mencapai angka Rp 1,2 Trilyun pada akhir tahun pengamatan. Kenaikan FVA yang mengesankan ini tidak terlepas dari kenaikan EBIT dan depresiasi yang dapat mengkompensasi biaya variabel, biaya tetap dan aspek penjualan, secara positif.

Tabel 4.10. Ikhtisar Metrik Keuangan FINANCIAL VALUE ADDED (FVA) dan Komponen selama 7 tahun (satuan dalam Rp juta)

No.	Deskripsi Metrik Finansial	Observasi Tahun ke-						
		1	2	3	4	5	6	7
1.	EBIT	453.692	417.554	461.311	1.065.831	1.201.091	716.017	1.373.747
2.	Tax on EBIT	136.108	125.266	138.393	319.749	366.973	200.485	343.437
3.	NOPAT	317.584	292.288	322.918	746.082	834.118	515.532	1.030.310
4.	Equivalent Depreciation (ED)	470.782	522.806	545.739	1.038.607	1.143.186	755.682	1.190.263
5.	Depreciation (D)	890.528	961.493	968.924	1.060.035	1.189.068	1.206.095	1.404.339
6.	ED – D	(419.747)	(438.687)	(423.185)	(21.428)	(45.881)	(450.413)	(214.077)
7.	Financial Value Added (FVA)	737.331	730.975	746.103	767.509	880.000	965.945	1.244.387

Ref : Rodriquez et al (2002).

FVA = NOPAT – (ED-D)

Dinamika naik turun nilai FVA tidak selalu berkoinidensi dengan naik turunnya EBIT. Walaupun EBIT turun pada tahun ke-6, akan tetapi FVA nya tetap meningkat disebabkan kontribusi dari depresiasi. Pada sisi lain ekuivalen depresiasi turun cukup besar dari Rp 1,143 Trilyun menjadi Rp 755 Milyar. Bila diperhatikan EVA terakhir sebesar Rp 1,244 Trilyun maknanya itulah kelebihan dari keuntungan dan depresiasi oleh BUMN Perkebunan Z setelah dikurangi oleh Ekuivalen Depresiasi. Dengan demikian FVA juga menunjukkan itulah laba bersih sesudah membayar pajak ditambah depresiasi aset tetap masih lebih besar dari Ekuivalen Depresiasi.

### B.3. Metrik SVA dan Pengujian Ho3.

Pengujian hipotesis ketiga yaitu apakah ada penambahan atau penciptaan nilai tambah bagi pemegang saham, telah dilakukan melalui uji statistika non parametrik Chi-Square seperti tertera pada Tabel 4.11. Bukti empirik menyimpulkan bahwa hipotesis nol ditolak yang berarti telah tercipta nilai tambah pemegang saham (SVA) selama penelitian berlangsung.

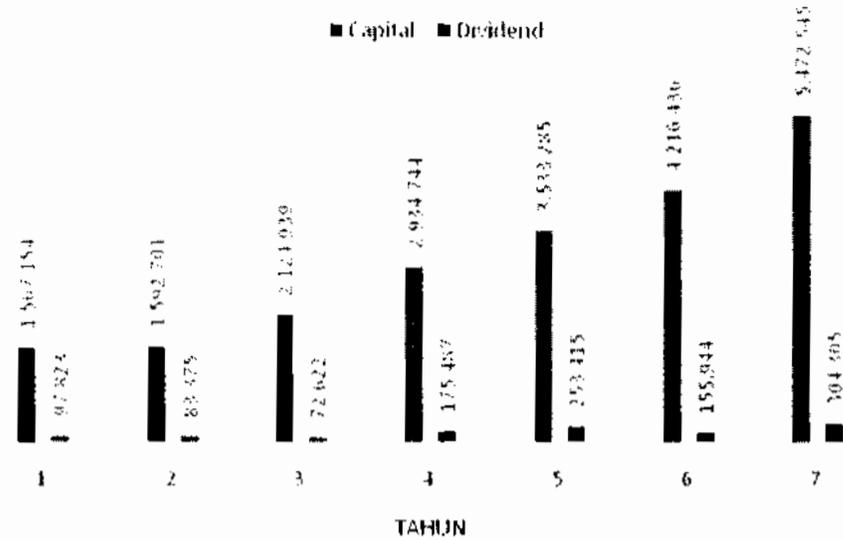
Dividen memperlihatkan kenaikan yang signifikan. Pemegang saham telah menerima dividen selama 7 tahun masa observasi mulai dari Rp 98 M hingga Rp 304 M dengan kumulatif Rp 1,14 Trilyun. Bila dibandingkan dengan BUMN Perkebunan lainnya yang sama-sama mendapatkan suntikan modal dari Negara, namun belum pernah memberikan bagi hasil dividen (Tabel 1.2.), maka BUMN Perkebunan Z tergolong BUMN Perkebunan yang telah memikirkan dan bertindak sesuai harapan pemilik Perseroan.

Tabel 4.11. Ikhtisar Metrik Finansial Nilai Kapital dan Dividen (dalam Rp juta), Uji  $\chi^2$  dan Indeks selama 8 tahun observasi (dalam Rp Milyar)

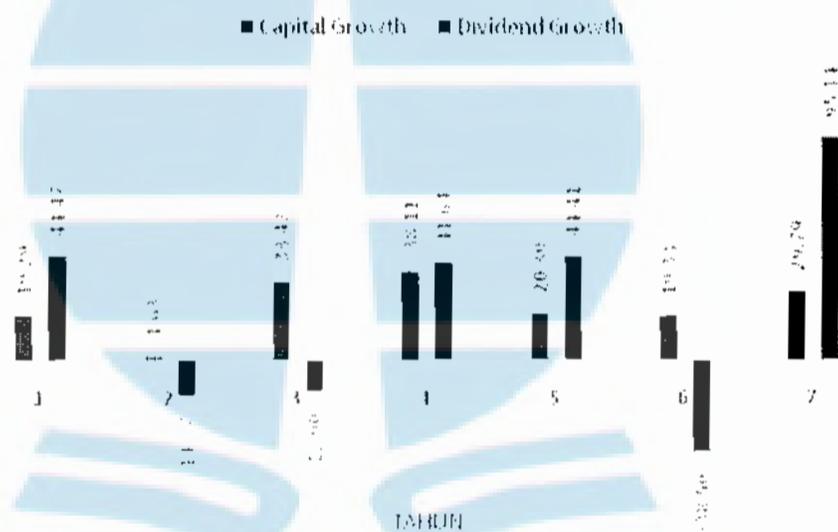
No	Metrik Finansial	Observasi tahun ke-								$\chi^2$	Indeks
		0	1	2	3	4	5	6	7		
1.	Kapital	1.313	1.567	1.592	2.124	2.934	3.533	4.216	5.472	4.130.838 *	349
	Pinjaman JK	106	42	79	203	26	145	235	252	-	-
	Pinjaman JG	257	371	445	629	1.006	862	1.222	1.643	-	-
	Ekuitas	949	1.153	1.067	1.291	1.902	2.525	2.758	3.576	-	-
2.	Dividen	67	97	83	72	175	253	155	304	288.480 *	311
	Laba bersih	135	279	277	293	701	844	519	1.014	-	-
	% Dividen	50.00	35.00	30.00	25.00	25.00	30.00	30.00	30.00	-	-
3.	Capital Gr. (%)	16.49	19.29	1.63	33.42	38.11	20.39	19.33	29.79	38*	161
4.	Devidend Gr. (%)	60.37	44.47	(14.77)	(12.90)	41.64	44.41	(38.46)	95.14	569*	157

Catatan:

1. Tahun ke-0 adalah tahun pembanding untuk menghitung pertumbuhan mulai tahun ke-1, dengan realisasi persentase dividen 50% dari Laba Bersih
2. Catatan: \*= signifikan ; ns = non signifikan Nilai  $\chi^2$  tabel pada ( $\alpha = 0,05$  ;  $df=6$ ) adalah 12,592



Gambar 4.5. Histogram Kapital dan Dividen selama 7 tahun periode pengamatan



Gambar 4.6. Histogram Pertumbuhan Kapital dan Pertumbuhan Dividen selama 7 tahun periode pengamatan (tahun ke minus 1, sebagai base year)

Perkembangan nilai kapital dan dividen serta pertumbuhannya tertera pada Tabel 4.11. Kapital dimaksud disini bukanlah “*capital gain*”, namun kumulatif dari modal yang terdiri pinjaman jangka pendek, pinjaman jangka panjang dan ekuitas. Peningkatan Kapital, Dividen dan Laba Bersih selama 7 tahun observasi sangat signifikan, seperti dapat dilihat dari hasil uji Chi Kuadrat ( $\chi^2$ ). Analisis Indeks terhadap metrik nilai pemegang saham juga sangat besar, dengan rata-rata indeks diatas 300, dibanding dengan tahun dasar (*base year*).

Kapital yang semula Rp 1,5 Trilyun telah berganda menjadi Rp 5,4 Trilyun, dengan kenaikan indeks sebesar 349 poin. Dividen yang dibayarkan semula Rp 97 Milyar, meningkat menjadi Rp 304 Milyar, dengan kenaikan indeks 311 poin dan dividen kumulatif selama tahun pengamatan adalah Rp 1,14 Trilyun. Laba bersih yang dicetak pada akhir tahun pengamatan adalah Rp 1 Trilyun lebih, angka untuk pertama kalinya ditembus angka laba bersih satu trilyun.

Pertumbuhan Kapital dan Dividen, dan pertumbuhan dividen sangat bervariasi seiring laba bersih yang dicetak perusahaan. Untuk perhitungan pertumbuhan kapital dan dividen ini dibandingkan dengan tahun ke minus 1 (i-1), dimana pada saat itu terjadi penctapan dividen sebesar 50% dari laba bersih. Tahun-tahun selanjutnya, besarnya dividen diantara kisaran 25 % hingga 50% dengan rata-rata terhoboti 26.18%.

#### B.4. Pengaruh Keuangan Konvensional terhadap EVA, MVA, CVA dan FVA dan Pengujian Ho4.

Sesuai dengan hipotesis tentang implikasi dari kinerja dan metrik keuangan terhadap penciptaan nilai tambah, analisis semula dijalankan menggunakan Analisis Regresi Linear Berganda dengan hasil rekapitulasi dari hasil uji tertera pada Tabel Lampiran 10, Tabel Lampiran 11 dan Tabel Lampiran 12. Namun pengujian empirik dengan meregresikan secara berganda metrik finansial memunculkan gejala multikolinearitas (*multicollinearity*), dimana nilai faktor inflasi varian (VIF, *Variance Inflation Factor*) sangat tinggi. Hasil dan kesimpulan dari analisis regresi linear berganda ini menjadi tidak signifikan pada umumnya seperti tampak pada Tabel Lampiran 10, Tabel Lampiran 11 dan Tabel Lampiran 12. Hal ini terjadi karena dampak dari VIF tersebut. Konsekuensi dari tingginya VIF - yang berarti adanya multikolinearitas - menurut Keller *et al.*, (2003), Ghozali (2013) dan Asnawi dan Wijaya (2006) mengakibatkan varian dan kovarian menjadi lebih besar; selang kepercayaan pada *estimate* menjadi lebih lebar akibat dari galat baku yang besar, nilai statistik "t-stat" menjadi kecil. Walau Koefisien Determinasinya tinggi, namun nilai "t-stat" menjadi sangat tidak berarti.

Menurut hemat Asmawi dan Wijaya (2005, 2006), dalam variabel keuangan memang hampir seluruhnya memiliki peluang multikolinearitas. Hal ini disebabkan variabel yang dipakai biasanya merupakan turunan (*derived*). Sebagai contoh antara metrik finansial imbal hasil ROE dengan ROA keduanya akan menunjukkan multikolinearitas, karena keduanya menggunakan EAT sebagai pembilang dan yang membedakannya hanyalah pembaginya, yaitu masing-masing

ekuitas dan aset. Namun faktor pembagiya inipun mempunyai hubungan kausal yang sangat erat. Sehingga gejala multikolinearitas tidak terhindarkan. Bila ditelaah metrik finansial lainnya sebagai contoh akan demikian juga halnya, misalnya antara EVA dengan MVA.

Para pakar analisis statistik diatas menyarankan agar pada penelitian metrik keuangan bila dijumpai gejala multikolinear, maka perlu dilakukan hal-hal sebagai berikut: Melakukan analisis regresi tataan (*step-wise regression*); Melakukan *ridge regression*; Menerapkan metode yang mendekati *Partial Least Square (PLS)*, misalnya *Principle Component Analysis (PCA)*. Adapun cara lain tambahan yang di lakukan adalah menggunakan "*a priori information*", mengkombinasikan data "*cross section*" dan "*time series*", menghilangkan atau mentransformasi variabel, menambah data baru, atau membentuk persamaan model polinomial.

Keller *et al.* (2003) menyarankan juga cara pemecahan masalah multikolinear ini adalah dengan melakukan regresi linear sederhana. Oleh sebab itu terjadi perubahan metode analisis dari Analisis Regresi Linear Berganda menjadi Analisis Regresi dan Korelasi Linear Sederhana (*Simple Linear Regression and Correlation Analysis*). Hasil Analisis regresi, korelasi dan koefisien determinasi dengan menggunakan piranti lunak SPSS tertera pada Tabel Lampiran 13.

Hasil analisis regresi dan korelasi untuk pengujian hipotesis ke-empat (Ho4) tertera pada Tabel 4.12. Terdapat 54 (= 9 x 6 variabel) persamaan regresi linear untuk menguji Hipotesis Ho4. Laba bersih (*net profit*) berkorelasi positif

Tabel 4.12. Nilai Koefisien Regresi dan Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) dari Analisis Regresi Linear Metrik Keuangan Konvensional sebagai Peubah Bebas (*Independent Variable*) dengan Metrik Finansial Bernilai Tambah sebagai Peubah Terikat (*Dependent Variable*)

Peubah Bebas ( <i>Independent Variable</i> )	Peubah Terikat ( <i>Dependent Variable</i> )											
	EVA (dengan WACC=13,4 5%)	$R^2$	EVA (dengan WACC=16,2 4%)	$R^2$	MVA	$R^2$	CVA (dengan WACC=13,4 5%)	$R^2$	CVA (dengan WACC=16,2 4%)	$R^2$	Financia l Value Added (FVA)	$R^2$
Penjualan Bersih	6.230E-5	.248	3.236E-5	.073	2.134E-4*	.896	.153*	.715	.115*	.554	.122*	.746
Laba Bersih	4.125E-4*	.552	2.945E-4	.308	.001*	1	.781*	.944	.629*	.843	.490*	.610
Jumlah Aktiva	2.851E-5	.103	6.551E-6	.006	1.397E-4*	.760	.095*	.547	.067	.376	.094*	.881
Jumlah Ekuitas	6.191E-5	.124	1.878E-6	.013	2.801E-4*	.786	.193*	.577	.138	.407	.187*	.885
Rasio Lancar	4.644	.404	3.771	.282	9.073	.476	7549.44	.510	6399.28	.504	4361.62	.279
Rasio Kewajiban Ekuitas	-3.712	.120	-3.001	.086	-7.136	.136	-5641.27	.132	-4789.09	.131	-3439.58	.080
Imbal hasil dari total ekuitas	18.453*	.891	17.666*	.893	21.546	.374	21106.9*	.556	20027.66*	.689	456.322	4.26E-4
Imbal hasil dari total aktiva	40.927*	.913	39.303*	.921	47.249	.375	46644.1*	.566	44429.49*	.707	2487.98	.003
Margin Laba	45.705*	.878	38.502	.681	80.462*	.839	69046.9*	.956	59703.17*	.984	29546.68	.287

Catatan: \*= signifikan ; ns = non signifikan dengan nilai signifikansi tertera pada Tabel Lampiran SPSS.

Contoh Persamaan Regresi  $Y$  (EVA<sub>13,45</sub>) = -71,676 + 4,125 E<sup>-4</sup> X<sub>2</sub> (Laba Bersih), dengan  $R^2 = 55,2\%$  dan  $r = 0.743$ .

Referensi Tabel Lampiran 13 halaman .... (Model Summary A2, A10 atau X2, X10). Persamaan lainnya analog.

dan signifikan dengan semua metrik finansial bernilai tambah EVA, MVA, CVA dan FVA. Kenaikan nilai EVA dari tahun ke tahun selama observasi, seiring dengan kenaikan laba bersih tersebut. Korelasi yang positif antara laba bersih dengan EVA adalah sebesar  $r = 0.743$ . Bukti hubungan secara empirik ini terlihat pada saat nilai EVA jatuh ke wilayah negatif (Tabel 4.6), ini berkaitan dengan laba bersih yang juga turun dan fakta ini dapat dilihat pada observasi tahun keenam. Laba bersih nyata terbukti mempunyai pengaruh atau berimplikasi terhadap EVA seperti terlihat pada Tabel 4.12.

Hubungan korelasional yang sempurna dijumpai antara laba bersih dengan MVA yang mempunyai koefisien determinasi 100%. Koefisien regresi juga bernilai positif dengan nilai betha 0.001, yang menunjukkan bahwa kenaikan laba bersih akan direspon oleh MVA dengan kenaikan sebesar 0.1%. Bila perseroan terus meningkatkan laba bersih, maka kenaikan laba Rp 1 Milyar akan memicu kenaikan MVA sebesar Rp 1 juta. Memperhatikan angka koefisien determinasi yang sempurna antara laba bersih dengan MVA ini menunjukkan bahwa variasi naik turunnya MVA, 100% dapat dijelaskan oleh faktor laba bersih (*net profit*) saja. Hal ini berlaku setidaknya-tidaknya selama 7 tahun observasi di Perseroan.

Peran laba bersih (*net profit*) dalam menerangkan perilaku CVA juga sangat nyata. Dengan korelasi sebesar 0.97 dan 0.91 untuk CVA ber WACC 13.45% dan 16.24% serta melihat koefisien determinasi yang tinggi yang berturut-turut sebesar 94% dan 84%, maka jelas bahwa perilaku variasi pada CVA cukup dapat diterangkan oleh faktor *net profit* tersebut.

Dengan melihat secara rata-rata koefisien regresi laba bersih terhadap CVA yaitu  $(0.78+0.62)/2$ , hal ini menyatakan bahwa setiap kenaikan laba perseroan sebesar satu satuan, akan meningkatkan CVA sebesar 70%. Maka bila rata-rata kenaikan laba sebesar Rp 1 triliun, berarti sumbangan kepada CVA adalah Rp 700 Milyar, secara tunai.

Demikian pula halnya dengan FVA yang dalam penelitian ini terbukti secara empirik dipengaruhi sangat nyata oleh net profit dengan koefisien regresi 0.49, koefisien korelasi 0.78 dan koefisien determinasi 61%. Peran net profit sangat dominan dalam menjelaskan keberagaman nilai FVA selama observasi berlangsung. Disamping ada faktor lain yang diindikasikan dari analisis regresi ini, yang daya jelasnya sebesar 39%. Dalam kaitan ini nampak terlihat peran depresiasi dan juga tingkat pungutan pajak dalam menghasilkan besaran FVA.

Selanjutnya untuk melihat tinjauan pengaruh variabel bebas lainnya, yang memberikan efek signifikan terhadap EVA dan CVA dapat difokuskan kepada rasio keuangan ROE, ROA dan NPM. Rasio keuangan ini berkorelasi positif sangat nyata, koefisien regresinya juga signifikan, serta daya jelas yang sangat besar terhadap variasi EVA dan CVA. Namun ROE dan ROA tidak berpengaruh terhadap MVA dan FVA.

Apa saja rasio keuangan konvensional yang berimplikasi terhadap EVA dan metrik finansial bernilai tambah lainnya dapat diungkap dari Tabel 4.13. EVA dengan WACC 13,45% dipengaruhi oleh *net profit*, ROE, ROA dan NPM sedangkan EVA dengan WACC 16,24% hanya dipengaruhi oleh ROE dan ROA. Kesemua metrik finansial konvensional tersebut berpengaruh positif dan dengan daya jelas  $R^2$  yang cukup tinggi.

Sebelumnya sudah dipaparkan bahwa faktor-faktor yang berimplikasi terhadap MVA adalah *net profit* yang koefisien determinasinya sempurna. Ternyata jika secara terpisah dan sendiri-sendiri dilihat hubungan korelasional terdapat metrik yang juga memberi dampak individual terhadap MVA yaitu penjualan bersih (*net sales*), aset, ekuitas dan NPM. Masing-masing metrik keuangan konvensional ini mempunyai daya jelas atau koefisien determinasi yang tinggi, seperti terlihat pada Tabel 4.12.

Hubungan metrik finansial konvensional dengan MVA dapat dijelaskan berdasarkan rumusan Dierks (2000), yang menyatakan bahwa besaran MVA dipengaruhi oleh harga saham (*equity market value*) yang dikurangi atau dikoreksi oleh nilai buku (*economic book value*). Oleh sebab itu juga adanya fakta empirik dari hasil analisis regresi ini sangat relevan dengan konstataasi dari Dierks tersebut. Harga pasar saham perseroan dalam penelitian ini tidak lain adalah laba per saham dasar. Nilai buku atau nilai nominal saham sesuai dengan Anggaran Dasar Perseroan. Harga pasar saham diberlakukan sesuai dengan status perusahaan sebagai PERSEROAN, dimana seluruh saham nya dimiliki negara, dan perusahaan bukan berstatus Tbk. Dierks (2000) juga menunjukkan bahwa faktor lain yang berimplikasi terhadap MVA adalah jumlah saham (*number of shares*) yang dalam *accounting treatment* di BUMN dengan status perseroan adalah jumlah saham yang ditempatkan (*paid-in capital*).

Terhadap metrik finansial nilai tambah tunai CVA terlihat bahwa hampir semua metrik keuangan konvensional sangat besar implikasinya, berkorelasi dan berdaya jelas tinggi. NPM mempunyai korelasi tertinggi dengan CVA ber WACC 13,45% dan CVA ber WACC 16,24% masing-masing sebesar 0,98 dan 0,99.

Bagaimana komponen CVA saling berhubungan dengan metrik keuangan konvensional, dapat dijelaskan dengan formula Knight (1998) tentang CVA. Dapat dilihat bahwa peran GOPAT (*Gross Operating Profit After Taxes*) yang tidak lain adalah NOPAT ditambah depresiasi, maka jelas peran laba bersih (yang rasionya dalam bentuk NPM) sangat penting dan sangat menonjol terhadap CVA. Makin tinggi NPM maka makin tinggi juga CVA, atau dengan kata lain NPM sangat berimplikasi terhadap CVA.

Bila kembali melihat nilai CVA selama 7 tahun operasi selalu positif maka dapat ditafsirkan bahwa arus kas operasi, OCF (*Operating Cash Flow*) masih jauh berada diatas OCF yang diminta (*demanded*). Ini berarti kelebihan tunai operasi (*operating surplus*) nya sangat baik dan *working capital movement* bergerak pada angka positif dan investasi-investasi pada bidang non-strategik (*non-strategic investment*) sangat terkendali.

Dengan mengadopsi konsep CVA Index dari Ottosom *et al.* (1996) yaitu *cash value generated* dibanding *cash value demanded*, maka disimpulkan bahwa selama observasi 7 tahun, CVA Index lebih besar dari 100%. Ini sebuah indikator yang bagus, karena CVA Indeks yang diatas 100 berarti terjadi surplus kas. Metrik CVA memberikan informasi kepada investor berapa kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas dari waktu ke waktu dan secara umum, semakin tinggi CVA semakin baik juga bagi perusahaan dan investor modal maupun investor hutang. Kesimpulan ini sejalan dengan Hejazi *et al.*, (2007) yang menyatakan bahwa CVA berkorelasi positif dan signifikan dengan PER (P/E Ratio), besaran yang mengindikasikan dan berhubungan dengan laba per lembar saham (EPS).

Selain ada implikasi dari *net profit*, ternyata FVA juga dipengaruhi secara signifikan oleh *net sales*, jumlah aset dan ekuitas. Korelasi keempat metrik keuangan konvensional ini sangat tinggi dan signifikan, berturut-turut sebesar 0.86, 0.78, 0.94 dan 0.94 disertai koefisien regresi yang positif dan signifikan. Rasio keuangan dilain pihak, sama sekali tidak ada yang berpengaruh terhadap FVA.

Bila memperhatikan derivasi dari FVA maka EBIT, pajak dan depresiasi memegang peranan penting. Begitu juga bila diperhatikan pembahasan Rodriguez *et al.*, (2002) bahwa FVA dikaitkan dengan keputusan manajemen keuangan, maka jelas pula bahwa ke empat metrik keuangan konvensional tersebut sangat berhubungan dengan keputusan manajemen keuangan operasi, investasi dan pendanaan dari Perseroan, teristimewa selama 7 tahun observasi.

#### B.5. Pengaruh Keuangan Konvensional terhadap SVA dan Pengujian Ho5.

Pengujian hipotesis kelima (Ho5) yaitu tentang pengaruh dari metrik keuangan konvensional terhadap metrik nilai tambah pemegang saham dilakukan melalui analisis regresi dan korelasi yang hasilnya tercantum pada Tabel 4.13. Terdapat 36 (= 9 x 4 variabel) persamaan regresi linear dalam pengujian Hipotesis Ho5 ini. Analisis regresi dan korelasi menyimpulkan bahwa 4 (empat) metrik keuangan konvensional penjualan bersih, laba bersih, aset dan ekuitas sangat nyata mempengaruhi nilai pemegang saham (SVA) kapital dan dividen, seperti ditunjukkan oleh besarnya koefisien regresi yang positif dan signifikan.

Tabel 4.13. Nilai Koefisien Regresi dan Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) dari Analisis Regresi Linear Metrik Keuangan Konvensional sebagai Peubah Bebas (*Independent Variable*) dengan Metrik Finansial Nilai Tambah Pemegang Saham Peubah Terikat (*Dependent Variable*)

Peubah Bebas ( <i>Independent Variable</i> )	Peubah Terikat ( <i>Dependent Variable</i> )							
	Capital	$R^2$	Dividend	$R^2$	Capital Growth	$R^2$	Dividend Growth	$R^2$
Penjualan Bersih	1.056*	.934	.063*	.881	3.4E-6	.140	1.669E-5	.228
Laba Bersih	4.176*	.742	.291*	.970	1.658E-5	.169	1.080E-4	.485
Jumlah Aktiva	.775*	.996	.042*	.780	2.033E-6	.099	1.004E-5	.163
Jumlah Ekuitas	1.522*	.988	.085*	.823	3.855E-6	.092	2.230E-5	.207
Rasio Lancar	33152.49	.270	2819.95	.525	1.25	.056	1.650*	.653
Rasio Kewajiban terhadap Ekuitas	-25239.45	.073	-2585.07	.205	-.052	.004	-1.712	.326
Imbal hasil dari total ekuitas	28169.77	.027	5412.11	.270	.708	.249	3.486	.407
Imbal hasil dari total aktiva	58620.90	.025	12602.31	.305	1.255	.163	8.748	.534
Margin Laba	256218.46	.362	23060.77*	.788	1.484	.176	11.547*	.717

Catatan: \*= signifikan ; ns = non signifikan dengan nilai signifikansi tertera pada Tabel Lampiran SPSS.  
 Contoh Persamaan Regresi  $Y$  (Dividend) =  $-327,763 + 0,291 X_2$  (Laba Bersih), dengan  $R^2 = 97,0\%$  dan  $r = 0.985$ .  
 Referensi Tabel Lampiran 13 halaman .... (Model Summary A2, A17 atau X2, X17). Persamaan lainnya analog.

Rasio keuangan yang berpengaruh atau berimplikasi terhadap dividen hanyalah NPM dengan nilai regresi 0.362, nilai korelasi 0.89 dan daya determinasi 78.8%. Nilai korelasi antara 4 (empat) metrik keuangan konvensional penjualan bersih, laba bersih, aset dan ekuitas dengan dividen berturut-turut 0.94, 0.98, 0.88 dan 0.91 sedangkan terhadap kapital adalah 0.97, 0.86, 0.99 dan 0.90. Keeratan hubungan antara metrik tersebut dengan nilai tambah pemegang saham (SVA) sangat berarti bagi penelitian ini yang sekaligus menunjukkan bagaimana kinerja keuangan berimplikasi terhadap SVA. Ditambah lagi dengan penegasan dari nilai koefisien regresinya yang positif dan signifikan, ini membuktikan secara empirik bahwa ke empat metrik keuangan konvensional tersebut berpengaruh nyata terhadap SVA.

Ditinjau dari koefisien determinasi nilai laba bersih (*net profit*) menyumbang 97% dalam menjelaskan keberagaman dividen. Ada 3% faktor lain yang menjelaskan variasi dividen, termasuk kebijakan dividen yang terkait pertumbuhan, ekspansi usaha dan ROE.

Bila melihat hubungan korelasional dan daya determinasi serta regresi maka dapat dikemukakan bahwa semakin tinggi penjualan bersih (*net sales*) akan berhubungan dengan semakin tingginya laba bersih (*net profit*) yang kemudian pada akhirnya akan menetapkan semakin tingginya dividen. Dan hubungan logis ini juga telah dapat dilihat secara empiris selama 7 tahun observasi.

Mengenai variabel kapital terlihat linearitasnya dengan ke-empat metrik keuangan konvensional penjualan bersih, laba bersih, jumlah aktiva, jumlah ekuitas, seperti terbukti dari nilai korelasi antara metrik-metrik ini dengan kapital

yang sangat tinggi. Sementara itu, rasio keuangan yang berpengaruh secara nyata, hanya CR dan NPM saja.

#### B.6. Pengaruh Metrik EVA, MVA, CVA dan FVA terhadap SHA dan Pengujian Ho6.

Hasil analisis regresi dan korelasi antara metrik finansial berbasis nilai tambah EVA, MVA, CVA dan FFA terhadap Nilai Tambah Pemegang Saham (SVA), sesuai dengan pengujian hipotesis ke-enam (Ho6) tertera pada Tabel 4.14. Terdapat 24 (= 6 x 4 variabel) persamaan regresi untuk menguji Hipotesis Ho6. Dari ringkasan Tabel 4.14 terbukti bahwa :

MVA, CVA dan FVA ketiganya berpengaruh secara nyata terhadap nilai pemegang saham dividen. Hubungan korelasional MVA dengan dividen mencapai 0.984 dan koefisien determinasi 97%. Dengan menimbang MVA secara sendiri, sejatinya sudah cukup bukti bahwa satu faktor MVA dengan variasinya dapat menjelaskan terjadinya keberagaman dividen. Koefisien regresi MVA sebesar 291.26 menggambarkan bagaimana setiap kenaikan Rp 1 juta MVA akan menaikkan dividen sebesar Rp 291 juta,-

Pengaruh MVA terhadap kapital juga sangat signifikan dengan koefisien regresi nyata positif sebesar 4176,09, koefisien korelasi 0.86 dan koefisien determinasi 74.2%.

Tabel 4.14. Nilai Koefisien Regresi dan Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) dari Analisis Regresi Linear Metrik Finansial Bernilai Tambah sebagai Peubah Bebas (*Independent Variable*) dengan Metrik Finansial Nilai Tambah Pemegang Saham Peubah Terikat (*Dependent Variable*)

Peubah Bebas (Independent Variable)	Peubah Terikat ( <i>Dependent Variable</i> )							
	Capital	$R^2$	Dividend	$R^2$	Capital Growth	$R^2$	Dividend Growth	$R^2$
EVA (dengan WACC=13,45%)	2649.72	.092	370.22	.483	.028	.147	.224*	.644
EVA (dengan WACC=16,24%)	536.33	.003	280.035	.253	.024	.098	.215	.540
MVA	4176.09*	.742	291.26*	.970	.017	.170	.108	.485
CVA (dengan WACC=13,45%)	4.385	.528	0.348*	.897	2.025E-5	.163	1.532E-4*	.630
CVA (dengan WACC=16,24%)	4.240	.359	.383*	.786	2.317E-5	.155	1.877E-4*	.686
Financial Value Added (FVA)	7.302*	.894	.390*	.685	1.215E-5	.042	1.237E-4	.251

Catatan: \*= signifikan ; ns = non signifikan dengan nilai signifikansi tertera pada Tabel Lampiran SPSS.

Contoh Persamaan Regresi  $Y$  (Dividend) = 91.419,556 + 291,26 X17 (MVA), dengan  $R^2 = 97,0\%$  dan  $r = 0.985$ .

Referensi Tabel Lampiran 13 halaman .... (Model Summary A12, A17 atau X12, X17). Persamaan lainnya analog.

EVA sendiri tidak menunjukkan bukti ada hubungan korelasional dengan kapital, dividen namun berkorelasi signifikan dengan pertumbuhan dividen dengan nilai koefisien korelasi 0.80. Kalau dibandingkan dengan penelitian Olsen (1996) nampaknya ada kesejajaran. Olsen dalam kupasannya tentang EVA menyoroti bagaimana EVA dalam menyusuri valuasi pasar secara aktual. Persentase perubahan dalam EVA sebagai peubah bebas, hanya berkontribusi keragaman ( $R^2=0.0016$ ) terhadap TSR (*Total Shareholder Value*). TSR ini tidak lain adalah besaran dividen dan apresiasi nilai saham. Penelitian Olsen menggunakan data tahun 1994 dan 1995.

Ray (2012) dalam penelitiannya tentang "*Efficacy of Economic Value Added Concept in Business Performance Measurement*", menyimpulkan bahwa EVA memberikan dasar pengukuran efisiensi yang sangat baik dan memotivasi manajer agar lebih efisien menggunakan modal. Kendatipun EVA tidak berkontribusi terhadap *stock return*, karena adanya keyakinan dan kebergantungan investor terhadap provisi dividen untuk pemegang saham yang dianggapnya jauh lebih penting dibandingkan dengan peningkatan nilai bisnis, namun Ray tetap mengingatkan bahwa metode EVA ini harus diterapkan secara seksama untuk menjamin pengukuran efek ekonomis yang layak dan tidak menimbulkan distorsi seiring horizon waktu.

Nilai Tambah Tunai (CVA) dengan dividen dan pertumbuhan dividen mempunyai hubungan yang sangat erat. Korelasi  $CVA_{13}$  dan  $CVA_{16}$  dengan dividen adalah 0.95 dan 0.89 dengan koefisien determinasi 90% dan 79%. Fakta empirik ini sejalan dengan rumusan dari Djohanputro (2008) yang menyatakan hubungan CVA terhadap SVA mengikuti formula sebagai berikut

$$SVA = \frac{CVA_0 (1 + g_{CVA})}{k_e - g_{CVA}}$$

sedangkan  $CVA_0$  adalah CVA awal (yang baru saja tutup buku),  $g_{CVA}$  adalah pertumbuhan CVA setiap tahun dan  $k_e$  adalah biaya ekuitas.

Terlihat jelas bahwa CVA berbanding lurus dengan SVA. Semakin tinggi nilai CVA, maka akan semakin naik nilai pemegang saham (SVA). Demikian pula sebaliknya, bila nilai tambah tunai merosot, maka pemegang saham juga akan menderita.

Dari hasil analisis regresi dan korelasi terbukti secara empirik bahwa implikasi CVA terhadap SVA signifikan dan positif, Nilai Tambah Tunai (CVA) mempengaruhi Nilai Tambah Pemegang Saham (SVA).

Nilai Tambah Finansial, FVA mempunyai implikasi atau pengaruh langsung terhadap nilai tambah pemegang saham (SVA) dengan koefisien regresi positif dan nyata sebesar 7,3 terhadap kapital dan 0.39 terhadap dividen. Hubungan korelasionalnya sangat tinggi masing-masing sebesar 0.95 dan 0.83 dan koefisien determinasi sebesar 89% dan 69%. Fakta empirik ini sejalan dengan hubungan deterministik dari komponen yang membentuk FVA (Tabel 4.10). Komponen dari FVA yaitu EBIT, Tax dan depresiasi mempunyai pengaruh dan terdapat hubungan korelasional dengan nilai pinjaman, hutang dan ekuitas perusahaan. Demikian juga FVA dan komponennya tersebut mempunyai hubungan kuat dengan komponen dividen yaitu laba bersih dan persentase besarnya dividen atau porsi bagian dari laba (*Dividend Payout Ratio*).

Besaran dividen serta pertumbuhan kapital dan dividen tidak dipengaruhi secara nyata oleh keempat metrik EVA, MVA, CVA dan FVA. Olsen (1996) menyatakan hasil penelitiannya selama tahun 1994-1995 bahwa EVA berkorelasi sangat rendah sekali dengan nilai pemegang saham. Persentase perubahan EVA 1994-1995 korelasinya terhadap Imbal hasil pemegang saham total (*Total Shareholder Return*, TSR) hanya sebesar 0.04, dengan koefisien determinasi 0.0016, besaran nilai yang tidak sampai satu persen.

BUMN menetapkan kebijakan dividen, dan kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak pemegang saham, yang menjadi hak BUMN sebagai pemilik. Husnan (2008) menjelaskan tentang kebijakan dividen yang masih merupakan masalah yang mengundang perdebatan, karena terdapat lebih dari satu pendapat. Pada dasarnya laba tersebut dapat dibagi-bagi sebagai dividen, atau ditahan untuk diinvestasikan kembali. Perlu pertimbangan bila laba sebagai dividen dan pada saat yang sama menerbitkan saham baru atau perusahaan bisa membagikan dividen bukan dalam bentuk tunai tetapi dalam bentuk saham (*stock dividend*). Selanjutnya dijelaskan logika yang mendasari kebijakan dividen dikelompokkan menjadi 3 yaitu : Pertama, pendapat yang menginginkan dividen dibagikan sebesar-besarnya. Kedua, pendapat yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak relevan. Ketiga, pendapat yang menyatakan bahwa perusahaan seharusnya justru membagikan dividen sekecil mungkin.

Brighman *et al.* (2002) mengingatkan :” *The firm’s optimal dividend policy must strike a balance between current dividends and future growth so as to*

*maximize the stock price*". Besarnya DPR, *dividend payout ratio*, merupakan fungsi dari pertumbuhan dan ROE yang dipersyaratkan.

Bila kembali memperhatikan apa saja yang harus diperhatikan dalam meningkatkan *shareholder value* (Dividend dan Capital growth) maka perhatian harus ditujukan pada *financial value driver* dan *non-financial value driver* (Young *et al.*, 2001). Khusus untuk Financial value drivers, maka sesuai dengan saran Doyle (2000) perlu diperhatikan aras terbawah dari struktur yaitu *organizational value drivers* yang ditopang oleh 5 (lima) komponen yaitu : *Skills, System, Leadership, Core Capabilities dan Motivation*. Selanjutnya naik ke aras kedua dari struktur yaitu MARKETING VALUE DRIVERS, yang keenam pilar pemicu nilai pemasaran ini harus jadi tumpuan yaitu: *Marketing knowledge, strong brands, customer loyalty, strategy relationship, market selection dan differential advantage*. Pemasaran adalah top line dalam berniaga dan sangat penting dalam penciptaan nilai.

Kelanjutan dari Marketing value drivers ini, Doyle (2000) menggambarkan aras ketiga yaitu *Financial value drivers* yang akan membawa kepada *bottom line* yaitu laba dan *share holder value*. Pemicu nilai finansial terdiri dari : *sales growth, operating margin, investment, timing, duration* dan *level of cash flow*. Dengan menerapkan strategi memaksimumkan nilai seperti yang diuraikan Doyle tersebut diatas, maka besarnya dividen Rp 304 Milyar yang dibayar pada tahun terakhir pengamatan, dan juga indeks yang bertumbuh menjadi 311 poin, dapat terus berlanjut dengan laju pertumbuhan dividen yang positif.

### C. Pembahasan - Bagian I

Kinerja keuangan BUMN Perkebunan “Z” telah diobservasi selama 7 (tujuh) tahun dan hasil serta implikasinya terhadap penciptaan nilai (*value creation*) telah dipaparkan secara empirik pada sub-bagian IV.B. dan secara keseluruhan telah diuji untuk keenam hipotesisnya. Masalah perkembangan kinerja keuangan, masalah implikasi pengaruh berbagai metrik keuangan terhadap penciptaan nilai telah dikemukakan dan data empiriknya dicantumkan dalam Tabel 4.5 sampai Tabel 4.14. Menimbang pembahasan manajemen penciptaan nilai yang menurut Knight (1998; 2015) dimulai dengan strategi dan berakhir dengan hasil keuangan, maka selanjutnya pembahasan ini akan meliputi keterkaitan Masalah, Hipotesis, Kerangka Konseptual, Hasil, Tinjauan Literatur dan Upaya-upaya strategis dan operasional dalam peningkatan nilai.

Dengan pembahasan ini juga diidentifikasi langkah yang memicu penciptaan nilai (*value creation*), baik yang bersifat finansial maupun non finansial, termasuk produksi, operasi dan pemasaran (*marketing*). Pada bagian ini diuraikan upaya-upaya penciptaan nilai di BUMN Perkebunan melalui Model-model klasik akuntansi, Program Transformasi Bisnis dan Model Jejaring Nilai *Rappaport*.

#### C.1. Kinerja Keuangan, Nilai Tambah Produk (*Value Added Products*) dan *Non-Financial Driver*.

Pada Gambar 2.2. tentang Kerangka Konseptual tertera 2 (dua) pemicu yang mendorong terciptanya nilai (*Value Creation*) yaitu Pemicu Finansial dan Pemicu Non-Finansial. Kinerja keuangan telah tumbuh dengan sangat

mengesankan, walau hasil pemasaran sebagian besar masih bertumpu pada komoditas primer CPO dan karet yang belum diproses menjadi barang jadi (*finished product*). Kondisi keuangan yang sangat baik tersebut menunjang pelaksanaan program pengembangan usaha dan investasi baru. Program hilirisasi (*downstream*) di BUMN Perkebunan “Z” telah dimulai dengan membangun Pabrik Industri Karet yang dikelola oleh anak Perusahaan (PT. PIK). Kegiatan ini adalah salah satu wujud dari pemicu nilai non-finansial (*non-financial value drivers*) untuk proses penciptaan nilai di BUMN Perkebunan “Z”.

Pada tahun 2007 telah dimulai peletakan batu pertama (*kick-off*) pembangunan industri hilir kelapa sawit dan pada tahun 2010 diresmikan Kawasan Industri Hilir di Sei Mangkei. Produk yang dihasilkan adalah turunan dari kelapa sawit yang telah diproses menjadi barang jadi yang mempunyai nilai tambah (*value added products*). Selanjutnya pada tanggal 27 Januari 2015 telah diresmikan beroperasinya Kawasan Industri Sei Mangkei menjadi Kawasan Ekonomi Khusus (*Special Economic Zone*) disingkat KEK.

Dengan status sebagai KEK ini, maka BUMN Perkebunan “Z” mendapatkan berbagai insentif investasi, baik melalui keringanan pajak, Pelayanan Terpadu Satu Pintu (PTSP, *One-stop Services*) maupun adanya efek Agglomerasi karena berkumpulnya berbagai aneka industri hilir yang pengelolaannya dalam bentuk klaster. BUMN Perkebunan “Z” akan mendapatkan nilai tambah dari keberadaan KIK dan KEK Sei Mangkei ini karena : Pertama, terjadi penurunan biaya-biaya investasi dan biaya-biaya operasional; Kedua, adanya peningkatan nilai tambah produk melalui kegiatan hilirisasi.

Hasil-hasil kegiatan penciptaan nilai tambah produk sebagai teladan dari *Non-Financial Value drivers* di BUMN Perkebunan “Z” dapat dilihat dari pemanfaatan limbah cair dan limbah padat Pabrik CPO menjadi kompos yang bernilai ekonomi, yang kemudian dipersiapkan menuju industri pupuk organik di Sei Daun (Muluk dan Lintang, 2010). Demikian juga upaya BUMN Perkebunan “Z” dalam meningkatkan nilai secara operasional juga telah ditempuh dengan memanfaatkan limbah Pabrik CPO menjadi energi alternatif melalui pembangunan PLTBS, Pembangkit Listrik Tenaga Biomassa Sawit (Muluk *et al.*, 2010). Salah satu pilot project PLTBS sudah beroperasi di KEK Sei Mangkei dengan kapasitas 7 MW.

Penciptaan nilai tambah produk dan jasa terus dirintis dengan akan dibangunnya pelabuhan darat (*dry port*) di KEK Sei Mangkei, yang akan menerbitkan barang-barang dan jasa ekspor dengan penetapan harga *Free On Board (FOB)* Sei Mangkei, sebagai pelengkap dari FOB Belawan. Penghematan akan tercipta karena efisiensi pada *dwelling time*, maupun pada *transportation* dan *logistics cost*.

Sejalan dengan buku “*Value-based marketing, marketing strategies for corporate growth and share holder value*”, (Doyle, 2000) maka upaya pembangunan KEK Sei Mankei diatas termasuk kedalam kategori *Organizational Value Drivers*. Dalam pandangan pakar lain Young *et al.* (2001), upaya ini termasuk *non-financial driver*. Dan menurut Young *non-financial drivers* adalah lebih penting mengingat merupakan prediktor EVA masa yang akan datang yang lebih baik daripada EVA sekarang atau komponen dari EVA sekarang. Pada

beberapa kasus kita lihat bahwa bobot *non-financial value drivers* sangat dominan.

Setelah membahas bagaimana Kinerja Keuangan Menopang Peningkatan Nilai Tambah Produk (*Value Added Products*) sebagai Non-Financial Driver, selanjutnya akan dibahas bagaimana kinerja Keuangan Menopang Metrik Berbasis Nilai Tambah Finansial EVA, MVA, CVA dan FVA.

## C.2. Kinerja Keuangan, Nilai Tambah Finansial EVA, MVA, CVA dan FVA.

### C.2.a. Problem Perhitungan WACC dalam Penetapan EVA dan CVA.

Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*, WACC) mempunyai peran penting dalam perhitungan EVA dan CVA. Akan tetapi memperoleh angka WACC yang tepat tidaklah merupakan hal sederhana, mengingat modal yang digunakan dalam berusaha bersumber dari berbagai jenis, dengan syarat ketentuan yang berbeda-beda dan dengan masa jatuh tempo yang tidak sama. Biaya modal juga dipersyaratkan oleh penyector modal dan pemberi pinjaman, yang sering dibandingkan dengan suku bunga simpanan Bank Indonesia, maupun biaya modal yang dipersyaratkan oleh industri sejenis. Dengan demikian biaya modal menjadi bersifat biaya modal komposit.

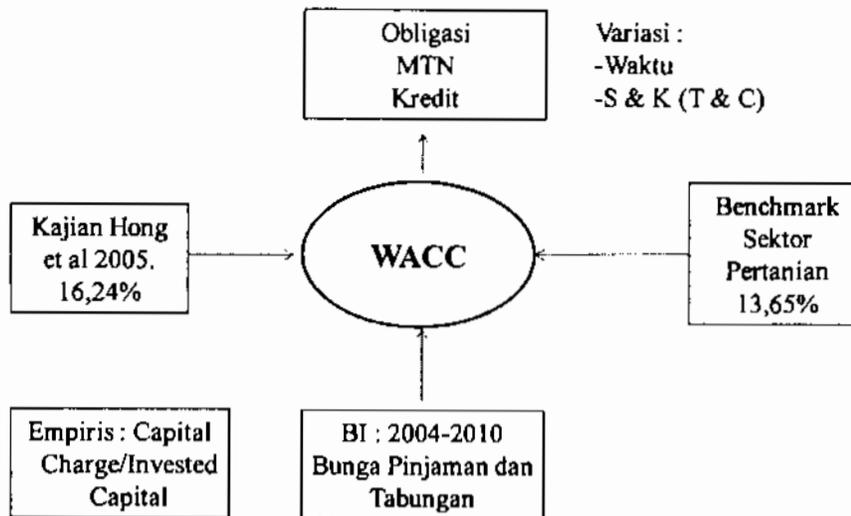
Abdeen *et al.* (2002) dalam makalahnya "*A fresh look at Economic Value Added : Empirical Study of the Fortune Five Hundred Companies*" menjelaskan problem utama dengan EVA adalah perhitungan-perhitungan, khususnya NOPAT dan WACC. Dalam pelaksanaannya banyak penyesuaian (*adjustments*) harus dilakukan dalam mengkonversi laba berbasis GAAP kedalam laba ekonomi, sehingga metrik kinerja ini jadi sedikit kompleks. Dalam beberapa kasus Abdeen

menyebutkan bahwa jumlah penyesuaian (*adjustments*) bisa mencapai lebih dari 150. Sakti (2015) baru-baru ini melaporkan kesulitan-kesulitan dalam mengevaluasi WACC karena ketiadaan pasar modal di daerah yang ditelitinya. Karena kesulitan-kesulitan itu, maka penetapan WACC pada 5 bank yang ditelitinya mengacu ke Bank Induknya yang terdaftar di Eurostoxx 50. Premi resiko yang diambilnya juga terpaksa mengacu pada kasus terburuk yang terjadi di Yunani.

Untuk penelitian ini perhitungan WACC menggunakan proxy seperti tertera pada skema Gambar 4.7. Pada skema tersebut dicantumkan bagaimana berbagai faktor dipertimbangkan dalam perhitungan WACC sehingga diperoleh proxy yang paling tepat terhadap WACC yang diperoleh yaitu 13,45% dan 16,24%.

Perhitungan Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC) mengikuti formula Brigham *et al.* (2005; halaman 321) dan sesuai dengan formula pada Bab III. Metodologi sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= w_d \cdot K_d (1-T) + w_p \cdot K_p + w_s (K_s \text{ or } K_e) \\ &= 37,4\% \times 13,75\% (1-26,18\%) + 13,6\% \times 16,25\% + 48,8\% \times 15,25\% \\ &= 13,45\% \end{aligned}$$



Gambar 4.7. Skema Penetapan Nilai WACC, sebagai Biaya Komposit, berdasarkan Benchmark Industri, Obligasi, MTN, Penelitian Terdahulu, serta Perbandingan Suku Bunga Pinjaman dan Deposito pada Bank Indonesia

WACC, *Weighted Average Cost of Capital*, Biaya Modal Rata-rata Tertimbang, dalam rumusan Brigham (2005) adalah *the weighted average of the rate of return expected by the supplier of the firm's capital*. WACC juga merupakan Biaya Modal Komposit.

Seperti diuraikan dalam Bab III Metodologi, terdapat dua perhitungan WACC dalam operasional kertas kerja EVA dan CVA yang dikalkulasi yaitu WACC sebesar 16,24 % (Hong *et al.*, 2005) dan 13,45%, sebagai angka rata-rata tertimbang yang dihitung sesuai skema. Kerumitan perhitungan WACC disini, berbeda dengan penetapan WACC yang dilakukan Nurhayati (2008) yang hanya menimbang sumber modal hutang jangka panjang untuk operasional pabrik kelapa sawitnya yaitu dengan menggunakan nilai kredit investasi saja. Pada BUMN Perkebunan “Z” ini, Suku Bunga tetap utk tahun ke-1 dan ke-2 sebesar 13,125%

per tahun dan tingkat bunga mengambang (*floating*) untuk tahun ke-3 sd ke-7, yang dihitung berdasarkan skema dan perhitungan WACC telah diperinci pada Gambar 4.7 dan Tabel Lampiran 6.

Pada Gambar 4.7 skema Indikator biaya modal pada panduan Kuesioner anugerah Business Review 2009 sebesar 13,65%, Penerbitan Obligasi Pertama Seri A dan B 13.25%, Obligasi kedua Seri A, B dan C masing-masing 12.0%, 13.125% dan 13.50% MTN Konvensional 10.75% dan MTN Syariah 10.75%, dipertimbangkan. Tingkat suku bunga SBI berjangka 3 bulan ditambah premi sebesar 1.5% per tahun dengan batas atas (maksimum) sebesar 16.50% dan batas bawah (minimum) sebesar 10% per tahun.

Biaya Modal (*Capital charge*) yang dianalisis disini digunakan 2 nilai WACC dengan pertimbangan, bahwa selama 7 tahun pengamatan telah dilaksanakan aksi-aksi korporasi yang menggunakan berbagai instrument pendanaan yang *cost of capital*-nya berbeda-beda dan term waktunya tidak sama. Oleh karena itu diambil WACC pertama dengan nilai 13.45% yang dihitung secara rata-rata selama 7 tahun, yang sumber dana nya sangat beragam, dan beban bunga nya bervariasi, serta "termijn" settlement nya yang tidak sama (vide : Bab III, Metodologi Penelitian). Sementara nilai kedua sebesar 16.24% dirujuk dari hasil perhitungan Hong, *et al.* (2005) dalam bukunya "*Beyond Book Value*" yang khusus diteliti dan ditulis untuk perusahaan BUMN Perkebunan "Z", dengan biaya ekuitas dihitung memakai formula  $R_E = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$ . Penetapan besaran WACC, dengan *cost of debt* yang digunakan sebesar 14% dan *cost of equity* sebesar 19 % dengan target ratio hutang/kapital sebesar 30% adalah 16.24%

Untuk riset berikutnya adalah penting mengetahui besaran  $\beta$  betha, resiko sistematis yang termasuk dalam formula Model Penganggaran Barang Modal (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*).

#### C.2.b. Fitur Keunggulan dari Nilai Tambah Ekonomi (EVA)

Sejatinya semua metode mengukur kinerja manajemen dan penentuan variabel kompensasi terikat dengan laba akuntansi (*accounting earnings*). Namun Berk *et al.* (2007) berpendapat bahwa laba akuntansi ini mempunyai kelemahan yaitu adanya 2 kekurangan : Pertama, tidak ada pembebanan biaya (*charge*) atas modal ekuitas pada laporan laba rugi. Kedua, tidak ada *charge* atas pengeluaran untuk aset nirwujud. Aset nirwujud menunjukkan investasi untuk pembangunan nilai jangka panjang, dan dengan begitu seharusnya diperlakukan pembebanan biaya. Dalam premis yang dianut dunia korporasi disebutkan bahwa “capital is not free”. Modal ekuitas dan aset nir-wujud tidak cuma-cuma sifatnya.

EVA, mengoreksi semua kekurangan itu dengan cara, memasukkan semua biaya modal, menghitung *charge* untuk penggunaan modal tersebut, dan mengkapitalisasi aset nirwujud. Dengan pola pikir ini maka Manajer menjadi lebih peduli dalam mengelola aset-aset dan demikian juga dalam menghasilkan laba (*generating income*). EVA menyediakan suatu ukuran finansial yang konsisten, tunggal, yang mengaitkan semua keputusan meningkatkan EVA. EVA pun menurunkan secara tandem sistem insentif terus ke bawah. Dalam suatu sistem EVA, pegawai bekerja lebih keras dan lebih cermat. Semua pegawai mendapat insentif begitu punya gagasan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Sistem ini penting untuk menumbuhkan budaya korporasi yang sehat di BUMN Perkebunan.

Perusahaan pertama yang menerapkan EVA diseluruh perusahaannya dari mulai level bawah hingga CEO adalah Briggs dan Stratton, sebuah perusahaan produsen mesin potong rumput (*lawnmower engine*) dan hasil dari implementasi EVA di perusahaan tersebut luar biasa memuaskan (Berk *et al.* , 2007). The US Postal Service (USPS), yaitu Perusahaan Pos AS juga sudah menerapkan sistem EVA pada tahun 1996. Setelah mengajarkan sistem EVA kepada 700,000 lebih pegawainya untuk mengerti dan memahami EVA, dan mensosialisasikan bagaimana sistem EVA diterapkan dalam membangun sistem insentif, maka USPS dapat menghilangkan kerugian tahunan sebesar US \$ 2.4 milyar, dan dengan Sistem EVA tersebut perusahaan otomatis berhasil meningkatkan efisiensi operasional.

Mengapa kita jadi teramat peduli dengan EVA (*Why bother with EVA ?*). Salah satu alasannya adalah bahwa perhitungan dengan Nilai Kini Bersih (NPV), tidak memperlihatkan cara memperoleh angka NPV tahunan supaya bisa melihat apakah proyek menghasilkan nilai positif pada tahun tertentu. Sebaliknya dengan perhitungan EVA, manajemen bisa menghitung angka EVA per tahun dan dengan cukup rinci pada semua lini internal perusahaan, jajaran Unit Bisnis maupun tingkat korporasi. Dengan perhitungan EVA juga bisa digunakan untuk merancang sistem kompensasi dan insentif pada semua lapisan di perusahaan, dari yang tertendah hingga yang tertinggi. Bisa merumuskan sistem bonus dan tantieme yang proporsional. Grossman dan Livingstone (2009) bahkan menyebut

EVA sebagai terobosan pembaharuan dalam penganggaran modal (*innovation in capital budgetting*).

Pada penelitian ini terdapat nilai EVA negatif (Tabel 4.7) yang berarti bahwa Perseroan tidak mendapatkan uang yang cukup pada tahun tersebut untuk memenuhi “*expected return*” yang dinanti oleh semua penyedia dana Perseroan. Walau Perseroan membukukan laba bersih Rp 515 Milyar, tapi tidak cukup untuk menutupi imbal hasil yang diharapkan oleh kreditur dan *stockholder*, baik imbal hasil yang diharapkan dengan WACC 13,45% maupun 16,24%. Ada kekurangan laba sebesar Rp 188 Milyar dan Rp 67 Milyar untuk memenuhi harapan imbal hasil bagi penyedia dana perseroan tersebut.

Nilai EVA yang negatif memang tidak menunjukkan Perseroan dalam kesulitan, dan ini terbukti dari nilai MVA, CVA, FVA yang positif. Apalagi nilai EVA yang negatif hanya terjadi pada tahun ke-6, sedangkan trend EVA cenderung positif terus. Nilai EVA negatif dapat difahami oleh kreditur dan *stockholder* (BUMN), karena adanya krisis ekonomi yang terjadi, dan BUMN menganggap bahwa sepanjang trendnya positif, maka nilai negatif itu bukanlah sebuah peringatan (alarm).

Kepedulian lain terhadap EVA adalah terkait dengan kinerja keuangan konvensional (A1-A9) memang naik mengesankan selama 7 tahun observasi. Pemegang saham memahami bahwa pemicu yang utama adalah *net sale revenue* dan *net profit* (A1 dan A2), yang memberi dampak bagi penciptaan nilai tambah, dampak bagi keuntungan ekonomis. Sementara itu rasio keuangan adalah penting sebagai alat kontrol, sebagai salah satu indikator dalam mengamankan kesehatan perusahaan. Namun sebagaimana terlihat dari hasil analisis, rasio keuangan ROA

dan NPM tidak signifikan. Kinerja yang amat fundamental dalam penelitian ini adalah *sales revenue* (A1) dan *net profit* (A2). Penelitian Sakti (2015) menyimpulkan rasio keuangan untuk menilai kekuatan finansial dari kinerja perbankan tidak cukup karena adanya aneka ragam produk dan jasa yang ditawarkan bank. Rasio keuangan seperti ROE dan ROA digunakan dalam berbagai konteks yang berbeda adalah berdasarkan data akuntansi. Banyak pembatasan-pembatasan khususnya ketika masih dalam proses pengembangan standard-standard akuntansi yang ditetapkan pada negara tertentu, seperti Albania.

Kepedulian diatas tadi terkait juga dengan pertanyaan apakah ukuran *net profit* ini sudah baik ? Ternyata tidak, karena *net profit* sebagai laba akuntansi (*accounting profit*) hanya mempertimbangkan biaya modal dari hutang (*cost of debt*) dan tidak memperhitungkan biaya modal dari ekuitas (*cost of equity*). Laba ekonomis, yaitu EVA, memperhitungkan kedua-duanya, baik *cost of debt* maupun *cost of equity*. Sakti (2015) lebih lanjut menuturkan kesulitan mengevaluasi ketika tidak dimungkinkannya meng-adjust NOPAT dan Capital sesuai dengan literatur teori. Dilaporkan juga bahwa kebanyakan Bank yang ditelitinya meskipun melaporkan keuntungan namun ternyata EVA nya negatif.

Bagaimana suatu investasi dievaluasi dengan pendekatan EVA dan ROI dapat dilihat dengan ilustrasi berikut ini. Bagaimana keunggulan EVA dibandingkan dengan Rasio ROI diambil contoh dari Asnawi *et al.*, (2006). Akan terbukti bahwa penggunaan pengukuran kinerja dengan akuntansi tidak selalu berarti imbal hasil atas investasi (ROI) dengan nilai buku tinggi, akan memiliki ROI yang juga tinggi. Mari kita perhatikan ilustrasi Tabel 4.15.

Tabel 4.15. Pengukuran BUMN Perkebunan memiliki Kinerja Keuangan sama namun dengan ROI yang berbeda (angka hipotetik).

	BUMN A	BUMN B
Pendapatan	100	100
Investasi	1000	1000
Plant & Equipment	200	800
R & D	800	200
ROI	$100/200 = 50\%$	$100/800 = 12,5\%$

Sumber : Asnawi et al. (2006) dimodifikasi seperlunya

ROI dari BUMN A dan B berbeda. ROI BUMN A sebesar 50% dan Perusahaan BUMN B 12,5%, padahal kedua BUMN memiliki kinerja yang sama, Pendapatan (revenue) sama-sama 100 dan investasi sama-sama 1000. Namun alokasi investasi untuk P&E dan R&D berbeda, sehingga perhitungan ROI menjadi tidak sama. Disini nampak bahwa indikator ROI bisa salah tafsir, seolah-olah BUMN A lebih unggul. Bila menggunakan indikator EVA, tidak akan terjadi salah tafsir itu.. Demikian Asnawi *et al.* (2006) menunjukkan keunggulan dari EVA ini secara empirik, yang disusul dengan keunggulan berikutnya yaitu bahwa EVA dapat menunjukkan keterangan mengenai ringkasan bisnis, dengan pesan :” Lakukan investasi jika dan hanya jika (*if and only if*) laba cukup untuk menutupi biaya modal.”

Solorzano *et al.* (2013) dalam studinya tentang EVA di Ecuador menyimpulkan bahwa EVA adalah indikator dalam keputusan keuangan, digunakan untuk melengkapi indikator penilaian project seperti NPV dan IRR.

1.

Shim dan Siegel (2008) pada bukunya *“The Vest Pocket CFO”* menjelaskan nilai yang tercipta dengan EVA. Bila dalam penelitian ini diperoleh rata-rata EVA per tahun Rp 160 M (seperti rata-rata selama 7 tahun observasi) ini berarti adalah porsi dari laba Perseroan yang telah memberi nilai (*value*) bagi Pemegang Saham. Dikatakan bahwa EVA adalah ukuran yang bagus untuk mengetahui apakah Perseroan dan Manajemen telah memberi nilai bagi Pemegang Saham. Jadi jika manajemen fokus pada EVA, hal ini akan menjamin mereka bekerja secara konsisten dengan tujuan memaksimalkan nilai Pemegang Saham. EVA juga dapat ditetapkan untuk tingkat divisi – lebih sering disebut *residual income* – dan juga untuk perusahaan secara keseluruhan, dan oleh karenanya EVA menjadikan basis yang bermanfaat untuk menetapkan kompensasi bagi manajemen disemua level. Walau kebanyakan perusahaan-perusahaan yang mengadopsi EVA bertujuan untuk *internal reporting* dan kalkulasi bonus, namun banyak yang mempublikasikan hasil EVA dalam Laporan Tahunan Perusahaan. EVA adalah fondasi dari segala aktivitas yang dilakukan :”*EVA is the foundation of everything we do.....It is a common language, a mindset, and the way we do business ...*” EVA adalah sebuah bahasa umum, sebuah gugusan minda, dan cara pemenang mendapatkan kesuksesan.

Li Qi (2011) mendiskusikan efektivitas, kelayakan dan penerapan evaluasi kinerja berbasis EVA. Secara khusus Li Qi membahas potensi kemajuan aplikasi EVA pada BUMN di Cina. Sedangkan Xia Wang (2013) dalam studinya mengenai aplikasi EVA dalam mengevaluasi perusahaan, mengkombinasikan pendekatan analisis teori dan riset empirik. Evaluasinya menunjukkan bahwa

suatu perusahaan yang menggunakan capital melalui pasar modal agar mempertimbangkan model EVA.

Shim dan Siegel (2008) memberi 4 fitur ringkas tentang EVA yaitu : Pertama, untuk maksud internal EVA adalah metrik profitabilitas yang lebih baik daripada ROI, karena dengan ROI yang tinggi manajemen akan enggan berinvestasi pada suatu proyek baru yang rendah ROI nya dibanding perolehan sekarang, walaupun returnnya bisa jadi lebih besar dari *cost of capital* (misal proyek infrastruktur). Memasukkan *capital charge* kedalam Laporan Laba Bagian/Divisi, membantu manajemen membuat keputusan yang akan menguntungkan perusahaan. Kedua, ada bukti korelasi langsung antara EVA dengan kenaikan harga saham. Pada kasus AT & T dibuktikan EVA (dibanding EPS, ROE, Operating Margin) lebih berkorelasi dengan harga saham, dan analisis menemukan argumentasinya bahwa suatu laba yang ajeg berkelanjutan (*a continuing stream of income*) saja tidak cukup, mengingat laba tersebut harus melebihi biaya modal, agar suatu saham naik secara signifikan di pasar modal. Fakta ini sejalan dengan hasil empirik pada penelitian di BUMN Perkebunan Z yang membuktikan bahwa EVA sangat berkaitan dengan MVA, dan MVA sendiri tidak lain refleksi dari laba perusahaan dan harga pasar saham. Ketiga, EVA menggunakan nominal Dollar/Rupiah, bukan persentase (dalam menghitung perubahan), sehingga akan lebih menarik melaporkan bahwa Perseroan telah menyertorkan rata-rata Rp 160 M/tahun kepada nilai pemegang saham, daripada menyatakan bahwa ROI telah naik dari 10% menjadi 15%. Keempat, menurut Shim dan Siegel (2008), EVA satu-satunya sistem manajemen keuangan yang menyediakan bahasa yang sama (*“common language”*) untuk pegawai lintas

bagian/departemen/divisi, memungkinkan semua keputusan manajemen dimodelkan, dimonitor, dikomunikasikan dan dikompensasi dalam satu dan cara yang konsisten – yaitu selalu dalam bahasa ANITA – Ada Nilai Tambah - terhadap investasi pemegang saham.

Rencana “bonus” di BUMN, ataupun hitungan baki 1 dan baki 2 dalam perhitungan “*tantieme*” dengan sistem EVA tidak hanya memotivasi manajemen untuk berfikir tentang EVA sekarang. Jika mereka berfikir pendek (*myopic*) akan berfokus pada kinerja jangka pendek mengorbankan hari depan. “*Value creating investment*” akan dihindari karena efeknya yang segera pada EVA pasti negatif. Praktek ini sering dianut oleh Dewan Direksi yang berfikir pendek satu periode jabatan. Dewan Direksi mengutamakan kepentingan jangka pendek dan abai terhadap program investasi jangka panjang, semisal peremajaan tanaman (*replanting*). Peremajaan ini hasilnya baru terlihat pada akhir tahun ke-3 untuk kelapa sawit dan akhir tahun ke-5 untuk karet.

Solusi untuk benturan kepentingan semacam ini adalah memberi manajemen ketetapan tentang EVA jangka panjang, bukan target EVA sesaat “*a direct economic state in future EVA, not just the current period*”. Evaluasi kinerja akan lebih bermakna jika EVA saat ini dibandingkan dengan EVA periode sebelumnya, dengan EVA target, dengan EVA dari unit bisnis lain atau Perseroan lain.

Zhao Xin'e *et al.* (2012) menggunakan metode Rekayasa Keuangan (*Financial Engineering*) dalam membangun sistem penilaian kinerja. Penelitiannya memfokuskan pada kemampuan bank komersial dalam mencipta nilai (*value creation*). Diperoleh skor dan sekuens kinerja yang sangat

komprehensif, dengan kesimpulan akhir bahwa sangatlah penting dan juga praktis untuk menggantikan indikator-indikator tradisional dengan indikator EVA dalam mengevaluasi kinerja bank komersial.

Persoalan nya kemudian adalah bahwa EVA bukanlah obat yang “cespleng” (*panacea*) dan bukan juga pengganti dari strategi korporasi yang sudah jitu. Namun bila EVA dijadikan jantung dari sistem pengukuran kinerja perusahaan dan jika dikaitkan dengan sistem remunerasi manajemen, sistem “tantieme”, maka kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham akan berjajar (*aligned*). Konsekuensi logisnya, jika manajemen membuat keputusan-keputusan penting, mereka akan melakukannya dengan hantaran yang terbaik agar imbal hasil bagi pemegang saham maksimum.

#### C.2.c. Fitur Kekurangan dari Nilai Tambah Ekonomi (EVA)

Sering dikutip pemikiran atau semboyan dari Tom Peter yang mengatakan “ *What gets measured gets done*”. Dalam kondisi apapun, segala sesuatu yang dapat diukur, maka otomatis akan mudah dikerjakan. Pekerjaan korporasi yang menerapkan sistem penilaian dengan indikator kinerja utama ( KPI) akan mudah dilaksanakan. Pada saat ini banyak sekali perusahaan yang memburu pertumbuhan laba per lembar saham (EPS), dan itu dilakukan dengan menggunakan modal besar, namun dengan tingkat pengembalian yang rendah dan karenanya mengerosi nilai pemegang saham. EVA menawarkan suatu solusi yang memberdayakan : suatu ukuran yang mudah dimengerti, yang mengakui peningkatan laba jika dan hanya jika melebihi dari biaya modal yang dipergunakan. EVA nyata sekali

sebagai solusi yang bijaksana, namun terdapat kekurangan dari EVA yaitu dapat mengecilkan pertumbuhan.

Olsen (1996) dalam kupasannya tentang EVA menunjukkan beberapa segi kekurangan dari EVA (*EVA flaw*). Ada 3 (tiga) yang dianggap sebagai kekurangan oleh Olsen yaitu :

Pertama, kekurangan EVA adalah sifat bias terhadap hadirnya aset baru. Seperti diketahui bilamana ada investasi maka hal ini akan menambah pengeluaran biaya, dan tentu saja akan meningkatkan biaya modal (*capital charge*) yang pada ujungnya akan menurunkan EVA, terlebih lebih bila laba bersih sesudah pajak ternyata tidak mengalami peningkatan. Dilain sudut pandang adanya investasi yang terdepresiasi menjadikan biaya modal akan menurun secara proporsional sesuai dengan pendekatan kalkulasi penyusutan dan nilai EVA yang naik. Pada tahap kematangan (*maturity*), nilai dari EVA secara *artificial* mencapai angka tertinggi, apalagi bila ada pemicu inflasi. Perihal bertambahnya biaya modal akibat investasi inilah yang bisa menyurutkan manajer yang ingin membangun pertumbuhan perusahaan dengan cara investasi bertahun ganda (*multi years*). Dikecualikan untuk investasi yang *payback period* nya cepat.

Kedua, kekurangan EVA berikutnya adalah mendorong manajer melakukan eksploitasi usaha melebihi kapasitas (*milking the business*). EVA menghadahi perilaku anti-pertumbuhan dan menghukum perilaku pro-pertumbuhan. Investasi yang agresif dengan tingkat imbal hasil yang lebih tinggi dibanding biaya modal adalah cara yang disukai sebagian manajer untuk meningkatkan EVA. Akan tetapi ada sebagian manajer lain mengambil langkah cerdik yaitu membuat siasat jangka pendek dengan menurunkan aset lebih cepat dibanding penurunan laba

(*to reduce assets faster than earnings, to milk the business*). Langkah ini mungkin aman bagi manajer karena EVA akan naik, bila NOPAT tetap, namun CoC turun

Jika langkah cerdik ini berlangsung hingga 3-5 tahun, maka siasat jangka pendek serupa ini menimbulkan jebakan EVA (*EVA trap*). Tidak adanya investasi dan hanya tumbuh usaha bersama aset terdepresiasi mungkin merupakan langkah aman bagi manajer. Dengan bersikap pada pilihan bertumpu pada aset terdepresiasi dan menganggap setiap investasi baru akan mengakibatkan nilai EVA negatif (*such a depreciated asset base, that any new investment will have a huge negative EVA*), akan menimbulkan kondisi dis-insentif ini berakumulasi dan persisten selamanya. Dis-insentif akibat dari keputusan menumbuhkan atau memperbaharui aset dengan aset produktif.

Ketiga, kekurangan EVA lainnya adalah sifat bias dan berpihak kepada usaha yg besar, *low return business*. Kekurangan tersebut dapat diperhatikan dengan ilustrasi berikut :

EVA Pertama adalah  $10\text{ T} - 9\text{ T} = 1\text{ T}$ , dan EVA Kedua adalah  $100\text{ juta} - 10\text{ juta} = 90\text{ juta}$ . EVA Pertama ini menang atas EVA Kedua karena memang perusahaan yang ke satu mempunyai omzet dan ukuran perusahaan yang jauh lebih besar dibanding dengan perusahaan kedua. Selanjutnya bila diperhatikan pada usaha marginalnya, maka kenaikan sedikit saja pada komponen laba akan membangkitkan persentase kenaikan yang besar pada EVA. Jika sebuah perusahaan dengan  $\text{EVA} = 100 - 99 = 1$ , berarti secara marginal diperoleh nilai EVA 1% ( $1 \text{ dibagi } 100$ ) terhadap laba. Bila model EVA "100-99" ini terus saja berulang-ulang, maka ketika laba dinaikkan dari 100 menjadi 120 dan biaya

modal (CoC) nya naik dari 99 menjadi 100, maka sangat menakjubkan bahwa EVA nya naik sebesar 16% (20 dibagi 120).

Oleh karena itu EVA bisa menjadi metrik yg lemah kalau membandingkan bisnis secara absolut, baik untuk tujuan patok duga maupun alokasi sumberdaya antar portofolio perusahaan. Mengapa ? Sebab EVA bisa mengirim signal yang salah arah, *misleading*, mengenai daya tarik bisnis relatif, dimana perusahaan-perusahaan yang bergantung semata-mata pada EVA, akan menghadapi risiko pertumbuhan yang keliru.

Pilihan bagi BUMN Perkebunan "Z" (Persero) sekarang adalah melangkah jauh melampaui capaian EVA "*Moving Beyond EVA*". Perusahaan yang ingin mencapai pertumbuhan yang ajeg harus bergerak melampaui capaian EVA. Caranya ada 2 pilihan alternatif (Olsen, 1996)

Pertama, pendekatan sederhana adalah menyesuaikan pengukuran ke basis kas ("*cash basis*") dengan cara menambahkan depresiasi dan amortisasi ke Laba Usaha Bersih (*Net Operating Profit*) dan akumulasi depresiasi (*accumulated depreciation*) ke modal berdasar buku (*book capital*). Cara ini tidak lain dengan apa yang disebut *Cash Value Added* (CVA). Mengapa CVA menjadi pilihan ? Karena CVA dapat mengeliminasi salah satu kelemahan EVA yaitu antipertumbuhan atau bias investasi. Dengan CVA perusahaan melakukan tahapan penting, melangkah melampaui EVA.

Kedua, pendekatan lainnya adalah melalui evaluasi kinerja unit bisnis (SBU) sebagaimana halnya seorang investor mengevaluasi perseroan, atau seperti halnya CEO menyiapkan (*size up*) suatu akuisisi yang potensial. Jadi pendekatan ini tidak lain adalah bentuk *Total Business Return* (TBR), yang bekerja dengan cara

membandingkan Nilai Awal Usaha dibandingkan terhadap Nilai Akhir (*the beginning value versus the ending value*) plus arus kas bebas (FCF). TBR sesungguhnya mereplikasi dan merepresentasi *Total Shareholder Return* (TSR) Perseroan, namun pada level SBU.

Bagaimana hubungan antara *Total Business Return* (TBR) dengan *Total Shareholder Return* (TSR) ? Olsen (1996) memberikan fakta empiris bahwa korelasi antara TBR dengan TSR Observasi (*observed TSR*) sangat signifikan. Nilai korelasinya sebesar 0.40 pada observasi 1 tahun, dan bernilai 0.57 pada observasi 3 tahun. Korelasi antara TBR dengan TSR, besarnya dua kali lebih baik dari pada korelasi TBR dengan EVA. Perusahaan bisa menggunakan TBR untuk perencanaan pegawai, target kompensasi untuk eksekutif, dan untuk menetapkan tujuan perusahaan yang kemudian di tandem ke tingkat SBU. Hasil dari penerapan TBR ini adalah *reward* bagi eksekutif yang mengembangkan bisnisnya dengan menciptakan nilai bagi shareholder. Kupasan mendalam tentang TBR dapat dilihat pada seri BCG "*Metric Value Challenge tahun 1995*, dan BCG "*Shareholder Value Metric tahun 1996*".

Penjajaran atau *alignment* kepentingan manajer dengan perusahaan dan pemegang saham sangat kritis sifatnya, apalagi ketika pihak pimpinan memaksa pertumbuhan tinggi bagi perusahaan (*to grow-run*), namun disisi lain berhadapan dengan perilaku para pihak yang memaksa pengukuran pertumbuhan berbasis akuntansi semata. Adanya keterbatasan cara aplikasi metrik ini dalam hal ini EVA, memaksa kita untuk sanggup bergerak melampauinya ketentuan-ketentuan tersebut. Olsen (1996) mengingatkan "*So, recognize the limits of these measures and move beyond them*"

#### C.2.d. Upaya Meningkatkan EVA

Serupa halnya dengan implementasi Program-program Pembaharuan, maka pada prinsipnya untuk mengimplementasikan EVA, sebuah perusahaan haruslah : Menghitung EVA secara benar dengan membuat penyesuaian (*adjustments*) memasukkan nirwujud kedalam neraca dan menerapkan biaya modal secara tepat; Melatih karyawan tentang EVA dan bagaimana mempengaruhi EVA dan kesuksesan perusahaan dengan cara meningkatkan efisiensi karyawan; Menetapkan prioritas perusahaan dari yang paling besar hingga terkecil untuk peluang EVA, sehingga tujuannya sama : meningkatkan EVA; Menggunakan EVA sebagai dasar untuk kompensasi insentif dan juga unjuk kinerja dan; Mengkomunikasikan sistem EVA, dan bagaimana akan merancang nya ke pasar

Terdapat 6 (enam) strategi peningkatan EVA yaitu :

1. Strategi berbasis hubungan korelasional sesuai hasil Analisis Regresi
2. Strategi Numerik (Dierks, 2000 dan Chandra, 2004)
3. Strategi Pemicu Nilai Operasional melalui Laporan Laba Rugi dan Neraca (Knight, 1998).
4. Strategi Peningkatan EVA Berjajar dengan FVA (Rodriguez *et al.*, 2002)
5. Strategi Stern & Stewart (Stern, 2001)
6. Strategi Shim & Siegel (2008).

Upaya peningkatan Nilai Tambah Ekonomi (EVA) bisa ditempuh setelah melihat hubungan korelasional yang telah dianalisis secara empirik selama 7 tahun observasi, dimana variabelnya bersifat stokastik. Dengan memperhatikan metrik-metrik finansial yang berpengaruh terhadap EVA, MVA, CVA dan FVA

serta SVA dapat di buat solusi untuk meningkatkan metrik finansial nilai tambah tersebut (Hipotesis o4, o5 dan o6) melalui peningkatan metrik finansial konvensional laba bersih, penjualan bersih, ROE, ROA, NPM yang mempengaruhi metrik finansial bernilai tambah (Tabel 4.12).

Selain daripada itu, upaya peningkatan EVA dapat pula dipertegas dengan memperhatikan Strategi Numerik seperti yang disarankan oleh Dierks (2000) dan Chandra (2004). Dengan modifikasi seperlunya dari rumusan Chandra, maka Strategi Penciptaan Nilai di BUMN Perkebunan dapat dijalankan dengan melihat hubungan matematis dengan ilustrasi numerik sebagai berikut :

Data Perseroan BUMN Perkebunan "Z" secara Hipotetik

Modal ( <i>Capital</i> )	:	Rp 10 M
NOPAT	:	Rp 2 M
CoC (=WACC)	:	15 %
r , imbal hasil ( <i>rate of return</i> )	:	20%

Sesuai dengan formula Dierks (2000), maka

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{Capital} \times (r - \text{CoC}), \\ &= \text{Rp } 10 \text{ M} \times (20\% - 15\%) \\ &= \text{Rp } 0,5 \text{ M} \text{ atau Rp Rp } 500 \text{ juta} \end{aligned}$$

Untuk meningkatkan Nilai Tambah Ekonomi (EVA) dari Rp 500 juta tersebut secara deperministik dapat ditempuh empat strategi berikut yaitu :

Strategi 1 : Peningkatan dalam Kinerja Operasional.

Dengan menaikkan Laba Bersih Setelah Pajak (NOPAT) dari Rp 2 M menjadi Rp 2,25 M, yang tentu saja ditempuh melalui efisiensi yang lebih tinggi.

Maka hal ini akan menambah  $r$  (*rate of return*) dari 20% menjadi 22,5%, dan sebagai akibatnya kemudian EVA naik menjadi Rp 750 juta

$$\text{EVA} = \text{Capital} \times (r - \text{CoC}) = \text{Rp } 10 \text{ M} \times (22.5\% - 15\%) = \text{Rp } 0.75 \text{ M} = \text{Rp } 750 \text{ Juta}$$

Strategi 2 : Investasi yang mampu-laba.

Sebuah proyek baru dibidang industri kimia oleo kelapa sawit (*profitable investment*) memerlukan Modal Rp 10 M dengan imbal hasil 18% (berarti menghasilkan NOPAT Rp 1,8 M). Proyek baru ini akan menambah EVA sebesar Rp 300 juta, meskipun imbal hasil konsolidasi turun jadi 19% (rata-rata dari 20% + 18%). Kapitalnya bertambah 10+10 menjadi 20

$$\text{EVA} = \text{Capital} \times (r - \text{CoC}) = \text{Rp } 20 \text{ M} \times (19\% - 15\%) = \text{Rp } 0.8 \text{ M} = \text{Rp } 800 \text{ Juta}$$

Perhatikan bahwa bagi perusahaan, langkah memaksimalkan EVA lebih penting ketimbang yang lainnya. Bukan sekedar memaksimalkan imbal hasil terhadap modal (*Return on Capital*). Dengan melihat capaian EVA yang baru Rp 800 juta, maka proyek baru industri hilir kimia oleo kelapa sawit ini harus diterima.

Strategi 3 : Menarik Modal yang TIDAK Produktif

Modal Kerja Rp 1 M yang tidak produktif dapat dilikuidasi dan bila modal kerja yang tidak produktif ini dipertahankan maka hanya akan menyebabkan penurunan secara **marginal** pada nilai NOPAT. NOPAT akan turun sebesar Rp 50 Juta. Penarikan modal kerja yang tidak produktif ini akan meningkatkan imbal hasil menjadi 21,67 % yaitu  $(\text{Rp } 2 \text{ M} - \text{Rp } 50 \text{ juta}) / (\text{Rp } 10 \text{ M} - \text{Rp } 1 \text{ M})$  dan oleh karena itu EVA naik menjadi Rp 600 juta dengan kalkulasi sebagai berikut

$EVA = \text{Capital} \times (r - \text{CoC}) = \text{Rp } 9 \text{ M} \times (21,67\% - 15\%) = \text{Rp } 0.6 \text{ M} = \text{Rp } 600 \text{ Juta}$

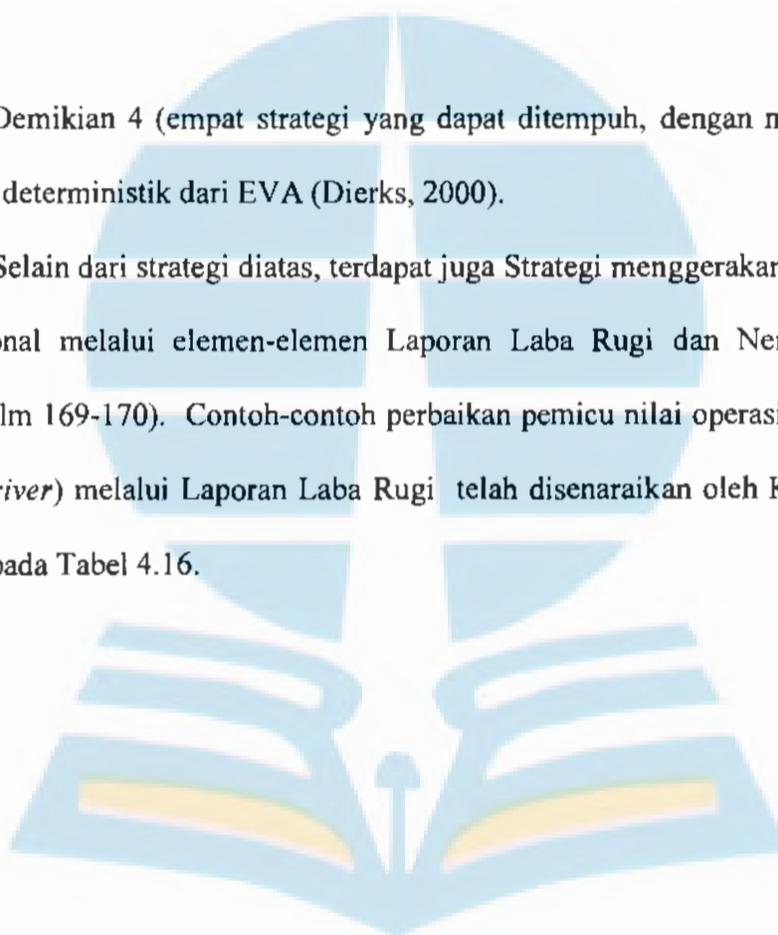
#### Strategi 4 : Menurunkan Biaya Modal

Struktur Modal Perseroan perlu diubah dan dilakukan *re-profiling* pinjaman dengan mengusahakan memperoleh pinjaman dengan Biaya Modal 13% (dibanding sebelumnya 20%), tanpa mengubah perihal faktor-faktor yang mempengaruhi Nilai Tambah Ekonomi lainnya (*ceteris paribus*). Sebagai hasilnya EVA akan naik dari Rp 500 juta menjadi Rp 700 juta

$EVA = \text{Capital} \times (r - \text{CoC}) = \text{Rp } 10 \text{ M} \times (20\% - 13\%) = \text{Rp } 0.7 \text{ M} = \text{Rp } 700 \text{ Juta}$

Demikian 4 (empat strategi yang dapat ditempuh, dengan memanfaatkan formula deterministik dari EVA (Dierks, 2000).

Selain dari strategi diatas, terdapat juga Strategi menggerakkan pemicu nilai operasional melalui elemen-elemen Laporan Laba Rugi dan Neraca (Knight, 1998. Hlm 169-170). Contoh-contoh perbaikan pemicu nilai operasi (*operational value driver*) melalui Laporan Laba Rugi telah disenaraikan oleh Knight (1998) seperti pada Tabel 4.16.



Tabel 4.16. Perbaikan Pemicu Nilai Operasi melalui Laporan Laba Rugi

No	Labarugi (P/L)	Angka	Langkah
1.	Penjualan Bersih	xxx	1. Aktivitas Pemasaran dan Promosi
			2. Pendekatan Penjualan
			3. Kebijakan Harga dan <i>Discount</i>
			4. Segmentasi Pelanggan dan Pasar
			5. Baur Pemasaran
2.	Biaya Penjualan	xxx	1. <i>Trade-off</i> jasa/pemeliharaan
			2. Peningkatan produktivitas
			3. Penataran aset
			4. Proses dan Alur Kerja
			5. Logistik
			6. Baur Produk
			7. Biaya Material
	Labarugi Kotor	xxx	1. Aktivitas Pemasaran dan Promosi
			2. Overhead Tidak Langsung
3.	Beban Penjualan, Umum	xxx	
	Adminstrasi (SG&A)		
4.	Labarugi Usaha	xxx	
	( <i>Operating Profit</i> )		
5.	Pendapatan Lain-lain dan	xxx	1. Warranty Servicing
	Biaya Lain-lain		2. Manajemen Kas
			3. Utilisasi Aset
6.	Pajak	xxx	
7.	LABA BERSIH	xxx	1. Perencanaan Strategis
	(Net Income)		2. Metodologi Akuntansi
			3. Pemerisaian Pajak ( <i>Tax sheltering</i> )

Sumber : Knight (1998).

Pemicu nilai operasi pertama adalah penjualan bersih (net sales) yang langkah-langkahnya dilakukan melalui strategi segmentasi, targeting, positioning (STP) dan baur pemasaran yang tepat (*marketing mix*). BUMN Perkebunan Z

telah mengubah paradigma pemasaran dengan menempatkan pelanggan sebagai pihak yang utama. Dalam Program Transformasi Bisnis telah dicanangkan semboyan “ *we produce what we sell*” dari semboyan sebelumnya “*we sell what we produce*”. Wujud dari semboyan itu adalah penerapan Program CRM, *Customer Relationship Management*.

Pemicu nilai terakhir melalui Laporan Laba Rugi adalah Laba Bersih (net income) yang oleh Knight (1998) ditempuh melalui perencanaan strategis, metodologi akuntansi dan pemerisaian pajak (*tax sheltering*).

Selanjutnya Knight juga memberikan contoh perbaikan pemicu nilai operasi (*operational value driver*) melalui Neraca (*Balance Sheet*)

Tabel 4.17. Perbaikan Pemicu Nilai Operasi melalui Neraca

No	Aset	Angka	Langkah
1.	Kas	xxx	1. Manajemen Kas
2.	Piutang (A/R)	xxx	1. Kebijakan dan Prosedur Penagihan 2. S/K (T&C) (waktu, prepay discount)
3.	Persediaan	xxx	1. Manajemen Persediaan 2. Evaluasi Kebutuhan pelanggan
4.	Biaya Bayar Dimuka	xxx	1. Pre-payment <i>Trade-off</i>
5.	Net P, P& E	xxx	1. Jasa dan Pemeliharaan 2. Trade-off penggantian, up grade 3. Utilisasi Aset 4. Penghapusan aset non produktif
6.	Total Aset	xxx	
No.	Liabilities		
1.	Short –Term debt	xxx	1. Manajemen Modal Kerja 2. Keputusan Keuangan
2.	Hutang A/P	xxx	1. Trade-off dari pre payment 2. S & K (T&C) 3. Keputusan Sumberdana
3.	Long-Term DE	xxx	Keputusan Pendanaan
4.	Total L/E	xxx	

Sumber: Knight (1998)

Merujuk pada Tabel 4.17, manajemen kas di BUMN Perkebunan Z seyogyanya terus memperhatikan prinsip-prinsip keuangan korporasi dengan menimbang model-model William Baumols Cash Model, Miller-Orr's Cash Model dan juga model-model inventory (EOQ) seperti diuraikan oleh Brigham *et al.* (2005) dan Shim and Siegel (2008). Penurunan arus kas yang diperoleh dan dipergunakan untuk aktivitas operasi seperti tertera pada Tabel 4.3 mengalami penurunan dari Rp 1,25 Trilyun pada tahun 2011 merosot menjadi minus Rp 81 Milyar pada tahun 2013. Kas adalah jantung korporasi dan olehkarenanya perencanaan kas merupakan hal penting dalam manajemen keuangan (Asnawi *et al.*, 2015)

Bagaimana Strategi Peningkatan EVA Berjajar dengan FVA ? Bagaimana metrik finansial nilai tambah (EVA) dikaitkan dengan *value drivers* dan keputusan keuangan (*finance decisions*) ? Merujuk pada paparan Rodriguez *et al.* (2002), dapat dilihat bahwa formula metrik finansial EVA tidak lain adalah : NOPAT minus  $k \times TR$ , dan suku NOPAT nya diurai menjadi  $[(P \times Q - VC \times Q - FC - D)] \times (1-t) - k \times TR$ ; sedangkan  $P$  = harga produk,  $Q$  = kuantitas produksi,  $VC$  = biaya variabel (variable cost) per unit,  $FC$  = Biaya tetap (Fixed Cost),  $D$  = Depresiasi,  $t$  = pajak (Income tax rate),  $k$  = WACC dan  $TR$  = Sumberdaya Total (Total Resources), maka metrik (baca : measure) EVA terhubung dengan *value drivers* sebagai berikut :

Pertama, pemicu pertumbuhan penjualan (Sales growth) dari komponen  $Q$  yaitu kuantitas produksi baik CPO maupun karet. Semakin besar pendapatan dari penjualan, akan semakin baik pemicuan terhadap EVA.

Kedua, pemicu margin laba bersih (Operating Profit Margin) dari suku ( $P \times Q - VC \times Q - FC - D$ ). Penerimaan (*revenue*) dari perkalian harga dan produk harus selalu lebih besar dari biaya-biaya variabel total.

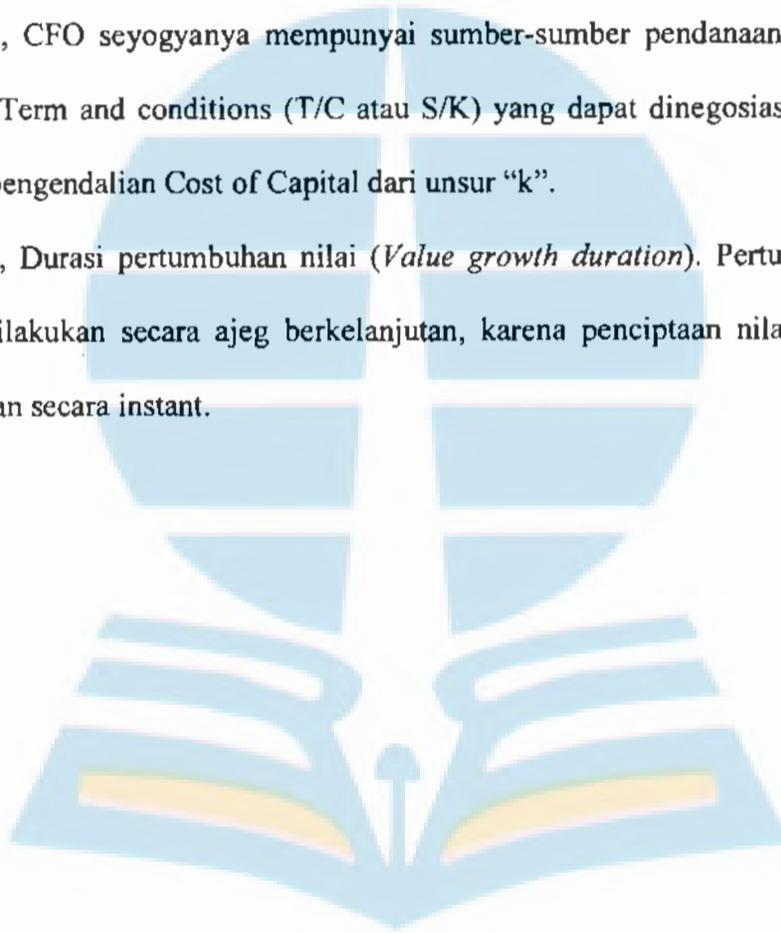
Ketiga, Pajak adalah kewajiban pada negara. Income tax rate adalah dari komponen  $t$ , yang dalam hal ini  $(1-t)$ .

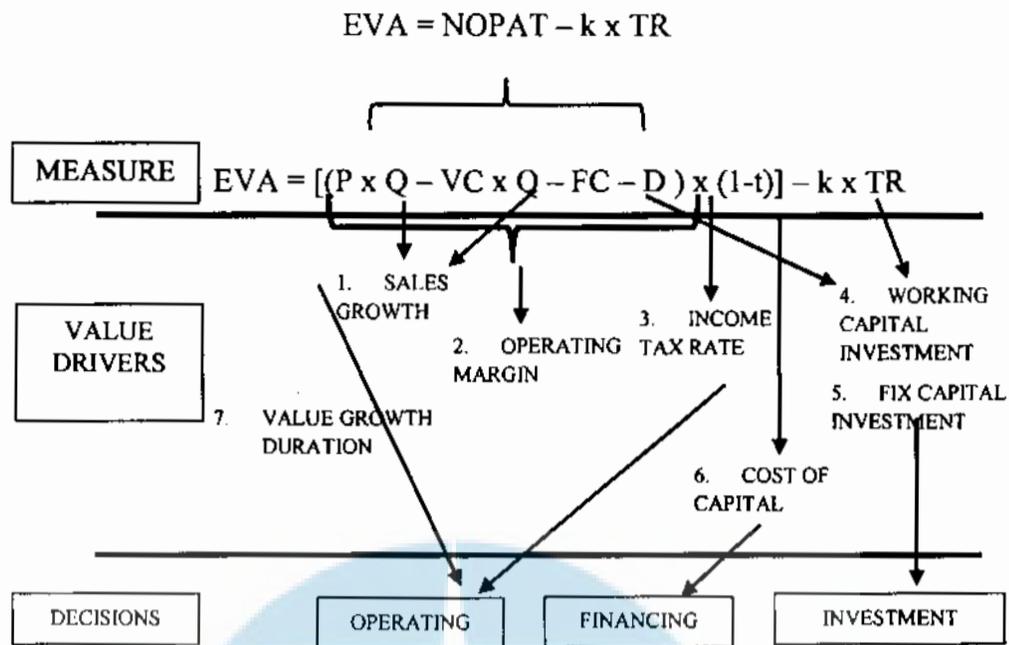
Keempat, pemicu nilai Working Capital Investment dan manajemen modal kerja yang baik setidaknya harus mempunyai cadangan untuk sekurangnya selama 3 (tiga) bulan kedepan.

Kelima, Fixed Capital investment terhubung dari komponen  $D$  dan  $TR$

Keenam, CFO seyogyanya mempunyai sumber-sumber pendanaan yang murah dengan Term and conditions (T/C atau S/K) yang dapat dinegosiasi. Pemicu ini adalah pengendalian Cost of Capital dari unsur "k".

Ketujuh, Durasi pertumbuhan nilai (*Value growth duration*). Pertumbuhan nilai harus dilakukan secara ajeg berkelanjutan, karena penciptaan nilai tidak dapat dilakukan secara instant.





Gambar 4.8. Skema Pengukuran EVA dihubungkan dengan Pemacu Nilai dan Keputusan Keuangan

Secara ringkas dari Gambar 4.8 tersebut terlihat ketujuh Pemacu Nilai menggerakkan keputusan keuangan, yaitu : *operating decision* dipicu oleh pemacu *sales growth*, *OPM*, *Income tax rate* dan *Value Growth Duration*. Selanjutnya keputusan pendanaan (*financing*) dipicu oleh *Cost of Capital* dan keputusan investasi dipicu oleh *investment* pada *working capital* dan *fixed capital*.

Persoalannya kemudian, bagaimana operasionalisasi dari menggerakkan *value driver* tersebut kedalam langkah-langkah manajerial. Apa upaya-upaya yang harus dijalankan untuk meningkatkan EVA ? Strategi Stern Stewart & Co. dalam Stern (2001) menguraikan bahwa EVA akan meningkat manakala :

Pertama, efisiensi operasional ditingkatkan (*Operating Efficiency is improved*)

Maka untuk BUMN Perkebunan “Z” langkah yang perlu diambil adalah

a. Di bidang produksi efisiensi ditempuh dengan :

1. Melakukan pemupukan yang efektif, aplikasi tidak boros karena pupuk menyerap biaya produksi sangat besar sekitar 40%. Dosis dan jenis pupuk harus tepat tidak boleh *luxurious* dan tidak tepat sasaran.
2. Manajemen PAO yaitu Panen, Angkut, Olah harus optimal baik untuk sawit maupun karet.
3. Proses bisnis yang birokratis (*too much red tapes*), proses kerja yang tidak padu harus dirombak, dengan menerapkan Management Tools : BPR (*Business Process Re-engineering*). Rintisan BPR telah dicanangkan tahun 2006 yang lalu di BUMN Perkebunan “Z”.
4. Sistem PPBS, Planning Programming Budgetting System harus di implementasikan dengan membumi, melalui disiplin penyusunan RKAP Tahunan yang di terjemahkan ke dalam RKO Triwulanan, dan terus diawasi oleh SPI dan Urusan Verifikasi atas penyimpangan-penyimpangannya.

b. Di bidang pemasaran efisiensi ditempuh dengan

1. Menekan HPP (*Cost of Goods Sold*), sebisa mungkin memasarkan secara terintegrasi, pemasaran langsung.
2. Menjaga kualitas barang, memenuhi kepuasan pelanggan dengan terus melakukan survey kepuasan pelanggan secara teratur dan *on-time delivery*.

Kedua, dilaksanakan investasi-investasi baru bernilai tambah (*Value adding investments are made*). Dalam hal ini BUMN Perkebunan “Z” agar terus berinvestasi pada industri hilir CPO, dengan menghasilkan aneka macam produk turunan oleochemicals, minyak goreng, sabun, bio-diesel dsb, seperti yang sedang dilakukan di Sei Mangkei. Demikian juga dengan produk karet, agar nilai tambah tercipta, maka bisa berinvestasi pada produk jadi karet, seperti *conveyor belt, rubber threads, rubber gloves, rubber ban* dsb. Hilirisasi adalah salah satu bentuk investasi yang memberikan nilai tambah.

Ketiga, kegiatan tidak ekonomis dihilangkan (*Uneconomic activities are curtailed*) Dalam hal ini, kegiatan-kegiatan seremonial, pembangunan proyek mercu suar agar dihentikan atau dikurangi. Contoh kegiatan tidak produktif dan tidak ekonomis tersebut harus segera diganti dengan program transformasi bisnis yang terbukti telah membawa hasil.

Keempat, Biaya modal murah (*The cost of capital is lowered*). Dalam hubungan ini, BUMN Perkebunan Z dapat melakukan antara lain reprofiling atas hutang-hutang yang beban bunganya tinggi. Menjajagi *offshore loan* dan menjajagi kembali kemungkinan Penggunaan Dana Pemerintah, melalui PMN (Penyertaan Modal Negara). Pada unit-unit kebun atau pabrik dan SBU yang kinerja keuangannya sangat buruk, dapat diterapkan “*Turn-around Management*”

Pakar keuangan lain, Shim & Siegel (2008) mendapatkan bukti dari para pengguna EVA, bahwa ada 6 cara meningkatkan EVA yaitu :

Pertama, meningkatkan perputaran aset (*asset turn over, ATO*). Contoh : ATO melalui *Fixed Asset TO*, Durasi waktu untuk *inventory-utang-piutang*, dan Siklus Konversi Kas (CCC).

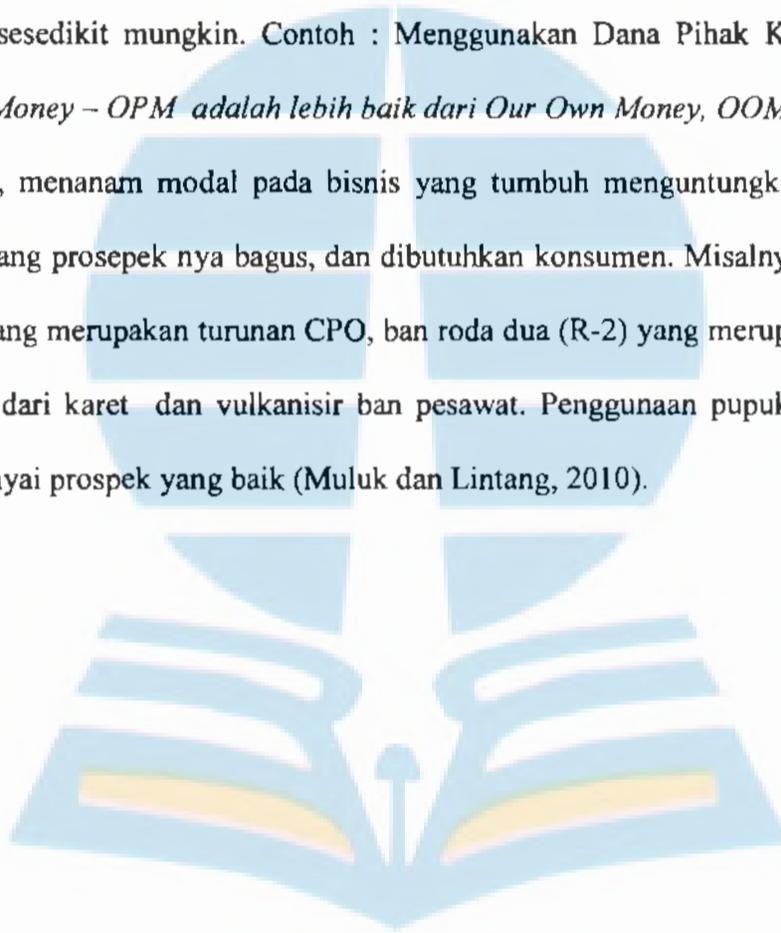
Kedua, mengeluarkan bisnis yang rugi. Contoh : Bisnis yang tidak sesuai lagi *feasibility study* nya, *pricing* nya tidak cocok lagi, dan ada keberanian melakukan *cost cutting*, melakukan rekayasa ulang.

Ketiga, memperbaharui aset. Contoh : Mesin-mesin tua segera diganti. Tanaman yang sudah renta segera diremajakan

Keempat, menyusun perjanjian yang syarat permodalannya rendah. Contoh : Alternatif nya adalah model proyek *Build Operate Transfer*, *Turn-key*, Kerja Sama Operasional dsb

Kelima, meningkatkan daya ungkit keuangan (*leverage*) dan pakai pembiayaan ekuitas sesedikit mungkin. Contoh : Menggunakan Dana Pihak Ketiga (*Other People Money – OPM* adalah lebih baik dari *Our Own Money, OOM*)

Keenam, menanam modal pada bisnis yang tumbuh menguntungkan. Contoh : Usaha yang *prosepek* nya bagus, dan dibutuhkan konsumen. Misalnya *consumers goods* yang merupakan turunan CPO, ban roda dua (R-2) yang merupakan produk turunan dari karet dan vulkanisir ban pesawat. Penggunaan pupuk hayati juga mempunyai prospek yang baik (Muluk dan Lintang, 2010).



### C. 3. Nilai Tambah Pasar (MVA) untuk Status PT Persero

Makna Nilai Tambah Pasar (MVA) diungkapkan oleh beberapa peneliti sebagai upaya maksimalisasi kemakmuran pemegang saham dengan cara memaksimalkan kenaikan nilai pasar dari modal perusahaan jauh lebih tinggi di atas nilai modal yang disetor pemegang saham.

MVA harus selalu menjadi tujuan utama perusahaan termasuk PT Persero yang menitikberatkan pada penambahan kekayaan, memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham dapat dilakukan dengan memaksimalkan MVA dan memaksimalkan nilai korporasi (Stewart III, 1991; Ruky, 1997; Mirza & Imbuh 1999; Sartono, 2001).

Konsep yang menyatakan besaran yang langsung mengukur penciptaan nilai yaitu Market Value Added (MVA) ini dikembangkan oleh Stern, Stewart & Co., yang meyakini dan mempopulerkan MVA sebagai alat ukur yang paling pas untuk sukses tidaknya suatu perusahaan dalam menciptakan kekayaan bagi pemilik (Ruky 1999). MVA adalah total nilai pasar (market value) semua saham dan hutang perusahaan, yang berarti berapa jumlah yang diperoleh investor jika semua investasinya berupa saham dan obligasi dijual ke pasar finansial dikurangi total modal yang diinvestasikan (berupa ekuitas, laba ditahan, hutang lewat pasar modal dan hutang terhadap bank). Jika MVA positif berarti manajemen berhasil menciptakan nilai tambah bagi perusahaan sebaliknya jika MVA negatif maka gagal menciptakan nilai tambah bagi perusahaan, mengalami ketekoran.

Bila ditinjau dari cara pandang lain, Nilai Tambah Pasar (MVA) adalah perbedaan antara modal yang ditanamkan di perusahaan sepanjang waktu (untuk

keseluruhan investasi baik berupa modal, pinjaman, laba ditahan dan sebagainya) terhadap keuntungan yang dapat diambil sekarang, yang merupakan selisih antara nilai buku dan nilai pasar dari keseluruhan tuntutan modal (Winarto, 2005). MVA dapat dihitung dengan formula:

$$\text{MVA} = \text{Market value of equity} - \text{Equity capital supplied by shareholders}$$

MVA dihitung dengan cara mengalikan jumlah saham yang beredar dengan selisih antara harga saham dengan nilai buku ekonomis per lembar saham. Dengan kata lain, MVA adalah selisih absolut antara nilai pasar perusahaan dengan modal yang diinvestasikan (Dierks, 2000). MVA positif jika nilai pasar perusahaan lebih besar daripada modal yang diinvestasikan, berarti kekayaan telah diciptakan. Sebaliknya MVA negatif jika nilai pasar perusahaan lebih kecil daripada modal yang diinvestasikan, berarti kekayaan telah dimusnahkan. Perhitungan MVA untuk perusahaan dengan status terbuka (Tbk) sedikit berbeda pendekatannya dibanding dengan perusahaan dengan status Persero.

BUMN Perkebunan Z sudah mempersiapkan diri untuk *go public* sejak tahun 2001, dengan menggandeng penasehat keuangan, penjamin emisi, untuk melantai di bursa efek Jakarta. Akan tetapi upaya itu belum juga dapat terealisasi karena berbagai pertimbangan, sehingga akibatnya hingga saat ini tidak dapat diperoleh nilai pasar saham yang bisa dikontest di pasar modal. Dengan statusnya sebagai **PERSERO**, sahamnya dikuasai oleh negara, maka perhitungan yang paling sesuai untuk mendapatkan MVA adalah mengikuti Formula Dierks (2000). Dalam kertas kerja penelitian ini, metode perhitungan MVA mengikuti formula Dierks (2000) yaitu  $\text{MVA} = (\text{harga saham pasar} \times \text{jumlah saham}) - (\text{harga saham}$

nilai buku x jumlah saham) atau (Nilai Pasar Saham Biasa – Nilai Saham Nominal) x Jumlah Saham Beredar.

Asumsi nilai pasar saham BUMN Perkebunan “Z” sama dengan Laba per saham dasar, nilai nominal saham sama dengan Rp. 1 juta sesuai Anggaran Dasar Perusahaan dan Jumlah saham beredar sama dengan Saham yang ditempatkan. Jumlah saham beredar 315.000 lembar, nilai pasar saham berkisar Rp 887.283,- sampai terakhir Rp 3.220.156. Formula MVA dari Dierks ini mirip dengan Market to Book Ratio (M/B ratio) yang batasannya adalah *per share stock price minus invested equity capital* namun berbeda dalam mekanik perhitungan.

Hasil MVA, yaitu Nilai Tambah Pasar (MVA) bernilai negatif pada 3 tahun pertama, namun 4 tahun berikutnya secara berturut-turut telah memberi nilai positif. Hal ini berhubungan dengan kenyataan bahwa sejak tahun ke-4 nilai pasar saham telah melewati nilai nominalnya (*book value*). Bahkan pada tahun terakhir pengamatan yaitu tahun ke-7, nilai pasar saham dari BUMN Perkebunan “Z” sudah mencapai 3.2 kali lebih tinggi dari nilai nominal. Hal ini tentu memberikan arti yang sangat baik bagi pemilik saham. Pada awal observasi, nilai MVA negatif yaitu sebesar minus Rp 35 Milyar. Namun pada akhir tahun pengamatan telah meningkat tajam, menjadi Rp 699 Milyar. Nilai MVA ini ditopang oleh kenaikan Nilai pasar saham dari Rp 887 ribu, terus meingkat menjadi Rp 3,2 juta. Sedangkan jumlah saham (*number of share*) masih tetap, 315.000 lembar. Bila dibandingkan dengan penelitian lainnya, hasil MVA dalam penelitian ini menampakkan terdapatnya kesejajaran yaitu adanya faktor laba bersih sebagai *bottom line* yang turut berkontribusi pada MVA.

Market Value Added yang positif ini memberi makna penting bagi investor modal dan hutang, pemilik saham dan perusahaan termasuk pemegang kupon obligasi. Metrik finansial EVA dan MVA merupakan instrumen yang penting bagi penghargaan nilai suatu perusahaan. Kesebandingannya adalah bila EVA merupakan cuplikan periode pendek (biasanya setahun) sementara MVA merupakan pengharapan pasar (*expectation*) terhadap perusahaan tersebut pada periode mendatang (masa yang lebih panjang). Dari hasil studi menyatakan bahwa EVA dan MVA mempunyai hubungan yang positif dan signifikan seperti yang ditulis oleh Tortella & Brusco (2001).

Madhavi dan Prasad (2015) melakukan studi empirik tentang EVA dan MVA di perusahaan terpilih di India. Kesimpulan yang diperoleh adalah predictor nilai pasar perusahaan yang lebih baik dibanding dengan EPS. EVA menunjukkan hubungan dan relevansi yang kuat terhadap pasar modal dibanding dengan pengukuran-pengukuran atau metrik tradisional. Dengan menggunakan analisis regresi berganda dan analisis korelasi, terbukti MVA dijadikan sebuah proxy dalam menentukan nilai pasar dari sebuah perusahaan.

MVA secara fungsional tergantung (*dependent*) terhadap EVA, seperti tertera pada rumus Stern & Stewart@ berikut :  $MVA = EVA_1/(1+WACC) + \dots + EVA_n/(1+WACC)$ . Hal ini berarti bahwa MVA merupakan pencerminan dari EVA, mencerminkan kinerja intern perusahaan. Terdapat korelasi yang signifikan antara EVA dengan MVA. Ini berarti jika EVA, yaitu nilai tambah yang dihasilkan oleh suatu perusahaan dengan cara mengurangi laba operasi bersih setelah pajak dengan biaya modal yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan, naik akan diikuti dengan kenaikan MVA, yaitu nilai tambah yang

berhasil dikapitalisasi dan memperbesar nilai kapital yang digunakan oleh perusahaan.

Cara meningkatkan MVA dapat dilakukan dengan tiga cara (Stewart III, 1991) yaitu : Meningkatkan efisiensi operasional; Menambah jumlah modal yang diinvestasikan ke dalam suatu proyek di mana selisih antara *rate of return* dan *WACC (Weighted Average Cost of Capital)* berharga positif; Menarik kembali modal dari operasional jika *rate of return* lebih kecil dari *WACC*. Cara-cara ini berlaku juga untuk meningkatkan MVA pada BUMN Perkebunan Z.

Berdasarkan angka MVA dapat dibuat kontrak remunerasi manajemen untuk menentukan besarnya bonus kinerja dan atau *tantieme* bagi pengelola. Hanya saja, MVA adalah ukuran kumulatif jangka panjang. Padahal bonus kinerja biasanya perlu dibayar tiap tahun. Sebagai pendekatan bagi penciptaan nilai setiap tahunnya, dapat digunakan nilai tambah ekonomi (EVA). Dan MVA sebenarnya tidak lain adalah total perjumlahan EVA tahunan, dibagi dengan *WACC* atau dengan kata lain MVA adalah nilai kiwari (*present value*) dari semua EVA yang akan datang (*MVA is simply the present value of all the future EVA's*). Secara matematik diucapkan sebagai berikut

$$MVA = \frac{\sum_{i=1, \dots, n} EVA_i}{(1 + WACC)^i}$$

MVA dan EVA berhubungan lurus, sehingga seperti disinggung sebelumnya bahwa cara-cara meningkatkan nilai MVA diatas tadi, sejalan dengan cara-cara meningkatkan EVA.

EVA sebagai indikator dari keberhasilan manajemen dalam memilih dan mengelola sumber-sumber dana yang ada di perusahaan. Bila EVA di BUMN

Perkebunan Z seperti dipaparkan pada bab sebelumnya suatu perusahaan meningkat, maka berarti kinerja perusahaan semakin baik sehingga kesejahteraan para pemegang saham dapat ditingkatkan. Return pemegang saham akan menyangkut dengan prestasi perusahaan di masa depan, karena harga saham (dan juga dividen) yang diharapkan oleh pemodal merupakan nilai intrinsik yang menunjukkan prestasi dan resiko saham tersebut di masa yang akan datang.

Apakah implikasi dari Nilai Tambah Pasar (MVA) yang positif dan bernilai tinggi ? Semua implikasi pada EVA juga berlaku transitif terhadap MVA. Perbandingan antara nilai buku dengan nilai pasar dari Perseroan sangat besar. Ini dapat ditafsirkan bahwa sudah saat nya dilakukan revaluasi aset. Nilai pasar dari saham perseroan pada tahun terakhir pengamatan yaitu tahun ke-7, mencapai 3.2 kali lebih tinggi dari nilai nominal. Hal ini tentu memberikan arti yang sangat baik bagi pemilik saham. Bila diingat bahwa sejak pendirian sebagai PT pada tahun 1996, berarti sudah cukup lama waktu berlalu tanpa ada revaluasi aset. Bila dilakukan revaluasi maka akan ada manfaat yang diperoleh Perseroan yaitu struktur permodalan menjadi lebih sehat, ada tambahan ekuitas yang kemudian akan meningkatkan daya ungkit keuangan perusahaan (*leveraging*). Persoalan yang sering dipertanyakan diseputar revaluasi aset BUMN Perkebunan Z adalah pajak atas revaluasi aset tersebut yang besarnya 10% tentu sangat signifikan. Untuk mengatasi masalah ini dapat diusulkan kebijakan : pertama, hutang pajak tersebut diangsur untuk waktu yang lama misal nya 20 tahun; kedua, hutang pajak tersebut dikonversi menjadi tambahan saham pemerintah (*debt to equity swap*) sebagai tambahan Penyertaan Modal Negara (PMN).

#### C.4. Perbedaan Mekanik Perhitungan CVA

Nilai Tambah Tunai (CVA) secara prinsip hampir sama dengan Nilai Tambah Ekonomi (EVA), di mana perbedaannya hanyalah dalam menentukan laba dan jumlah kapital dari perusahaan. EVA menggunakan berbagai macam penyesuaian terhadap laba operasi dan jumlah kapital, sedangkan CVA mendasarkan perhitungan pada aliran kas. Teknik CVA ini akan memberikan investor ide berupa kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas dari satu periode ke periode lain. Secara umum, semakin tinggi CVA semakin baik bagi perusahaan dan bagi investor ([www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)).

Perusahaan berhasil menciptakan kekayaan bagi pemegang sahamnya bila laba melebihi biaya kapital. Perbedaan dari EVA dengan CVA adalah CVA memakai aliran kas sebagai dasar perhitungan. Dengan hanya melihat pada aliran kas yang benar-benar terjadi, distorsi akuntansi dapat dihilangkan. Dengan demikian, perhitungan CVA akan menunjukkan seberapa besar perusahaan dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham, yaitu perbedaan antara kas yang berasal dari operasi dengan nilai penggantian aset dan biaya kapitalnya. Seperti diuraikan dalam Bab II bahwa mekanisme perhitungan CVA ada 2 (dua) yaitu versi Ottosson *et al.* (1996) dan versi Knight (1998)

Ottosson *et al.* (1996) dan Hejazi *et al.* (2007) menyebutkan bahwa rumusan CVA sangat sederhana rancangannya yaitu hanya memasukkan elemen-elemen cash. Metode perhitungan CVA adalah dengan mengurangkan Nilai Kas yang diperoleh (*operating cash flow*) oleh Nilai Kas yang diperlukan (*operating cash flow demand*) nya.

$$CVA = OCF - OCF \text{ demand,}$$

$$CVA = \text{Arus Kas Operasi} - (\text{WACC} \times \text{Modal})$$

Sedangkan OCF terdiri dari *EBDIT*, *Working capital movement* dan *non-strategic investment*. EBDIT adalah sales minus cost yang berarti operating surplus. Dalam Formula ini juga ditemukan Variabel-variabel yang mempengaruhi CVA. CVA dihitung dengan mengurangi aliran kas yang berasal dari operasi dengan depresiasi ekonomis dan biaya kapital. Aliran kas dan operasi merupakan jumlah uang yang benar-benar didapat perusahaan karena melakukan aktivitas operasi perusahaan. Dengan demikian, aliran kas ini tidak terdistorsi dengan metode pencatatan akumulasi. Depresiasi ekonomis dihitung berdasarkan asumsi-asumsi umur ekonomis asset merupakan umur pakainya, perkiraan laju inflasi selama umur ekonomis asset dan tingkat biaya kapital tidak berubah selama umur ekonomis asset tersebut. Perbedaan dalam membuat asumsi akan menghasilkan nilai CVA yang berbeda. Dalam hal ini ada 2 asumsi yang digunakan dalam penelitian ini. Yang pertama adalah  $WACC = 13,45\%$ , dan  $WACC = 16,24\%$ .

Djohanputro (2008) mengemukakan CVA yang ideal tidak terpengaruh oleh kebijakan penyusunan Laporan Keuangan. Arus kas yang dihitung dengan model langsung (*direct model*) memberi gambaran mengenai uang keluar masuk perusahaan secara riil. Sementara arus kas yang dihitung secara tidak langsung yaitu dengan melakukan penyesuaian laba perusahaan depresiasi masih terkena pengaruh kebijakan penyusunan Laporan Keuangan. Sebagai analis yang bukan orang dalam perusahaan akan sangat sulit mendapatkan data untuk menyusun

Laporan arus kas (LAK) dengan model langsung. Oleh sebab itu, dalam penelitian ini dipilih metode perhitungan CVA menurut Knight (1998). Metode ini juga menggunakan contoh-contoh dan formula yang terang secara mekanis.

Menurut Knight (1998) CVA termasuk ukuran imbal hasil (*return*), seperti halnya ROE (*return on equity*), RONA (*return on net asset*), ROCE (*return on capital employed*), ROGA (*return on gross asset*) dan EVA (*Economic Value Added*). Sedangkan ukuran profitabilitas meliputi EBITDA, EBIT, NOPAT, *Net Income* dan EPS (*Earnings per Share*). Dalam hal CVA sebagai metrik atau ukuran (Measure), maka derivasi rumusnya adalah sebagai berikut :

Income statement :

$$\begin{aligned} \text{Revenues} - \text{expenses} &= \text{EBITDA} - \text{depreciation} - \text{amortization} = \text{EBIT} \times (1 - \text{tax rate}) \\ &= \text{NOPAT} + \text{depreciation} = \text{GOPAT}. \end{aligned}$$

Balance Sheet :

$$\text{Total Assests} - \text{NIBCL} + \text{accumulated depreciation} = \text{Gross Assets}$$

$$\text{CVA Calculation} : \text{GOPAT} - (\text{Cost of Capital} \times \text{Gross Assets}) = \text{CVA}$$

Perlu diperhatikan bahwa NOPAT adalah *Net Operating Profit after Tax* yang meniadakan (excludes) *non-operating income and expense*. Dan GOPAT adalah *Gross Operating Profit after Tax* yang setara dengan NOPAT plus depreciation. Perbedaan dengan perhitungan EVA terletak pada elemen Gross pada CVA versus elemen Net pada EVA.

Selanjutnya pada perhitungan *Gross asset* diatas terdapat NIBCL yaitu pinjaman jangka pendek tanpa bunga (Non-interest Bearing Current Liabilities yang meliputi hutang dagang, biaya yang masih harus dibayar (BMHD istilah yang dipakai di BUMN Perkebunan Z), hutang pajak, uang muka pelanggan dsb.

Di BUMN Perkebunan Z perhitungan NIBCL meliputi hutang usaha, hutang pajak, Biaya Masih Harus Dibayar (BMHD), pendapatan diterima dimuka, hutang ABH (Antar Badan Hukum) dan kewajiban lancar lainnya yang tidak berbunga. NIBCL ini juga menjadi unsur yang dikeluarkan (exclude) dalam perhitungan invested capital untuk memperoleh EVA. Elemen dari invested capital adalah Kas + WCR + aktiva tetap. Keberadaan WCR, working capital requirement dalam perhitungan EVA, dan NIBCL dalam perhitungan CVA, mengarahkan tinjauan pada penjelasan tentang neraca reguler dan neraca EVA (Young, *et al.* 2001) seperti terlihat pada Tabel 4.18

Tabel 4.18. Posisi NIBCL dan WCR pada Neraca Reguler dan Neraca EVA

Neraca Reguler		Neraca EVA	
Cash	Short-term Debt	Cash	Short-term Debt
Receivables+	<b>Short-term</b>	<b>WCR</b>	
Inventories+	<b>NIB(C)L</b>		
Prepayments	Long-term Debt		Long-term Debt
	Other Long-term Liabilities		Other Long-term Liabilities
Fixed Assets	Shareholders's Equity	Fixed Assets	Shareholders's Equity

Sumber : Young *et al.* (2001)

WCR mencakup persediaan + piutang dagang + aktiva lancar lainnya – hutang dagang + biaya yang masih harus dibayar + uang muka pelanggan.

Demikianlah perbedaan perhitungan CVA yang digunakan dalam penelitian ini, dibandingkan dengan pendekatan yang digunakan dalam literatur lainnya. Untuk kepentingan analisis kinerja keuangan berbasis nilai tambah dan implikasinya terhadap penciptaan nilai, kedua pendekatan sangat bermanfaat bagi pemegang saham. Akan tetapi dalam penelitian ini dipilih formula Knight (1998) karena 2 (dua) alasan. Pertama, pendapat Djohanputro (2008) yang mengatakan

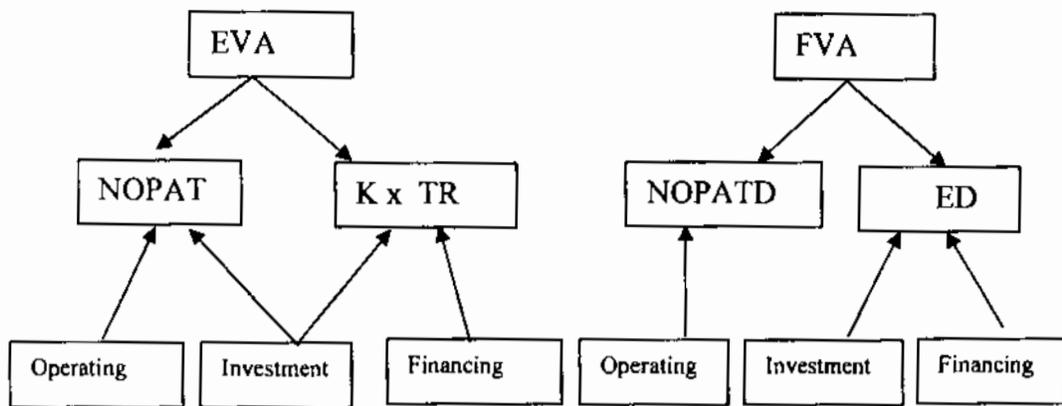
tidak mudah memperoleh data untuk menyusun arus kas dengan model langsung. Kedua, dan ini lebih penting lagi yaitu formula dari Knight (1998) memberi mekanisme perhitungan yang lebih elaboratif.

Dalam pembahasan ini dapat disimpulkan bahwa nilai tambah tunai di Perseroan yang diteliti pada tahun akhir observasi mencapai angka diatas Rp 1 trilyun yaitu RP 1,460 Trilyun dan Rp 1,258 Trilyun bermakna bahwa itulah nilai tunai atau cash yang dinikmati oleh BUMN selaku pemegang saham. Nilai tunai tersebut sebagai kelebihan dari seluruh pendapatan setelah dikurangi semua biaya, termasuk biaya ekuitas (CoE).

#### C. 5. Nilai Tambah Finansial (FVA)

Seperti disinggung di sub bab FVA sebelumnya, bahwa FVA merupakan metode baru dalam mengukur kinerja dan nilai tambah perusahaan, dan metode ini mempertimbangkan kontribusi dari aset tahan lama (tetap) dalam menghasilkan keuntungan bersih perusahaan. Hal yang menarik adalah bagaimana hubungan FVA dengan keputusan manajemen keuangan ? Bila dibandingkan FVA dengan EVA, maka gambaran jenis keputusan keuangan dan pengukuran nilai dijelaskan dalam skema Gambar 4.9.





Gambar 4.9. Skema Kesejajaran EVA dengan FVA dihubungkan dengan Pemicu Nilai dan Keputusan Keuangan (Rodriguez *et al.*, 2002)

Terlihat ada kesejajaran metrik nilai tambah EVA dan FVA, dimana keputusan keuangannya identik yaitu operasional, investasi dan pendanaan. Sesuai pembahasan Rodriguez *et al.* (2002) dan Iramani *et al.* (2005) ada 3 keputusan dalam manajemen keuangan yang akan menjadi pemicu nilai (*value drivers*) bagi terciptanya FVA yaitu

Pertama, Keputusan Operasi (*Operating Decision*)

Keputusan operasional harus diambil perusahaan dalam menghasilkan volume penjualan, dan mengelola biaya-biaya yang timbul baik biaya variabel (*variable cost*) maupun biaya tetap (*fixed cost*) sehingga menghasilkan Margin Laba Operasi (OPM) bagi perusahaan. Pertumbuhan volume penjualan merupakan indikator dari pertumbuhan perusahaan yang ini merupakan pemicu nilai FVA. Dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi dan persentase pajak tertentu akan meningkatkan OPM yang pada akhirnya FVA diharapkan juga akan meningkat.

### Kedua, Keputusan Pendanaan (*Financing Decision*)

Keputusan pembiayaan perusahaan, mengharuskan perusahaan menentukan sumberdaya yang paling efisien yang direfleksikan oleh biaya modal (*cost of capital*,  $k$ ) yang rendah yang dibayarkan selama periode ( $n$ ). Biaya modal ini kemudian menjadi faktor pembagi terhadap nilai income yang diterima ( $\delta_{n,k}$ ). Berkenaan dengan pemicu nilai, bila semakin rendah biaya modal yang ditanggung yang ditanggung oleh perusahaan, maka semakin besar nilai uang yang diterima oleh perusahaan. Pada formula *measure*, semakin kecil biaya modal, semakin besar ( $\delta_{n,k}$ ), sehingga semakin besar FVA.

### Ketiga, Keputusan investasi (*Investing Decision*).

Keputusan investasi adalah perilaku manajemen terhadap pilihan-pilihan investasi yang secara normatif harus mampu memaksimalkan nilai perusahaan. Proses pemilihan alternatif investasi harus mempertimbangkan sumber-sumber pendanaan yang terlibat karena akan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Hal ini berarti secara intuitif juga mempengaruhi komposisi modal kerja dan modal tetap yang merupakan komponen pengubah nilai dalam konteks pengukuran FVA diatas.

Rodriguez *et al.* (2002) dan juga Iramani *et al.* (2005) mengingatkan manajemen harus bisa mengoptimalkan pengelolaan modal kerja dan modal tetap agar tidak terjadi modal yang menganggur (*idle capital*) atau kapital yang kurang efektif dalam proses peningkatan nilai perusahaan. Otomatis jumlah modal kerja dan modal tetap yang besar akan menciptakan tanggungan biaya modal (*cost of capital*) yang lebih besar bagi.

Kesebandingan antara FVA dengan EVA adalah sebagai berikut : Pada EVA terdapat komponen NOPAT yang ditopang oleh kegiatan operasi dan investasi, serta komponen  $k \times TR$  yang ditopang oleh investasi dan pendanaan. “k” tidak lain adalah biaya modal dan TR adalah modal sumberdaya (*capital*) perusahaan yang terdiri dari hutang jangka panjang (LTD) dan total Ekuitas. Sementara itu pada FVA ada komponen NOPATD yang didukung oleh kegiatan operasi sedangkan Ekuivalen Depresiasi ditopang oleh Investasi dan pendanaan.

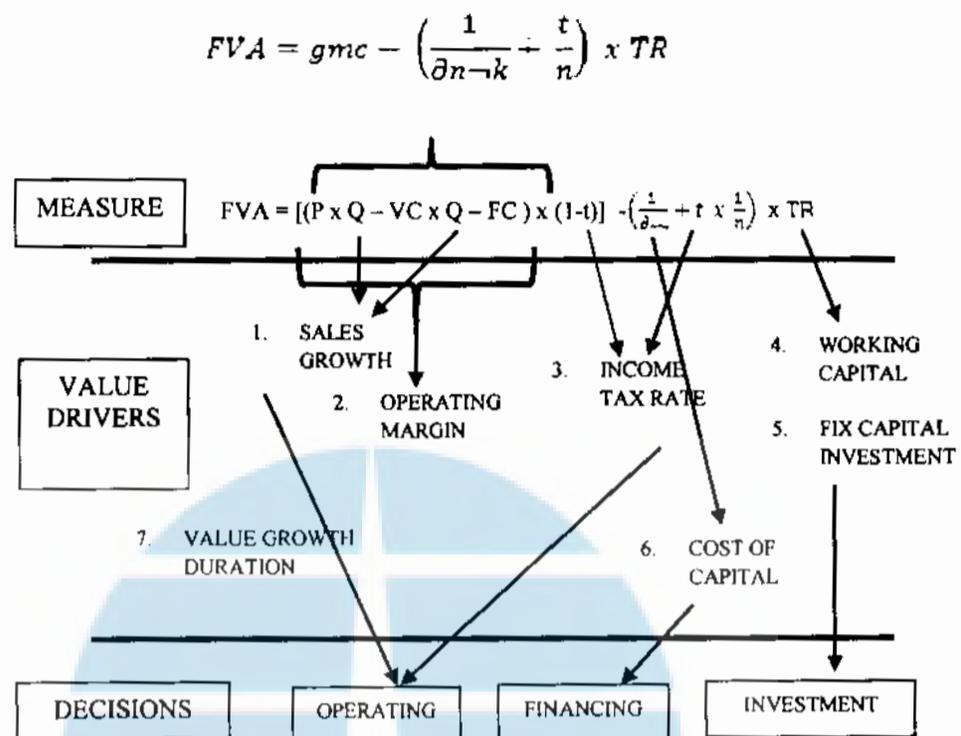
Pemicu nilai dalam FVA terkait dengan keputusan keuangan Operasi, Investasi, dan Pendanaan identik juga dengan pemicu nilai pada EVA. Perbedaan terletak pada komponen pengukuran (*measure*) dimana pemicu nilai pajak (*income tax rate*) diasosiasikan dengan suku  $(\frac{1}{\partial_{n-k}} + \epsilon \times \frac{1}{n})$ , nilai *income* yang diterima. Memperbesar FVA adalah dengan cara meningkatkan  $P \times Q$  yaitu harga dan kuantum dengan sebesar-besarnya, menekan biaya-biaya variabel dan biaya tetap, serta mengelola sumberdaya total (TR) dengan efisien.

Bila diasumsikan sistem beranuitas kuantitas konstan,  $\frac{TR}{\partial_{n-k}} = ED$  dan

$$\frac{TR}{n} = \text{depresiasi garis lurus} \text{ maka } FVA = gmc - \left( \frac{1}{\partial_{n-k}} + \frac{\epsilon}{n} \right) \times TR$$

sedangkan *gmc* adalah *gross margin of contribution*,  $n$  adalah umur dari aset tetap dan  $\partial_{n-k}$  = nilai kiwari (*present value*) dari setiap Rp 1 yang diterima dari mulai tahun ke 1 sampai dengan tahun ke -  $n$ .

Keterkaitan antara FVA, value drivers dan jenis keputusan keuangan tertera pada Gambar 4.10



Gambar 4.10. Skema Pengukuran FVA dihubungkan dengan Pemacu Nilai dan Keputusan Keuangan (Rodriguez *et al.*, 2002)

Keunggulan Konsep *Financial Value Added* dapat dilihat dari kelebihan nya dibanding EVA (Rodriguez *et al.*, 2002; Iramani *et al.*, 2005). Kelebihan FVA dibanding EVA, Pertama : jika ditilik ulang konsep NOPATD, FVA melalui definisi *Equivalent Depreciation* mengintegrasikan seluruh kontribusi aset bagi kinerja perusahaan, demikian juga *opportunity cost* dari pembiayaan perusahaan. Kontribusi ini konstan sepanjang umur proyek investasi. Kedua, FVA secara jelas mengakomodasi kontribusi konsep *value growth duration* (durasi proses penciptaan nilai) sebagai unsur penambah nilai. Unsur ini merupakan hasil pengurangan nilai *Equivalent Depreciation* akibat bertambah panjangnya umur aset dimana aset bisa terus berkontribusi bagi kinerja perusahaan (Rodriguez *et al.*, 2002). Dalam konsep EVA, proses ini tidak secara jelas dijabarkan. Ketiga, FVA mengedepankan konsep *Equivalent Depreciation* dan *Accumulated Equivalent* tampaknya lebih akurat menggambarkan *financing costs*. Lebih lanjut, FVA mampu mengharmonisasikan hasilnya dengan konsep NPV tahun per tahun, dimana NPV setidaknya saat ini dianggap sukses mengukur proses penciptaan nilai. Keempat, dengan berbasis pada definisi EVA yang sudah dikenal luas, FVA memberi solusi terhadap mekanisme kontrol dalam periode tahunan, yang selama ini merupakan kendala bagi konsep NPV. EVA dan FVA sama-sama mampu menyelaraskan *output*-nya dengan hasil NPV, dalam bentuk periode yang terdiskonto, namun FVA memberi *output* yang lebih maju dengan berhasil melakukan harmonisasi hasil dengan NPV dalam ukuran tahunan. Oleh karena itu, FVA menjadi lebih bermanfaat sebagai alat kontrol.

### C.6. Penciptaan dan Upaya Peningkatan SVA

Apa langkah yang harus ditempuh untuk menaikkan nilai pemegang saham (*Shareholder value*) yang dikaitkan dengan model bisnis ? Penciptaan dan peningkatan Nilai Tambah Pemegang Saham (SVA) dapat ditempuh melalui Program Transformasi Bisnis dan Model Jejaring Nilai dari Rappaport (1986). Pelaksanaan Program Transformasi Bisnis yang dilaksanakan sejak tahun 2003, terus ditingkatkan dan di evaluasi secara reguler melalui Malcolm Baldrige.

Abeng (2006) menjelaskan model bisnis untuk merencanakan bagaimana sebuah organisasi usaha agar memperoleh keuntungan ataupun mencetak uang yang pada ujungnya harus memaksimalkan nilai pemegang saham. Ini dijelaskan bahwa pada dasarnya, setiap organisasi hadir untuk menciptakan nilai atau value bagi siapapun yang memiliki kepentingan terhadap institusi yang bersangkutan. Keuntungan tercipta dari sebuah bisnis model yang baik adalah proses penciptaan nilai (*value creation*), melalui pelaksanaan manajemen yang efisien dan profesional. Aset-aset negara yang telah dipisahkan, yang berada pada BUMN, dapat ditingkatkan nilainya secara sangat signifikan melalui konsep value creation. Direksi BUMN diberi tanggung jawab mengelola sumberdaya dan sumberdana kapital (TR) yang penting dan harus mengurus sumberdaya dengan cara yang produktif dan ekonomis.

Program Transformasi Bisnis di BUMN Perkebunan Z yang telah dimulai sejak tahun 2003 sudah memberi efek kemajuan. Seperti dipertelakan pada Gambar 2.1., pelaksanaan Program Transformasi Bisnis melalui kepemimpinan yang efektif, didukung oleh the winning formula, the business success model,

strategic initiatives, telah membawa BUMN Perkebunan Z ke tahapan perusahaan kelas dunia, sebagaimana capaian angka Baldrige Assessment.

Sejalan pula dengan Kerangka Berfikir yang tertera Gambar 2.2. maka penciptaan nilai dapat didekati dengan model Jejaring Nilai Rappaport. Dalam model jejaring nilai pemegang saham dengan objektif perusahaan menciptakan Nilai Pemegang Saham SHAV dengan Shareholder Return berupa dividen dan Capital gain, terdapat tiga komponen untuk evaluasi yaitu arus dana (*cash flow*) dari operasi, tingkat diskonto (*discount rate*) dan pinjaman hutang. Sesuai dengan penjelasan Rappaport (1986), komponen evaluasi untuk Arus Dana Operasi tersebut didorong oleh 3 (tiga) kelompok pemicu nilai : Pertama, Durasi Pertumbuhan Nilai (*value growth duration*). Kedua, kelompok *Sales growth*, OPM, *income tax* (yang dihubungkan dengan *operational decision*). Ketiga, *Working capital investment* dan *fixed capital investment* (yang dihubungkan dengan *investment decision*). Sementara itu komponen evaluasi tingkat diskonto pemicu nilainya adalah *Cost of capital* (yang dihubungkan dengan *financing decision*). Komponen evaluasi hutang, sebagai sumber pendanaan oleh BUMN Perkebunan Z telah disiasati dengan : a. Mengoptimalkan penggunaan dana sendiri (*internal fund*) untuk kegiatan operasional dan penggunaan dana eksternal untuk kegiatan investasi perusahaan, b. Menarik dana dari eksternal dengan kombinasi antara Kredit Investasi dan Refinancing tanpa kolateral dengan bunga yang kompetitif, dan c. Penggunaan dana seefisien mungkin, mengacu kepada Rencana Kerja Operasional (Anonymous, 2013).

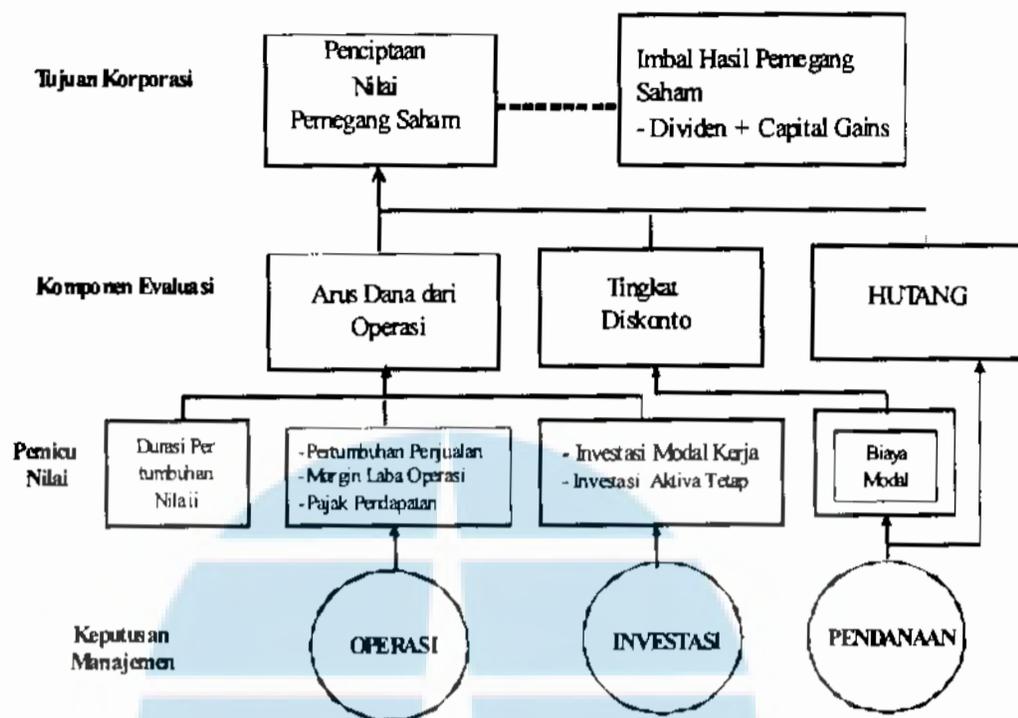
Sesuai dengan amanat dari UU BUMN Tujuan pembenahan BUMN melalui RPP (restrukturisasi, profitisasi dan privatisasi) adalah untuk

meningkatkan kinerja dan *nilai perusahaan*, memberikan manfaat berupa dividen dan pajak kepada negara, menghasilkan produk dan layanan dengan harga yang kompetitif kepada konsumen; dan memudahkan pelaksanaan privatisasi. Restrukturisasi perusahaan/korporasi meliputi peningkatan intensitas persaingan usaha, terutama di sektor-sektor yang terdapat monopoli, baik yang diregulasi maupun monopoli alamiah, penataan hubungan fungsional antara pemerintah selaku regulator dan BUMN selaku badan usaha, termasuk di dalamnya penerapan prinsip-prinsip tata kelola perusahaan yang baik dan menetapkan arah dalam rangka pelaksanaan kewajiban pelayanan publik. Restrukturisasi internal yang mencakup keuangan, organisasi/ manajemen, operasional, sistem, dan prosedur yang dalam hal peningkatan nilai bagi shareholder, bagi negara jejaring valuenya dapat diejawantahkan seperti tertera pada diagram Gambar 4.11.

Pada tataran operasional tujuan tersebut dihubungkan dengan pendapat Olsen (2002) bahwa *Total Shareholder Return (TSR)* yang berupa *capital gain* dan *dividend yield* pada setiap level operasional dapat didekati sebagai berikut : Proxy untuk *capital gain* adalah delta persentase dari EBITDA dan Proxy untuk *dividend yield* adalah arus dana bebas perusahaan (*Net FCF*) setiap akhir tahun.



## JEJARING NILAI



Gambar 4.11. Model Jejaring Nilai Pemegang Saham

Sumber :

Rappaport, 1986. The Shareholders Value Network Model. p.76 (ditranslasi dan ubah seperlunya)

Dalam rangka memaksimalkan kinerja korporasi secara total maka harus dilakukan pengawasan mengenai keadaan dan jalannya perusahaan serta hasil yang telah dicapai setiap triwulan mencakup : a. Pemasaran; b. Produksi; c. Teknologi dan Pengolahan Hasil; d. Penelitian dan Pengembangan; e. Transportasi dan Logistik; f. Manajemen, Organisasi dan Sistem; g. Sumber Daya Manusia; h. Komite Audit dan atau Satuan Pengawasan Intern (SPI); i. Keuangan dan Akuntansi; j. Investasi; k. Pajak, Dividen dan Devisa; l. Dana Pensiun; m. Kerjasama dan Anak Perusahaan; n. Program Restrukturisasi dan Privatisasi.

Sesuai dengan amanah pemegang saham juga maka pajak, dividen dan devisa, laporan pengawasan harus memuat penjelasan mengenai segala bentuk dan besarnya pajak yang disetor kepada Negara, dividen yang disetor kepada Pemegang Saham dan segala bentuk dan jumlah devisa yang diperoleh perusahaan.

Sebagai akhir bahasan bagaimana implikasi penciptaan nilai dari perspektif pemegang saham maka diuraikan secara numerik penciptaan nilai yang terjadi di BUMN Perkebunan "Z" dalam basis per saham (*per share basis*), persentase, kapitalisasi ekuitas (*equity capitalization*) dan index rupiah yang diinvestasikan sebagai berikut.

Pertama, nilai tercipta per saham

Harga saham akhir	Rp 3.220.156
Harga saham awal	Rp 887.283
Apresiasi harga saham	Rp 2.332.873
Dividen diperoleh	Rp 3.615.873
Nilai tercipta	Rp 5.948.746

Nilai yang tercipta per lembar saham, selama periode penelitian ini yaitu apresiasi harga saham dan dividen yang diperoleh adalah *Total Shareholder Return (TSR)*.

Kedua, Persentase nilai tercipta

Nilai tercipta per saham	Rp 5.948.746
Harga saham awal	Rp 887.283
Nilai tercipta	670%

Ketiga, nilai ekuitas tercipta

Nilai Tercipta per saham	Rp 5.948.746
Jumlah saham	315.000
Nilai tercipta	Rp 1,873 Triliyun

Keempat, Indeks nilai rupiah tercipta

Investasi rupiah	Rp 1.000.000
Indeks rupiah tercipta	Rp 6.700.000
Nilai Tercipta	Rp 7.700.000

Dengan demikian terbukti nilai tercipta yang diukur secara keuangan sebagaimana perhitungannya dicontohkan oleh Knight (1998; P 22). Angka-angka ini sekaligus membuktikan bahwa BUMN Perkebunan Z telah memberikan kekayaan kepada Pemilik. BUMN Perkebunan Z adalah "*A Wealth Creator*"

Pada majalah Fortune ([www.fortune.com](http://www.fortune.com)) sering dicantumkan "*The Top Wealth Creators*" dengan mensenaraikan kriteria ranking MVA, Perusahaan Pencipta Nilai (*who create value*), apa makna MVA, EVA, the market's forecast, FGV dan *The Sanity Test*.

Pada setiap perusahaan penciptaan nilai dilihat perbedaan antara modal total yang telah diberikan oleh investor dengan uang yang dapat diambil oleh inventor tersebut (MVA), kemudian dilihat prediktor kekayaan (*wealth predictor*) yaitu EVA dimana EVA yang terus tumbuh merupakan tanda baik saham akan membumbung tinggi. Fortune juga mencantumkan FGV (*future growth value*), sebuah ukuran forkas pasar yang memberi perkiraan pasar bagi perusahaan bagaimana pertumbuhan ke depan, dengan menilai kondisinya pada masa kiwari/kini. Ada *Sanity Test* untuk menguji apakah pasar menyisihkan proporsi nilai perusahaan yang wajar bagi pertumbuhan masa depan. Laporan Majalah Fortune beberapa waktu lalu menempatkan GE, Microsoft, Cisco System, Intel dan Pfizer sebagai lima besar pencipta kekayaan tertinggi.

Baru-baru ini SWA 14 Edisi XXXI – 30 Juni – 8 Juli 2015 melaporkan perusahaan-perusahaan Indonesia yang merajai Top 5 Asean sebagai “*Indonesia’s Best Wealth Creators 2015*”, yang mengelola kapital sehingga kinerja perusahaan baik dan harga sahamnya tinggi. Bekerja sama dengan Stern Stewart & CO, SWA menampilkan peringkat 100 perusahaan publik terbaik berdasarkan *Wealth Added Index* (WAI). Metode perhitungan ini, WAI tidak lain adalah kapitalisasi pasar (di awal periode) dikali (TSR – CoE), dikembangkan oleh Stern *Value Management* dan merupakan indikator adanya kelebihan kekayaan yang diberikan di atas *return* minimal yang diharapkan pemegang saham atau investor.

Stern & Stewart membatasi harapan *return* berdasarkan *Potensial Cost Plus* risiko yang ditanggung investor, yang kemudian diterjemahkan dalam Cost of Equity (CoE). Kalkulasi CoE menggunakan *benchmark rate* obligasi

pemerintah jangka panjang, *company risk* dan *market risk premium*. Karena itu CoE perusahaan bisa berbeda-beda terutama bila berada pada industri yang berbeda.

Perusahaan akan menghasilkan WAI Positif apabila *total return* yang dihasilkan untuk pemegang saham, atau *Total Shareholder Return* (TSR) lebih tinggi dari CoE-nya. Jika saham perusahaan itu hanya menghasilkan TSR sama besarnya dengan CoE-nya, saham perusahaan itu dianggap belum menghasilkan *wealth added*. Bahkan jika TSR-nya lebih kecil dari CoE-nya, akan menghasilkan WAI negatif yang berarti terjadi penghancuran kekayaan.

Dalam peringkat SWA100, sebelum dilakukan pemeringkatan dipilih lebih dulu 100 perusahaan berkapitalisasi terbesar di awal perhitungan. Setelah diperoleh perhitungan WAI-nya, kemudian di peringkat. Besarnya angka WAI ini dipengaruhi oleh size perusahaan yang dalam hal ini rujukannya adalah kapitalisasi pasarnya yaitu harga saham dikalikan jumlah saham. WAI dalam peringkat SWA 100 ini dihitung secara rinci selama kurun waktu 5 tahun. Untuk peringkat SWA100 2014 periode perhitungannya tahun 2009-2012 dan semua data yang berhubungan dengan pasar diperoleh dari Bloomberg.

BUMN Perkebunan Z mampu mencetak WAI positif terlihat dari TSR-nya lebih besar dari CoE dan angka WAI ini menggambarkan kemampuan perusahaan (BUMN Perkebunan Z) memberikan tambahan kekayaan kepada pemerintah dan para investor.

WAI dan EVA, MVA, CVA, FVA serta SVA memang pengukuran kinerja yang lebih menarik dibanding dengan pengukuran dengan metode konvensional. Bila melihat daftar SWA 100 yang disajikan lebih terperinci, tidak sedikit

perusahaan yang mampu memetik laba usaha dan laba bersih positif tetapi masih membukukan WAI dan EVA negatif. Artinya, kemampuan profitabilitas saja dimiliki belum memadai, tanpa disertai kepiawaian mengelola sumberdaya modal (CoE) apalagi kalau cuma mengandalkan revenue yang besar. Memang kalau kita memakai kacamata investor, penerapan metode EVA, WAI ini lebih pas dibandingkan pengukuran kinerja konvensional, sebab dengan metode WAI, secara *fair* investor bisa mengetahui lebih riil pertambahan nilai kekayaan mereka.

Bagi investor metode WAI juga bisa menjadi acuan seberapa besar kemampuan perusahaan yang sahamnya mereka miliki dan menambah kekayaan mereka, dibandingkan bila mereka ditempatkan di obligasi. SWA dan Stem & Value Management mengatakan HMSP, BBRI, BBKA, UNVR dan BMRI mampu secara konsisten berada di jajaran atau peringkat SWA 100. kelima perusahaan ini juga berhasil masuk dalam 10 teratas daftar *TOP 100 ASEAN Wealth Creator*. Bahkan empat nama pertama tersebut secara berturut-turut menduduki posisi ke 1 s/d 4 dalam peringkat WAI level ASEAN dsb.

BUMN Perkebunan Z layak menjadi harapan para investor menitipkan kekayaannya dan harapannya menjaga kesinambungannya bisnis di masa depan. karena TSR-nya selalu lebih besar dari CoE (selalu). Pembayaran pajak kepada Negara, dividen yang disetor kepada Pemegang Saham dan segala bentuk dan jumlah devisa yang diperoleh perusahaan secara taat asas menempatkan BUMN Perkebunan Z sebagai pilihan terbaik untuk para investor..

Dari paparan hasil dan pembahasan tentang nilai tambah EVA, MVA, CVA, FVA dan SVA maka cukup jelas bagaimana esensi perbedaan antara mencetak nominal rupiah dengan mencipta nilai (*value creation*). Perbedaan antara menghasilkan uang untuk perusahaan dengan tidak menghiraukan sumberdaya dan sumberdana yang digunakan dalam menghasilkan uang tersebut, dengan menghasilkan uang untuk perusahaan namun dengan menghiraukan sumberdana yang digunakan. Dengan menghiraukan “capital charge”. Perbedaan esensial antara *making money* dengan *creating value*.

Bila seorang manager mau mendapatkan uang Rp 1 M per tahun, maka ia dapat menyimpan saja uang sebesar Rp 20 M, dalam deposito dengan tingkat bunga 5%. Manager memperoleh uang nominal sebesar Rp 1 M per tahun, tanpa harus repot menjalankan roda perusahaan. Cukup bersikap pasif saja uang sebesar Rp 1 M dapat diperoleh setiap tahun. Akan tetapi tindakan ini tidak ada nilai. Disini jelas, “*he has made money, but created no value* “ Ia telah menghasilkan uang, tetapi tidak menciptakan nilai. Dengan kata lain, NPV dari menyimpan uang di bank tadi adalah NOL.

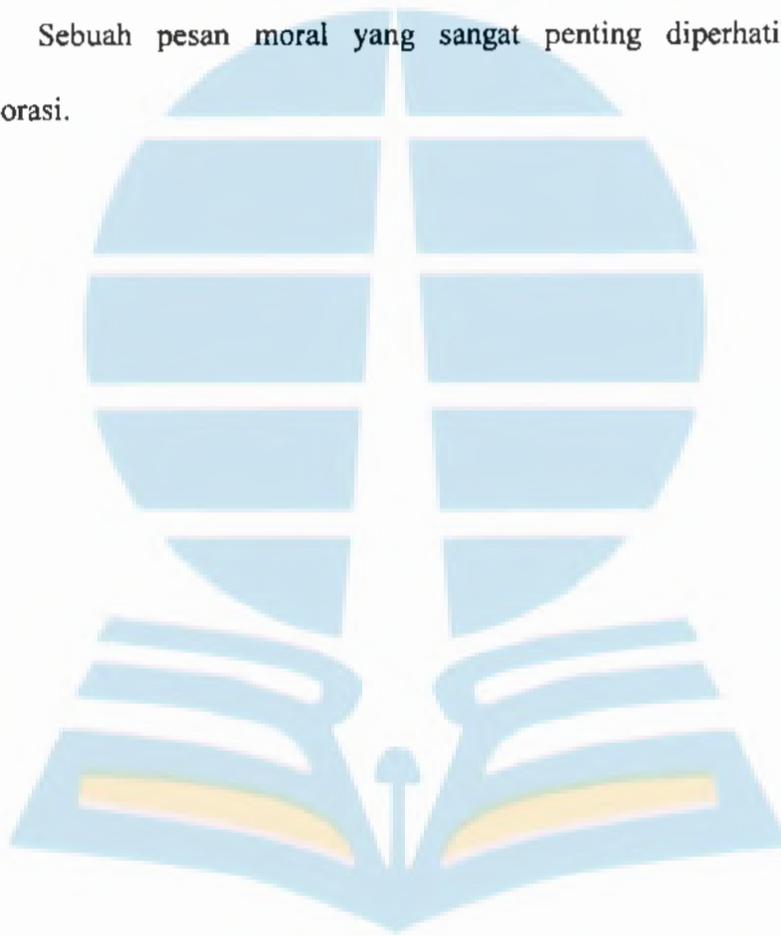
Dalam sebuah wawancara dengan Joel M. Stern, (Berk *et al.*, 2007. p 156-161) dikatakan bahwa perubahan paradigma dari mencetak laba secara akuntansi kepada mencetak laba secara ekonomi memang tidak mudah. Semua ini jelas meminta sebuah perubahan dalam gugus minda pengelola (*management mindset*) dan budaya perusahaan dari prinsip “*bigger is better*” ke “*value is best*”. Perlu pikiran, sikap dan tindakan memberi keuntungan dan nilai kepada perusahaan dan semua pemangku kepentingan. Bila kita tidak dapat mencetak laba, manfaat dan nilai kepada stakeholder padahal kita telah mengambil modal, sumberdana dan

sumberdaya dari *stakeholder*, maka sesungguhnya kita telah bertindak tidak terpuji.

Seperti dikutip oleh Stern *et al.*, (2001, p.77), Konosuke Matsushita, salah seorang enterpreneur yang ternama abad 21 dan seorang pendiri Panasonic mengatakan :

*"If we can not make a profit, that means we are committing a sort of crime against society. We take society's capital, we take their people, we take their materials, yet without a good profit, we also using precious resources that could be better used elsewhere"*.

Sebuah pesan moral yang sangat penting diperhatikan oleh dunia korporasi.



## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### A. Kesimpulan

##### A.1. Kinerja Keuangan dan Implikasi Penciptaan Nilai

1. Kinerja keuangan BUMN Perkebunan selama 7 tahun yang diukur dengan 9 (sembilan) ukuran kinerja keuangan konvensional menyimpulkan hipotesis pertama ( $H_01$ ) ditolak yang berarti kinerja keuangan mengalami kenaikan signifikan. Kenaikan kinerja keuangan konvensional ini terlihat juga dari hasil analisis indeks yang menunjukkan nilai diatas 100, bahkan pada metrik keuangan laba bersih, aset, ekuitas, kapital dan dividen nilai indeksnya diatas 300. Fundamental keuangan Perseroan selama 7 tahun observasi sangat kuat.
2. Hipotesis kedua ( $H_02$ ) untuk metrik finansial berbasis nilai tambah dengan menggunakan *EVA*, *MVA*, *CVA* dan *FVA* ditolak. Ini menunjukkan pertumbuhan dan kenaikan yang positif dan sangat nyata, yang berarti metrik-metrik tersebut memberi makna bagi pertumbuhan perusahaan. Angka indeks menunjukkan nilai diatas 100. *EVA* mengalami angka negatif pada tahun ke-6, bersamaan dengan krisis ekonomi yang terjadi saat itu, namun angka negatif ini tidak menunjukkan Perseroan dalam kesulitan. Trend *EVA* pada Perseroan sejak awal hingga akhir observasi bersifat positif, dan sepanjang trendnya positif, maka nilai negatif pada satu tahun tertentu, bukanlah alarm. Nilai *EVA* rata-rata selama 7 tahun adalah Rp 160 M (untuk WACC 13,45%) dan Rp 72.7 M (untuk WACC

16,24%). Sedangkan untuk Nilai Tambah Pasar, MVA, pada tiga tahun pertama bernilai negatif, namun empat tahun berikutnya sudah positif. Rata-rata MVA adalah Rp 246 Miliar dengan total kumulatif Rp 1,7 Trilyun. Dapat disimpulkan bahwa Nilai Tambah Pasar telah tercipta, nilai pasar Perseroan sudah jauh diatas nilai buku. Untuk Nilai Tambah Tunai, CVA (untuk WACC 13,45%) rata-ratanya mencapai Rp 1,1 Trilyun (dengan kumulatif Rp 7,8 Trilyun), sedangkan untuk WACC 16,24%, rata CVA adalah Rp 994 M (dengan kumulatif Rp 6,9 Trilyun). Nilai CVA ini menunjukkan itulah nilai tunai (*cash*) yang dinikmati pemegang saham atau Pemilik (BUMN, sebagai kelebihan dari seluruh pendapatan setelah dikurangi seluruh biaya termasuk biaya ekuitas. Selanjutnya untu Nilai Tambah Finansial, FVA, nilai rata-rata adalah Rp 867 M dengan nilai kumulatif sebesar Rp 6 Trilyun. Keempat Metrik Finansial ini menyimpulkan telah terjadi proses penciptaan nilai (*value creation*) pada Perseroan.

3. Pengujian Hipotesis ketiga (Ho3) menyimpulkan bahwa metrik finansial nilai tambah pemegang saham *SVA (Shareholder Value Added)* mengalami kenaikan selama periode pengamatan penelitian. Angka Indeks untuk modal dan dividen mengalami kenaikan menjadi 349 dan 311. Selama 7 tahun obervasi jumlah dividen yang disetor pada pemegang saham adalah Rp 1,14 Trilyun, Modal pada akhir tahun penelitian sudah mencapai Rp 5,47 Trilyun. Sedangkan jumlah laba kumulatif Rp 4,07 T dan kontribusi pajak tidak kurang dari Rp 1 Trilyun.

4. Adanya pengaruh dan korelasi kinerja keuangan konvensional terhadap metrik Finansial Bernilai Tambah *EVA*, *MVA*, *CVA* dan *FVA* telah diuji melalui Hipotesis ke-empat ( $H_04$ ). Metrik keuangan konvensional yang mempengaruhi secara signifikan terhadap *EVA*, *MVA*, *CVA* dan *FVA* hanya metrik laba bersih (*net profit*). Secara linear sederhana laba bersih mempunyai korelasi yang positif dan signifikan serta mempunyai daya jelas yang tinggi terhadap variansi (koefisien determinasi tinggi), terutama terhadap *MVA*, *CVA* dan *FVA*. Selain laba bersih, ternyata penjualan bersih (*net sales*) juga berpengaruh atau mempunyai implikasi nyata terhadap *MVA*, *CVA* dan *FVA*.
5. Kesimpulan berikutnya tentang senyata apakah pengaruh dan korelasi kinerja keuangan konvensional terhadap metrik Finansial Nilai Tambah Pemegang Saham *SVA* seperti dirumuskan dalam hipotesis ke-5 ( $H_05$ ), terbukti secara empirik metrik keuangan yang mempengaruhi adalah penjualan bersih, laba bersih, jumlah aktiva dan ekuitas. Koefisien regresi, korelasi, koefisien determinasi bernilai positif dan signifikan.
6. Selanjutnya kesimpulan dari hipotesis ke-enam ( $H_06$ ) tentang bagaimana signifikansi pengaruh dan korelasi Metrik Finansial Bernilai Tambah *EVA*, *MVA*, *CVA* dan *FVA* terhadap Metrik Finansial Nilai Tambah Pemegang Saham (*SVA*) terbukti metrik yang berpengaruh dan mempunyai implikasi terhadap dividen adalah *MVA*, *CVA* dan *FVA*, dengan angka koefisien determinasi yang tinggi. Sedangkan untuk *EVA* tidak cukup bukti pengaruhnya terhadap kapital maupun dividen selama pengamatan berlangsung. Nilai Tambah Pasar, *MVA*, adalah metrik

finansial yang paling mempunyai pengaruh dan berdaya-jelas yang tertinggi terhadap variansi dividen.

## A.2. Penciptaan Nilai dan Upaya Peningkatan

A.2.1. Telah terbukti bahwa kinerja keuangan BUMN Perkebunan “Z” dan metrik keuangan bernilai tambah bisa menciptakan nilai (*value creation*) bagi perusahaan BUMN Perkebunan selama 7 tahun berlangsungnya proses manajemen, dan memberikan implikasi pada Nilai Tambah Pemegang Saham. Dari hasil perhitungan penciptaan nilai diperoleh : Pertama, apresiasi harga saham dan dividen sebesar Rp 5,9 juta per lembar saham. Kedua, persentase nilai tercipta 670%. Ketiga, nilai ekuitas yang tercipta rupiah Rp 1,873 Triliun. Keempat, indeks rupiah yang diinvestasikan nilai tercipta Rp 7.700.000 per lembar saham.

A.2.2. Upaya-upaya yang harus dijalankan untuk meningkatkan Nilai Tambah telah dirumuskan baik yang bersifat konseptual maupun Operasional.

### A. 2.2.1. EVA

1. Peningkatan Efisiensi Operasional (*Operating Efficiency is improved*).  
 Pada bidang produksi, efisiensi ditempuh dengan melakukan pemupukan yang efektif, Manajemen PAO yaitu Panen, Angkut, Olah harus optimal, menekan Harga Pokok Penjualan (*Cost of Goods Sold*). Pada bidang produksi dan pemasaran dilakukan inisiatif strategis *operational excellence* dan *Customer Relationship Management* seperti tertuang dalam Program Transformasi Bisnis.
2. Membangun Investasi Bernilai Tambah (*Value adding investments are made*). Dalam hal ini BUMN Perkebunan Z agar terus berinvestasi

pada industri hilir CPO, dengan menghasilkan aneka macam produk turunan *oleochemicals*, minyak goreng, sabun, bio-diesel dsb, seperti yang sedang dilakukan di Sei Mangkei. Demikian juga dengan produk karet, agar nilai tambah tercipta, maka bisa berinvestasi pada produk jadi karet, seperti *conveyor belt*, *rubber threads*, *rubber gloves*, *rubber ban* dsb. Hilirisasi (*downstreaming*) adalah salah satu bentuk investasi yang memberikan nilai tambah.

3. Melepas aktivitas bisnis yang tidak ekonomis (*Uneconomic activities are curtailed*). Dalam hal ini, kegiatan-kegiatan seremonial, pembangunan proyek mercu suar agar dihentikan atau dikurangi. Kebiasaan-kebiasan lama yang tidak produktif dan tidak ekonomis harus segera diganti dengan program transformasi bisnis yang terbukti telah membawa hasil.
4. Biaya Modal diturunkan (*The cost of capital is lowered*). Dalam hubungan ini, BUMN Perkebunan Z dapat melakukan antara lain *reprofiling* atas hutang-hutang yang beban bunganya tinggi. Menjajagi *offshore loan* yang suku bunganya rendah, portofolio risikonya terkendali, sehingga memaksimalkan *leverage*.

#### 2.2.2. FVA

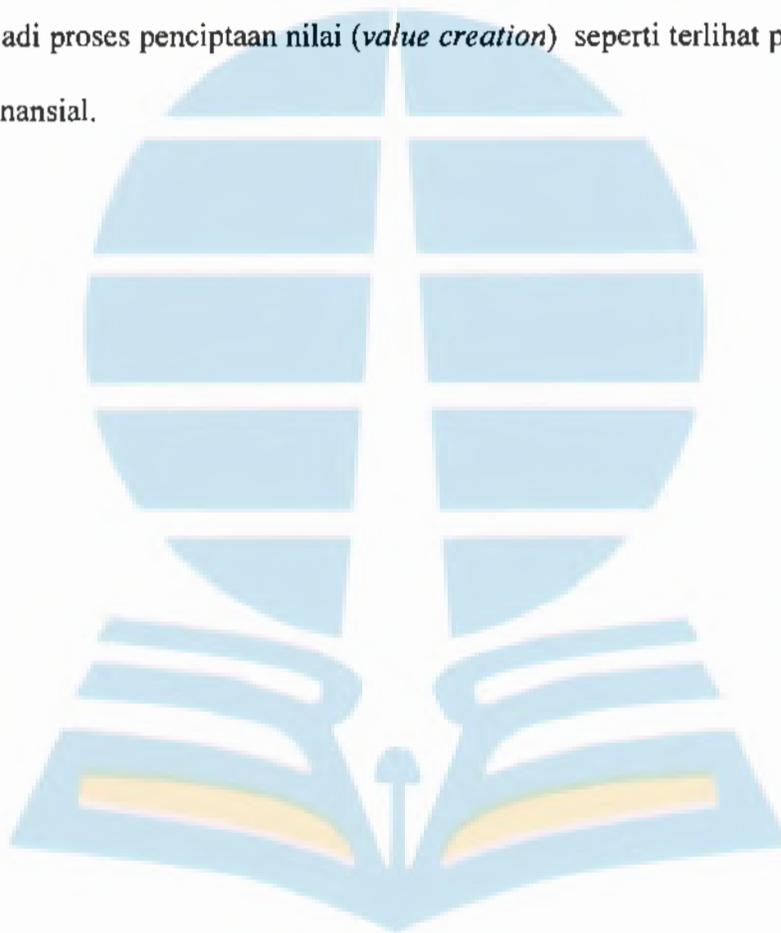
Nilai Tambah Finansial (FVA) yang terus bernilai positif sangat berhubungan dengan keputusan keuangan yang telah diambil oleh Perseroan dibidang pendanaan (*financing*), operasional dan investasi. Selama ini pilihan dan struktur permodalan sangat baik, efisiensi operasional terus berlangsung dan

investasi yang bernilai tambah terus dilaksanakan, seperti yang berlangsung di Kawasan Industri dan KEK Sei Mangkei.

#### A. 2.2.3. SVA

Upaya peningkatan Nilai Tambah Pemegang Saham (SVA), melalui perbaikan kinerja keuangan konvensional terutama penjualan bersih dan laba bersih, diikuti dengan memacu nilai tambah pasar (MVA) dan secara konseptual memacu peningkatan *value drivers* seperti yang disajikan oleh Rappaport.

Kesimpulan akhir dari Penelitian Tesis adalah selama 7 tahun observasi terhadap kinerja keuangan telah terbukti terjadi unjuk kinerja yang sangat baik dan telah terjadi proses penciptaan nilai (*value creation*) seperti terlihat pada berbagai metrik finansial.



## B. Saran

Berdasarkan penelitian Tesis di BUMN Perkebunan disarankan agar :

1. Penelitian serupa ini dilanjutkan dengan menerapkannya dalam rentang waktu yang diperpanjang dan melibatkan sebanyak mungkin lagi metrik finansial dan non-finansial.
2. Penelitian dilanjutkan di korporasi lain baik yang sejenis maupun di industri jasa atau manufaktur, agar manfaat teori "*value creation*" mendapat dukungan fakta-fakta empiris.
3. Khusus untuk metrik finansial yang berpeluang memunculkan gejala multikolinearitas tinggi, maka metode analisis nya diperdalam dengan menggunakan regresi PLS.
4. Kepada pemegang saham seyogyanya penerapan manajemen berbasis nilai (VBM) diperjanjikan pada *Statement of Corporate Intent (SCI)*, Pakta Integritas ("*Letter of Undertaking*") dan Indikator Kinerja Utama (KPI) agar kepentingan pemegang saham dan pengelola dalam keseimbangan yang simetris.
5. Program Transformasi Bisnis (PTB) dan Model jejaring nilai pemegang saham (*The shareholder value network Model*) dari Rappaport, walau telah dipaparkan sejak tahun 1986, hampir 30 tahun yang lalu, namun tetap relevan untuk diterapkan di BUMN Perkebunan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abeng, T. 2006. *Profesi Manajemen*. Penerbit Gramedia. Pustaka Utama, Jakarta.
- Abdeen, A.M. and G.T. Haight. 2002. A Fresh Look at Economic Value Added : Empirical Study of Fortune Five Hundred Companies. *The Journal of Applied Business Research*, Vol 18. No.2. The Clute Institute, US
- Anonymous, 1999. Keputusan Menteri PBUMN No. 211/M-PBUMN/1999 Kantor Kementrian BUMN, Jakarta.
- Anonymous, 2002. Keputusan Menteri BUMN No. 100/MBU/2002 tanggal 4 Juni 2002. Kantor Kementrian BUMN, Jakarta.
- Anonymous, 2002. Keputusan Menteri BUMN No. 102/MBU/2002 tanggal 4 Juni 2002. Kantor Kementrian BUMN, Jakarta.
- Anonymous, 2003. Undang Undang No. 19. Tahun 2003. Tentang BUMN. ([www.hukumonline.com](http://www.hukumonline.com))
- Anonymous, 2004-2010. Laporan Tahunan PT Perkebunan Nusantara "Z" (Persero) tahun 2004-2010.
- Anonymous, 2007. Undang Undang No. 40. Tahun 2007. Tentang Perseroan Terbatas. ([www.hukumonline.com](http://www.hukumonline.com))
- Anonymous, 2013. Laporan Tahunan PT Perkebunan Nusantara "Z" (Persero) tahun 2013.
- Arnold, G and Matt Davies. 2000. *Value-Based Management*, John Wiley & Sons, Ltd.
- Asnawi, S.K. dan C. Wijaya. 2005. *Riset Keuangan. Pengujian-pengujian Empiris*. PT. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Asnawi, S.K. dan C. Wijaya. 2015. *FINON. Finance for Non Finance*. Divisi Buku Perguruan Tinggi. PT. Raja Grafindo Persada. Jakarta.
- Banternghansa, Channot and Adrian Peralta-Alva. 2009. *The US Financial sector's Value Added : Trends Now and Then*. National Economic Trends. June 2009. Federal Reserve Bank of st. Louis, USA.
- Barrow, M. 1996. *Statistics for Economics, accounting and Business Studies*. 2<sup>nd</sup> Edition. Longmans, London and New York.

- Berk, J. And Peter DeMarzo. 2007. *Corporate Finance*. Pearson Addison Wesley. 988 pp., xxvii.
- Booth, Laurence. 1998. *What Drives Shareholder Value ?* Paper Presented at the Federated Press "Creating Shareholder Value" Conference, Oct 28, 1998. Rotman School of Management, Univ of Toronto, Ontario, Canada M5S3E6.
- Brigham, E.F., Gapenski, L.C., & Daves, P.R. 1999. *Intermediate Financial Management, Sixth Edition*. New York: The Dryden Press International Edition.
- Brigham, E.F. and M.C. Ehrhardt. 2002. *Financial Management. Theory and Practice*. 10<sup>th</sup> Ed. Harcourt College Publishers, USA
- Brigham, E.F. and M.C. Ehrhardt. 2005. *Financial Management. Theory and Practice*. 11<sup>th</sup> Ed. South-Western, USA.
- Challen, DW. 1999. *Shareholder Value Added*. A discussion paper for Government Business enterprises and State-owned companies. Dept. of Treasury and Finance. Tasmania, Australia.
- Chandra, P. 2004. *Financial Management. Theory and Practice*. Tata McGraw-Hill.
- Colvin, Geoffrey. 2000. *Market Value Added and Future Growth Value (FGV)*. [http://archive.fortune.com/magazines/fortune\\_archive/2000/12/18/293108/index.htm](http://archive.fortune.com/magazines/fortune_archive/2000/12/18/293108/index.htm). Diunduh 13 Mei 2015.
- Cooper, D.R. and P.S. Schindler. 2001. *Business Research Methods*. McGraw-Hill, New York.
- Copeland, Tom., Tim Koller and Jack Murrin. 2000. *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley & Sons. Inc. NY.
- Dairo, Agustinus Nurhadi. 2013. *Penciptaan nilai BUMN Perkebunan: harmonisasi penilaian kesehatan keuangan dengan pendekatan keuangan rantai pasok*. Tesis S2 Teknologi Industri Pertanian UGM
- Dierks, P.A. and A. Patel. 2000. *What is EVA and How Can It Help Your Company*, dalam James M. Reeve. 2000. *Readings and Issues in Cost Management*. 2/e. South-Western College Publishing, USA. 440 p.(ISBN 0538842482)
- Doyle, P. 2000. *Value-Based Marketing. Marketing strategies for Corporate growth and shareholder value*. John Wiley & Sons. Inc.
- DeMello, J. 2006. *Cases in Finance*, 2<sup>nd</sup> edition. McGraw-Hill Companies, Inc. Toronto.
- Djohanputro, B. 2008. *Manajemen Keuangan Korporat*. Penerbit PPM, Jakarta.

- Djojo, Budi. 2009. Penggunaan metode economic value added (EVA) sebagai alat pendukung di dalam pengukuran kinerja perusahaan pada PT. HM. Sampoerna Surabaya. <http://repository.petra.ac.id/1271/>
- Drucker, P. F. 2002. *Management Challenges for the 21<sup>st</sup> Century*. 7<sup>th</sup> Reprint. Butterworth-Heinemann. Printed and bound by Replika Press, Delhi-110-40, India.
- Ekawati, E. 2007. *Manajemen Keuangan. Buku Materi Pokok EKMA 5205/3SKS/Modul 1-9*. Penerbit Universitas Terbuka, Jakarta.
- Emory, CW and D.L. Cooper. 1991. *Business Research Methods*. 4<sup>th</sup> Edition. Richard D. Irwin, Inc.
- Epstein, M. and S David Young. 1999. *Greening with EVA*. [http://www.insead.edu/facultyresearch/research/details\\_articles.cfm?id=5508](http://www.insead.edu/facultyresearch/research/details_articles.cfm?id=5508)
- Gallagher, T.J. 2000. *Financial Management. Principles and Practices*. 2/e. Prentice Hall.
- Ghozali, I. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21. Update PLS Regresi*. Edisi ke-11. Badan Penerbit, Universitas Diponegoro.
- Grossman, T and J. L. Livingstone. 2009. *The Portable MBA in Finance and Accounting*. 4<sup>th</sup> Ed. John Wiley & Sons, Inc. 602 pp.
- Hakim, R. 2006. *Perbandingan Kinerja Keuangan Perusahaan dengan Metode EVA, ROA dan Pengaruhnya terhadap Return Saham pada Perusahaan yang Tergabung dalam Index LQ 45 di Bursa Efek Jakarta*. FE UII, Yogyakarta.
- Harahap, Sofyan Syafri. 2007. *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan*. PT. Raja Grafindo Persada; Jakarta.
- Hatmoko , Jati Utomo Dwi. 2000. *Persepsi pimpinan bumh terhadap elijibilitas Balanced Scorecard sebagai sistem penilaian kinerja perusahaan*. Master Tesis, Program Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Hejazi, Rezvan and M.M. Oskouei. 2007. *The information content of Cash Value added (CVA) and P/E Ratio : Evidence on association with Stock Return for industrial companies in the Tehran Stock Exchange*. *Iranian accounting & Auditing Review*, Spring 2007, Vol. 14 No.47, pp. 21-36.
- Helfert, Erich A. 2000. *Techniques of Financial Analysis: A Guide to Value Creation*. 10<sup>th</sup> Edition. Singapore: McGraw-Hill Book Co.

- Hendratta, Daniel . 2009. Analisis Economic Value Added (EVA) dan Market Value (MVA) sebagai Alat Pengukur Kinerja Perusahaan serta Pengaruhnya terhadap Harga Saham. <http://repository.petra.ac.id/5612/>
- Higgins, RC. 2007. Analysis for Financial Management. 8<sup>th</sup> Ed. McGraw-Hill. International Edition. Toronto.
- Hong, Goei Siau, J.R. Alwi and K. Rajendran. 2005. Beyond Book Value : Lessons Learned from PT Perkebunan Nusantara III in Creating Value. Ray Indonesia.
- Husnan, S. (2008). Manajemen Keuangan. Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang). Buku-1. Edisi Keempat. Penerbit BPFE Yogyakarta. 459 hal.
- Iramani, Rr. dan Erie Febrian. 2005. Financial Value Added : Suatu Paradigma dalam pengukuran kinerja dan nilai tambah perusahaan. Jurnal Akuntansi & Keuangan, Vo. 7, No.1, Mei 2005, p1-10. Jurusan Ekonomi Akuntansi, FE, UK Petra. Surabaya.
- Jonker, J. and B. Pennink. 2010. The Essence of Research Methodology. A Concise Guide for Master and PhD Students in Management Science. Springer – Verlag, Berlin Heidelberg.
- Kaplan, R. and D. Norton. 1992. The Balance Scorecard – Measures that Drive Performance. Harvard Business Review, Jan – Feb 1992.
- Keller, G. and B. Warrack. 2003. Statistics for Management and Economics 6<sup>th</sup> Ed. Int. Student Edition. Thomson Learning, Inc. USA.
- Knight, J.A. 1998. Value Based Management. Developing a systematic approach to Creating Shareholder Value. McGraw Hill, New York.
- Knight, J.A. 2015. Value Based Management. Developing a systematic approach to Creating Shareholder Value. Value Based Management. Net (diunduh, tanggal 12 Oktober 2015).
- Li Qi. 2015. A review of economic value added (EVA) survey - From the aspects of theory and application. School of Accounting, Dongbei Univ. of Finance & Econ., Dalian, China. Published in: Communication Software and Networks (ICCSN), 27-29 May, 2011 IEEE 3rd International Conference. 2015 IEEE Publications.
- Madhavi, E. and M.S.V. Prasad. 2015. An Empirical Study on Economic Value-Added and Market Value-Added of Selected Indian FMCG Companies. IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices . Jul 2015, Vol. 14 Issue 3, p49-65. 17p.

- Mansoer, F.W. 2006. *Metode Penelitian Bisnis*. Pusat Penerbitan Universitas Terbuka, Jakarta.
- Mirza, Teuku dan S, Imbuh. 1999. *Konsep Economic Value Added: Pendekatan, untuk menenukan Nilai Riil perusahaan dan Kinerja Riil Manajemen*. Majalah Usahawan No 01 Thn XXVIII.
- Mulyadi. 2001. *Balanced Scorecard. Alat Kontemporer Untuk Melipatgandakan Kinerja Keuangan Perusahaan*. Edisi kedua, Salemba Empat, Jakarta.
- Muluk, C., K.S. Bhuana dan S.N. Luthfi 2010. *Energi Terbaharukan Pengganti Bahan Bakar Fosil*. PT.Perkebunan Nusantara III (Persero). Medan
- Muluk, C., dan M.I. Lintang. 2010. *Dari Pabrik Kompos Menuju Industri Pupuk Organik Sei Daun*. PT.Perkebunan Nusantara III (Persero). Medan
- Muluk, C. 2012. *Panduan Program Transformasi Bisnis*. Edisi III. PT.Perkebunan Nusantara III (Persero). Medan
- Nurhayati, E. 2008. *Analisa kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan economic value added (eva) di pabrik pmks luwu I, ptpn xiv sulawesi selatan*. Masters thesis, Institut Pertanian Bogor. <http://elibrary.mb.ipb.ac.id>
- Olsen, Eric. C. 2006a. *Economic Value Added*. Dalam Carl W. Stern, Michael S. Deimier. 2006. "The Boston Consulting Group on Strategy. Classical Concepts and New Perspectives. John Wiley ang Sons, Inc.
- Olsen, Eric. C. 2006b. *New Directionss In Value Management*. Dalam Carl W. Stern, Michael S. Deimier. 2006. "The Boston Consulting Group on Strategy. Classical Concepts and New Perspectives. John Wiley ang Sons, Inc.
- Ottemoesoe, R.S.D. 2009. *Market Value Added and Internet-dependent Firms (Some Empirical Evidence from Asian Region)*. International Conference on Information Technology to celebrate S. Charmonman's 72<sup>nd</sup> B.D., March 2009. Thailand.
- Ottosson, Erik and Fredrik Weissenrieder. 1996. *CVA. Cash Value Added – a new method for measuring financial performance*. Strategic Controller SCA, and Dept of Economics, Gothenburg University, Sweden. Study No. 1996 : 1.
- Pahlevi, R., Darminto, dan Siti Ragil Handayani. 2013. *Pengukuran Kinerja Keuangan perusahaan menggunakan analisis rasio keuangan dan metode Economic Value Added (EVA)*. Studi Pada Perusahaan Rokok yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2009-2011. *Jurnal Administrasi Bisnis Vol 2, No 1 (2013)*, FIA, Universitas Brawijaya, Malang.

- Poomima B. G., Parab Narayan and Y.V. Reddy. 2015. Economic Value-Added as an Emerging Tool of Performance Measurement: Evidence from Indian Companies. *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices* . Jul2015, Vol. 14 Issue 3, p38-48. 11p.
- Puyanto, Andi. 2009. Analisa korelasi Economic Value Added terhadap Market Value Added dan struktur modal pada perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta tahun 1997-2000. <http://repository.petra.ac.id/3632/>
- Rappaport, Alfred. 1986. *Creating Shareholders Value. A guide for managers and investors*. The Free Press. New York, NY 10020.
- Ray, Sarbapriya. 2012 . *Efficacy of Economic Value Added Concept in Business Performance Measurement*. AITM, World Science Publisher United States. Vol 2, No 2 (2012).
- Reilly, F.K. and K.C. Brown. 2000. *Investment Analysis and Portfolio Management*. 6<sup>th</sup> Ed. The Dryden Press.
- Rodriguez S.A., Lopez S.F., dan Gonzales L.O. 2002. Financial Value Added, Avda. Juan XXIII, University of Santiago de Compostela (Spain). ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=296061](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=296061), diunduh pada 10 Januari 2012).
- Ross, S.A., R.W. Westerfield., J. Jaffe. 1999. *Corporate Finance*. 5/e. Irwin McGraw-Hill. Toronto.
- Ruky, Saiful M. 1997. Lebih Dalam Tentang EVA dan Penciptaan Nilai Perusahaan, *Majalah Usahawan* no. 09 Th XXVI.
- Ruky, Saiful M. 1999. *Menilai Penyertaan dalam Perusahaan*, PT Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Sakti, Erjola Barbullushi. 2015. Implications and application of Economic Value Added in Banking sector in Albania. *International Journal of economics, Commerce and Management*. Vol III, Issue 2, Feb. 2015. United Kingdom.
- Salmi, Timo and Ilka Virtanen. 2001. Economic Value Added: A Simulation Analysis of The Trendy, Owner Oriented Management Tool”, *Acta Wasaensia* No. 20.
- Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan, Teori & Aplikasi*. Edisi 4. BPFE, Yogyakarta.
- Shim, Jae. K, and Joel G. Siegel. 2008. *The Vest Pocket CFO*. 3rd Edition. Jogn Wiley & Sons, Inc. , NJ.

- Shrieves, Ronald E. and Jhon M. Wachowucz. 2000. Free Cash Flows Economic value Added and Net Present Value: A Reconciliation of Variators of Discounted Cast Flows (DCF) Valuation (on line). (<http://google.com>).
- Solorzano, Victor, Lupe García, María Ramos, Oscar Vargas. 2013. Economic value added (EVA) as an indicator for financial decisions. An Application to the Province of Santa Elena, Ecuador . Ecorfan Journal, ISSN-e 2007-1582, Vol. 4, N°. 10, 2013, págs. 1077-1086
- Stern, Erik. 2015. Why EVA is The Best Measurement Tool for Creating Shareholder Value. Q Finance The Ultimate Financial Resources. [http://www.financepractitioner.com/business-strategy-best-practice/...](http://www.financepractitioner.com/business-strategy-best-practice/) Diunduh 13 Mei 2015.
- Stern, J.M, J. Shiely and I. Ross. 2001. The EVA Challenge, Implementing Value Added Change in an Organization. John Wiley & Sons, Inc.
- Stewart III, G. Bennet. 1991. The Quest for Value. New York: International Edition.
- Tamba, Anisa. 2012. Analisis kinerja keuangan dengan menggunakan pendekatan EVA ( Economic Value Added) dan MVA (Market Value Added) pada bank bumng yang go public (Studi Kasus pada PT. Bank Mandiri (Persero) Tbk, PT. Bank BNI (Persero) Tbk dan PT. Bank BRI (Persero) Tbk <http://repository.unhas.ac.id/handle/123456789/2081>
- Thakor, anjan V. 2000. Becoming A Better Value Creator. How to Improve the Company's Bottom Line and Your Own. Jossey – Bass. A Wiley Company.
- Tortella, B.D., and Brusco,S. 2001. The Economic Value Added (EVA): An Analysis of Market Reaction, Working Papers. Madrid.
- Tunggal, Amin Widjaja. 2001. Memahami Konsep Economic Value Added (EVA) dan. Value Based Management (VBM). Harvarindo, Jakarta
- Tunggal, Amin Widjaja. 2008. Memahami Konsep Economic Value Added (EVA): Teori Soal dan Kasus. Harvarindo, Jakarta
- Utama, Sidharta 1997. Economic Value Added: Pengukuran dan Penciptaan Nilai Perusahaan, Manajemen dan Usahawan Indonesia, No. 4 Thn XXVI, April 1997. Hal 10.
- Velez P., Ignatio 2000. Value Creation and Its Measurement A Critical Look At EVA, Bogota Colombia: Universidad Jeveriana.
- Vide Copeland, Tom, Tim Koler and Jack Murrin. 2000. Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies. John Wiley & Sons. Inc. NY.

- Virtanen. 2001. Economic Value Added: A Simulation Analysis of The Trendy, Owner Oriented Management Tool, Acta Wasaensia No. 20.
- Winarto, Jacinta. 2005. Penilaian Kinerja Keuangan Perusahaan Dengan Menggunakan Metode Market Value Added (MVA). Jurnal Manajemen Vol 4 - No 2 Thn 2005. Maranatha Christian University.
- Xia Wang. 2013. Studies and Discussion on the Application of Economic Value Added in Enterprises evaluation. International Journal of Advancements in Computing Technology . Mar 2013, Vol. 5 Issue 6, p628-636. 9p.
- Young, S. David and Stephen F. O'Byrne. 2001. EVA and Value-Based Management. McGraw-Hill, Toronto.
- Yudaningrum, L.H. 2002. Pengaruh Nilai Tambah Ekonomis Dan Nilai Tambah Pasar Terhadap Nilai Tambah Pemegang Saham Pada Sektor Industri Barang Konsumsi Di Bursa Efek Jakarta. Tesis MM Program Pascasarjana Universitas Diponegoro. [Repository UNDIP, Semarang.](http://repository.undip.ac.id/id/eprint/8981)  
<http://eprints.undip.ac.id/id/eprint/8981>
- Yurbadini. 2005. Perbandingan Penggunaan Metode EVA dan CVA Dalam Menilai Kinerja Keuangan Perusahaan. Jurnal Akuntansi Th.IX No. 02 Mei 2005, Hal 220 - 231.
- Zhao Xin'e , Wang Ting, and Zheng Yuan. 2012. Economic Value Added for Performance Evaluation: A Financial Engineering. Systems Engineering Procedia. Safety and Emergency Systems Engineering. Volume 5, 2012, Pages 379–387. Elsevier B.V.
- Zulkarnain, Ridwan. 2013. Analisis komparatif return on assets (ROA) dengan Economic Value Added (EVA) dalam menilai kinerja keuangan perbankan (studi kasus pada BankB UMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia). <http://repository.unhas.ac.id/handle/123456789/6280>

## DAFTAR PUSTAKA ONLINE

## Online

[www.forbes.com](http://www.forbes.com)

[www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

[www.hukumonline.com](http://www.hukumonline.com)

[www.accountingtools.com](http://www.accountingtools.com)

[www.ptpn3.co.id](http://www.ptpn3.co.id)

[www.bumn.go.id](http://www.bumn.go.id)

[http://www.insead.edu/facultyresearch/research/details\\_articles.cfm?id=5508](http://www.insead.edu/facultyresearch/research/details_articles.cfm?id=5508)



Tabel Lampiran 1. Kinerja Metrik Keuangan Penjualan, Laba Bersih, Neraca dan Modal Kerja selama 7 (tujuh) tahun periode pengamatan

DALAM JUTA RUPIAH	Observasi Tahun ke-						
	1	2	3	4	5	6	7
1. Penjualan Bersih	2.150.169	2.334.949	2.656.668	3.969.109	4.680.623	4.410.908	5.623.839
Beban Pokok penjualan	1.180.971	1.468.518	1.770.111	2.189.738	2.519.433	2.860.844	3.279.906
Laba Kotor	969.198	866.431	886.557	1.779.371	2.161.190	1.550.064	2.343.933
Beban Usaha	515.506	448.878	425.246	713.540	960.099	834.047	969.040
Laba Usaha	453.692	417.553	461.311	1.065.831	1.201.091	716.017	1.374.893
Penghasilan (Beban) lain-lain	(54.091)	(5.392)	(38.512)	(66.464)	11.110	(23.744)	(29.722)
Bagian Laba (Rugi) Perusahaan Asosiasi	5.667	(5.779)	1.119	16.781	11.042	11.590	21.656
Laba sebelum bunga dan Pajak (EBIT)	430.488	419.102	451.882	1.069.445	1.267.993	738.612	1.393.909
Laba sebelum pajak	405.268	406.383	423.918	1.016.148	1.223.243	703.864	1.366.828
Taksiran pajak penghasilan Tahun Berjalan	112.111	119.228	120.370	289.785	386.677	132.277	321.846
Taksiran pajak penghasilan Tangguhan	13.663	9.239	9.695	24.415	(8.153)	51.773	31.080
2. Laba Bersih	279.494	277.916	293.853	701.948	844.718	519.814	1.014.349
Jumlah Lembar Saham	315.000	315.000	315.000	315.000	315.000	315.000	315.000
Laba Usaha Per Saham	1.440.292	1.325.565	1.464.481	3.383.592	3.812.987	2.273.070	3.076.317
Laba Bersih Per Saham (Rupiah Penuh)	887.283	882.271	932.868	2.228.406	2.681.645	1.650.203	3.220.156

Tabel Lampiran 1. .... lanjutan.....

DALAM JUTA RUPIAH	Observasi Tahun ke-						
	1	2	3	4	5	6	7
Aktiva Lancar	590.351	431.675	470.391	834.187	1.203.137	1.091.545	1.736.665
Aktiva Tidak Lancar	111.112	128.756	130.312	243.355	1.453.291	1.315.693	1.997.558
Aktiva Tetap	1.451.373	1.854.359	2.389.076	2.885.847	3.593.567	4.338.776	5.243.857
3. Jumlah Aktiva	2.152.836	2.414.790	2.989.779	3.963.389	5.046.858	5.654.469	7.241.415
Kewajiban Lancar	524.748	568.036	795.998	749.197	1.191.743	1.144.727	1.407.889
Kewajiban Tidak Lancar	474.344	779.005	901.939	1.305.069	1.322.387	1.764.405	2.251.023
Jumlah Kewajiban	999.092	1.347.041	1.697.937	2.054.266	2.514.130	2.909.132	3.658.912
4. Jumlah Ekuitas	1.153.744	1.067.749	1.291.841	1.902.285	2.525.890	2.758.499	3.576.112
Jumlah Pasiva	2.152.836	2.414.790	2.989.779	3.963.389	5.046.858	5.654.469	7.241.415
Rata-rata Modal Produktif	1.051.583	1.110.747	1.179.795	1.597.063	2.214.088	2.642.195	3.167.306
Modal Kerja	42.998	(105.714)	(260.971)	404.789	(58.042)	(113.111)	428.107

Tabel Lampiran 2. Kertas Kerja Perhitungan Metrik Finansial *Earning Before Interest & Tax* (EBIT) untuk memperoleh *Net Operating Profit after Tax* (NOPAT)

No	Uraian Metrik Finansial EBIT dan NOPAT	Observasi Tahun ke-						
		1	2	3	4	5	6	7
1	Laba Sebelum PPh	405.268	406.383	423.918	1.016.148	1.223.243	703.864	1.366.828
2	Bunga (Interest)	(25.220)	(12.719)	(27.964)	(53.297)	(44.750)	(72.070)	(56.847)
3*)	Pendapatan (Beban)	(28.871)	7.327	(10.548)	(13.167)	55.860	48.327	37.628
4**)	Bagian Laba (Rugi)	5.667	(5.779)	1.119	16.781	11.042	11.590	21.771
5	<b>EBIT</b>	<b>453.692</b>	<b>417.554</b>	<b>461.311</b>	<b>1.065.831</b>	<b>1.201.091</b>	<b>716.017</b>	<b>1.373.747</b>
6	Laba Operasi (EBIT)	453.691.993.314	417.552.858.125	461.311.446.795	1.065.831.571.974	1.201.090.847.151	716.017.521.236	1.373.746.992.779
7	Pajak 30% (2009 : 28%)	136.107.597.994	125.265.857.438	138.393.434.039	319.749.471.592	360.327.254.145	200.484.905.946	343.436.748.195
8	Tax On EBIT	136.107.597.994	125.265.857.438	138.393.434.039	319.749.471.592	360.327.254.145	200.484.905.946	343.436.748.195
9	Tax On EBIT (Rp. Juta)	136.108	125.266	138.393	319.749	360.327	200.485	343.437
10	Operating Profit (EBIT)	453.692	417.554	461.311	1.065.831	1.201.091	716.017	1.373.747
11	Tax On EBIT	136.108	125.266	138.393	319.749	360.327	200.485	343.437
12	<b>NOPAT</b>	<b>317.584</b>	<b>292.288</b>	<b>322.918</b>	<b>746.082</b>	<b>840.764</b>	<b>515.532</b>	<b>1.030.310</b>

\*) Pendapatan (Beban) Lain-Lain

\*\*\*) Bagian Laba (Rugi) Perusahaan Asosiasi

Tabel Lampiran 3. Komponen Metrik Finansial *Invested Capital* mencakup Pinjaman, Pajak Tangguhan, Hak Minoritas dan Ekuitas (dalam juta)

No.	Deskripsi Metrik Invested Capital	Observasi Tahun ke-						
		1	2	3	4	5	6	7
1	Pinjaman Jk Pendek	42.055	79.931	203.220	26.220	145.000	235.000	253.500
2	Pinjaman Jk Panjang	371.355	445.021	629.878	1.006.239	862.395	1.222.437	1.664.267
3	Pajak Tangguhan	28.760	37.232	46.927	71.343	63.190	114.962	28.673
4	Hak Minoritas	-	-	1	6.838	6.838	6.838	6.838
5	Ekuitas	1.153.744	1.067.749	1.291.841	1.902.285	2.525.890	2.758.499	3.593.504
6	Jumlah	<b>1.595.914</b>	<b>1.629.933</b>	<b>2.171.867</b>	<b>3.012.925</b>	<b>3.603.313</b>	<b>4.337.736</b>	<b>5.546.782</b>

Tabel Lampiran 4. Depresiasi Tanaman dan Aset Tetap, Amortisasi Beban dan Aset Lain untuk Perhitungan Nilai Tambah Finansial (FVA)

Uraian	Tahun ke						
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Depresiasi</b>							
Tanaman Menghasilkan.	230.363.046.426	240.357.556.999	264.523.271.867	299.846.866.602	347.266.571.267	392.772.091.832	457.378.812.151
Aset Tetap Lainnya.	520.659.070.432	537.377.604.774	519.303.456.490	558.384.984.142	600.146.498.385	657.363.795.723	732.377.369.496
<b>Amortisasi</b>							
Beban Tangguhan	8.950.526.816	10.081.520.736	11.119.870.111	16.237.097.172	26.396.130.815	28.446.347.213	34.749.899.531
Aset Lain-Lain.	130.555.715.899	173.676.119.320	173.977.873.946	185.565.686.212	215.258.588.094	127.512.855.074	179.833.390.221
<b>Total</b>	890.528.359.573	961.492.801.829	968.924.472.414	1.060.034.634.128	1.189.067.788.561	1.206.095.089.842	1.404.339.471.399
<b>Depresiasi (Rp. Juta)</b>	890.528	961.493	968.924	1.060.035	1.189.068	1.189.068	1.189.068

Tabel Lampiran 5. Perhitungan Ekuivalen Depresiasi (ED) untuk menghitung *Financial Value Added* (FVA) dari Komoditas Kelapa Sawit dan Karet

Uraian Kelapa Sawit (KS)	Tahun ke-						
	1	2	3	4	5	6	7
Q	484,679,860	536,543,266	556,275,535	558,903,365	558,845,442	623,387,524	659,643,780
N	1,641,634,854,903	1,706,507,600,731	1,828,564,370,836	3,064,854,236,837	3,615,199,544,402	3,576,676,683,692	4,381,277,048,549
P	3,387.05	3,180.56	3,287.16	5,483.69	6,469.05	5,737.49	6,641.88
VC	757,495,376,737	910,900,545,869	1,171,499,458,192	1,488,698,172,190	1,830,560,641,566	2,024,232,145,310	2,344,002,869,709
FC	498,618,542,028	486,088,031,422	426,498,242,190	752,575,141,361	870,445,662,465	886,918,659,276	1,005,811,890,377
VC/Unit	1,562.88	1,697.72	2,105.97	2,663.61	3,275.61	3,247.15	3,553.44
FC/Unit	1,028.76	905.96	766.70	1,346.52	1,557.58	1,422.74	1,524.78
m	1,824.17	1,482.84	1,181.19	2,820.09	3,193.44	2,490.34	3,088.45

..... Tabel Lampiran 5.....lanjutan.....

Uraian	Tahun ke-						
	1	2	3	4	5	6	7
Karet (K)							
Q	35,061,914	40,369,591	41,883,826	45,837,137	41,883,826	43.740.332	40.511.303
N	372,786,080,798	525,915,092,956	1,038,227,060,173	857,747,192,168	1,038,227,060,173	771.930.600.947	1.138.304.830.944
P	10,632.22	13,027.51	24,788	18,712.93	24,788	17.648.03	28.075.58
VC	299,997,821,854	345,232,897,328	491,594,533,792	471,483,896,181	491,594,533,792	598.335.406.303	722.951.011.667
FC	167,418,694,321	155,404,491,348	337,302,771,380	180,420,960,934	337,302,771,380	258.599.106.350	327.912.022.900
VC/Unit	8,556.23	8,551.81	11,737.10	10,286.07	11,737.10	13.679.26	17.831.14
FC/Unit	4,774.94	3,849.54	8,053.29	3,936.13	8,053.29	5.912.14	8.087.75
m	2,075.99	4,475.70	13,051.16	8,426.86	13,051.16	3.968.77	10.244.44

Uraian	Tahun ke-						
	1	2	3	4	5	6	7
KS + Karet							
Q	519,741,774	576,912,857	601,484,371	604,740,502	600,729,268	667.127.856	700.188.083
N	2,014,420,935,70	2,232,422,693,68	2,589,509,771,83	3,922,601,429,00	4,653,426,604,57	4.348.607.284.63	5.519.581.879.49
P	3,875.81	3,869.60	4,305.20	6,486.42	7,746.30	6.518.40	7.883.00
VC	1,057,493,198,59	1,256,133,443,19	1,596,501,011,30	1,960,182,068,37	2,322,155,175,35	2.622.567.551.61	3.066.953.881.37
FC	666,037,236,349	641,492,522,770	628,634,848,640	932,996,102,295	1,207,748,433,84	1.145.517.765.62	1.333.723.913.27
VC/Unit							
t	2,034.65	2,177.34	2,654.27	3,241.36	3,865.56	3.931.13	4.380.19
FC/Unit	1,281.48	1,111.94	1,045.14	1,542.80	2,010.47	1.717.09	1.904.81
M	1,841.16	1,692.26	1,650.93	3,245.06	3,880.74	2.587.27	3.502.81

## Keterangan :

Q = Unit yang Terjual (ribu)  
 VC = Biaya Variabel (Rp)  
 FC/Unit = Biaya Tetap/Unit

N = Nilai Penjualan ( Rp )  
 FC = Biaya Tetap (Rp)  
 m = Unit Margin (Rp/Kg)

P = Harga Jual/Unit  
 VC/Unit = Biaya Variabel/Unit

.....Tabel Lampiran 5.....lanjutan.....

Uraian	Tahun ke-						
	1	2	3	4	5	6	7
Q	519,741,774	576,912,857	601,484,371	604,740,502	600,729,268	667,127,856	700,188,083
m	1,841.16	1,692.26	1,650.93	3,245.06	3,880.74	2,587.27	3,502.81
l-Tax	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.72	0.75
Q x m(1-Tax)	669,849,435,232	683,400,585,971	695,106,014,831	1,373,693,449,394	1,631,891,869,649	1,242,748,607,779	1,833,470,998,588
FC	666,037,236,349	641,492,522,770	628,634,848,640	932,996,102,295	1,207,748,433,845	1,145,517,765,626	1,333,723,913,277
l-Tax	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.72	0.75
FC(1-Tax)	466,226,065,444	449,044,765,939	440,044,394,048	653,097,271,607	845,423,903,692	824,772,791,251	1,000,292,934,958
Tax	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.28	0.25
D	890,528,359,573	961,492,801,829	968,924,472,414	1,060,034,634,128	1,189,067,788,561	1,206,095,089,842	1,404,339,471,399
D x Tax	267,158,507,872	288,447,840,549	290,677,341,724	318,010,390,238	356,720,336,568	337,706,625,156	351,084,867,850
ED	470,781,858,405	522,805,549,953	545,739,080,047	1,038,606,671,076	1,143,186,433,329	755,682,441,684	1,190,262,931,480
ED (juta)	470,782	522,806	545,739	1,038,607	1,143,186	755,682	1,190,263



Tabel Lampiran 6. Kertas Kerja Perhitungan Rata-rata Tertimbang Biaya Modal (WACC) di BUMN Perkebunan Z.

A. Biaya Modal per sektor (Anugerah Bisnis Review, 2009)

No	Sektor	(%)
1	Pertanian	13.65
2	Pertambangan	13.41
3	Properti	13.17
4	Keuangan	14.53
5	Perdagangan, Jasa & Investasi	13.38
6	Industri Dasar dan Kimia	13.47
7	Konsumsi	13.93
8	Industri Lain	13.64
9	Infrastruktur	14.38

B. Tim Akuntansi PTPN Z

1. Hutang, Modal, Saham

Uraian	I	II	III	IV	V
Hutang Jangka Panjang	474,344	779,005	901,939	1,306,313	1,322,387
Modal Yang Ditempatkan	315,000	315,000	315,000	315,000	315,000
Laba Ditahan	838,744	752,749	976,841	1,587,285	2,210,889
Total Modal	1,628,088	1,846,754	2,193,780	3,208,598	3,848,276
$w_d = \% \text{ hutang/modal}$	29	42	41	41	34
$w_p = \% \text{ saham preferen/modal}$	19	17	14	10	8
$w_s = \% \text{ saham biasa *)}$	52	41	45	49	57
	100	100	100	100	100
$K_d = \text{biaya hutang}$	**)	-	-	-	-
$K_p = \text{biaya saham preferen}$	-	-	-	-	-
$K_s = \text{biaya laba ditahan}$	-	-	-	-	-
$K_e = \text{biaya saham biasa baru}$	-	-	-	-	-
T = pajak (dalam persentase)	20	30	29	28	24
(1-T)	0.8	0.7	0.71	0.72	0.76

Keterangan : \*) atau laba ditahan dari modal

\*\*\*) dihitung sesuai Skema pada Gambar 4.7 dan Perhitungan Bagian Akuntansi.

2. Daftar Penerbitan Obligasi dan Medium Term Notes (MTN) yang dilaksanakan tahun 2003,2004 dan 2007

No	Jenis Kredit	Penerbitan			Jangka Waktu (thn)	Jatuh Tempo	Suku Bunga (%)	Rating
		Tanggal	Satuan	Nominal (Juta)				
A 1. *)	Obl- I/2003							AAA
	- Seri A	5/8/2003	Rp.000	140	7	5/8/2010	13.125	
	- Seri B	5/8/2003	Rp.000	10	7	5/8/2010	13.125	
			Rp.000	150				
2. **)	Obl- II/2004							AAA
	- Sei A	13-7-04	Rp.000	50	3	13-7-07	12.000	
	- Seri B	13-7-04	Rp.000	90	5	13-7-09	13.125	
	- Seri C	13-7-04	Rp.000	35	7	13-7-11	13.500	
				175				
	Sub Jumlah			325				

\*) Suku bunga tetap Suku bunga tetap untuk tahun ke-1 s/d tahun ke 2 sebesar 13.125% per tahun dan tingkat bunga mengambang untuk tahun ke 3 s/d tahun ke 7 yang dihitung berdasarkan tingkat suku bunga SBI berjangka 3 bulan ditambah premi sebesar 1,5% per tahun dengan batas atas (maksimum) sebesar 16,50% dan batas bawah (minimum) sebesar 10% per tahun.

\*\*) Seri A : Suku Bunga Tetap (Lunas); Seri B : Suku Bunga Tetap; Seri C : Suku Bunga Tetap



## No. 2. ....lanjutan

No	Jenis Kredit	Penerbitan			Jangka Waktu	Jatuh Tempo	Suku Bunga (%)	Rating
		Tanggal	Satuan	Nominal (Juta)				
B	MTN <sup>a)</sup>						AAA	
1.	Konvensional	12-9-07	Rp.000	250	5 Thn	12-9-12	10.75	
2.	Syariah	21-11-07	Rp.000	150	5 Thn	12-11-12	10.75	AAA
	Sub Jumlah B			400				
	Jumlah							
	Seluruh		Rp.000	725				

## Keterangan :

1. <sup>a)</sup> Konvensional dan Syariah dengan Suku "Bunga" Tetap
2. Suku bunga obligasi I/2003 untuk seri A dan seri B masing-masing sebesar 13.123% sementara untuk obligasi II/2004 untuk seri A, B, C masing-masing 12,00%, 13.128% dan 13.50%
3. MTN dengan beban bunga 10.75%

$$\text{Formula : } WACC = K_a = w_d \cdot K_d (1-T) + w_p \cdot K_p + w_s (K_s \text{ atau } K_e)$$

Berdasarkan data diatas dan data suku bunga simpanan dan pinjaman yang berlaku 2004-2010 dari Bank Indonesia (Tabel Lampiran 10 dan 11), maka Bagian Akuntansi membuat sebuah proxy atas dasar data realisasi 5 tahun sebagai berikut:

$K_d = 13,75\%$ ;  $K_p = 16,25\%$  dan  $K_s = 15,25\%$  Sedangkan  $w_d = 37,4\%$ ,  $w_p = 13,6\%$  dan  $w_s = 46,8\%$ . Rata-rata pajak adalah 26.18%

Dengan mensubstitusi nilai tersebut ke dalam formula, maka diperoleh WACC 13,45%.

Maka sesuai ketentuan dari penyedia modal dan hutang, besarnya WACC dalam penelitian ini digunakan 2 (dua) nilai yaitu nilai minimal adalah 13,45% dan nilai maksimal 16,24%

- C. Hong *et al* ( 2005) dalam buku *Beyond Book Value :"* Lessons Learned from PT Perkebunan Nusantara "Z" in Creating Value, menetapkan besaran WACC untuk PT Perkebunan Nusantara Z, dengan *cost of debt* yang digunakan sebesar 14% dan *cost of equity* sebesar 19 % dengan target ratio hutang/kapital sebesar 30%. Dengan asumsi tersebut Hong *et al* ( 2005) menetapkan WACC untuk PT Perkebunan Nusantara Z adalah 16.24%

Tabel Lampiran 7. Daftar Suku Bunga Simpanan Berjangka Rupiah Menurut Kelompok Bank

No	Bank dan Jangka Waktu	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	Bank Persero							
	-6 Bulan	6.99	10.21	10.53	7.13	10.61	7.70	6.55
	-12 Bulan	7.17	11.49	11.80	8.41	11.44	9.40	6.93
2	-24 Bulan	8.09	12.46	11.86	10.80	7.84	8.39	7.66
	Bank Pemerintah Daerah							
	- 6 Bulan	7.29	9.92	10.83	7.74	10.11	9.17	9.99
3	-12 Bulan	6.82	9.46	11.47	8.73	8.81	10.93	12.07
	-24 Bulan	9.47	8.50	10.94	10.17	7.38	8.04	7.73
	Bank Swasta Nasional							
4	-6 Bulan	7.38	10.14	10.79	7.90	10.05	7.81	7.06
	-12 Bulan	7.12	9.90	11.48	7.87	9.36	9.05	6.83
	-24 Bulan	8.87	10.18	11.96	11.59	9.00	10.45	9.19
5	Bank Asing dan Bank Campuran							
	-6 Bulan	6.02	10.38	10.80	7.58	10.66	7.45	6.97
	-12 Bulan	6.09	12.53	10.96	8.29	10.24	9.73	6.81
5	-24 Bulan	4.74	9.55	10.52	9.83	9.47	7.37	4.04
	Bank Umum	-	-	-	-	-	-	-
	-6 Bulan	7.12	10.17	10.70	7.65	10.34	7.87	7.20
	-12 Bulan	7.07	10.95	11.63	8.24	10.43	9.55	7.88

Sumber : [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)

Tabel Lampiran 8. Daftar Suku Bunga Pinjaman yang Diberikan Menurut Kelompok Bank

No	Kelompok Bank - Jenis Pinjaman	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	<b>Bank Persero</b>							
	Pinjaman Modal Kerja	14.32	15.71	15.36	13.47	14.61	13.63	13.06
	Pinjaman Investasi	14.10	14.98	14.98	12.93	13.85	12.56	10.81
	Pinjaman Konsumsi	14.62	15.23	15.26	14.03	13.84	13.88	13.05
2.	<b>Bank Pemerintah Daerah</b>							
	Pinjaman Modal Kerja	17.54	16.85	16.60	15.33	14.43	13.91	13.57
	Pinjaman Investasi	16.24	15.51	15.28	14.61	13.52	12.54	12.44
	Pinjaman Konsumsi	15.10	14.19	14.16	13.82	14.06	14.17	14.10
3	<b>Bank Swasta Nasional</b>							
	Pinjaman Modal Kerja	13.13	16.95	15.41	12.96	15.90	14.09	13.02
	Pinjaman Investasi	13.91	16.23	15.42	13.11	14.85	13.51	13.20
	Pinjaman Konsumsi	15.93	16.06	17.20	14.69	15.91	16.22	14.05
4	<b>Bank Asing dan Bank Campuran</b>							
	Pinjaman Modal Kerja	9.33	14.50	11.42	10.23	14.58	11.73	10.23
	Pinjaman Investasi	11.44	15.55	13.21	10.56	15.00	12.22	11.82
	Pinjaman Konsumsi	32.90	32.01	35.74	36.24	35.32	35.59	31.66
5	<b>Bank Umum</b>							
	Pinjaman Modal Kerja	13.41	16.23	15.07	13.00	15.22	13.69	12.83
	Pinjaman Investasi	14.05	15.66	15.10	13.01	14.40	12.96	12.28
	Pinjaman Konsumsi	16.57	16.83	17.58	16.13	16.40	16.42	14.53

Sumber : [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)

Tabel Lampiran 9. Hasil Uji Chi Kuadrat ( $\chi^2$ ) terhadap Metrik Finansial : Indikator Kinerja keuangan Konvensional, Nilai Tambah dan SHV selama 7 tahun observasi

No.	Deskripsi Metrik Finansial	Sandi/SPSS	Nilai Chi-Kuadrat ( $\chi^2$ )	Keterangan	Indeks
1.	Penjualan Bersih (net sales)	A1./X1	2.871.335 *	Tolak Ho	261
2.	Laba Bersih (Net Profit)	A2./X2	958.347 *	Tolak Ho	363
3.	Jumlah Aktiva (Assets)	A3./X3	4.985.026 *	Tolak Ho	336
4.	Jumlah Ekuitas (Equity)	A4./X4	2.648.045 *	Tolak Ho	310
5.	Rasio Lancar (Current Ratio)	A5./X5	32 *	Tolak Ho	109
6.	Rasio Kewajiban terhadap Ekuitas (DER)	A6./X6	13,274 *	Tolak Ho	118
7.	Imbal hasil dari total ekuitas (ROE)	A7./X7	14,454 *	Tolak Ho	120
8.	Imbal hasil dari total aktiva (ROA)	A8./X8	6,233 <sup>ns</sup>	Terima Ho	108
9.	Margin Laba (NPM)	A9./X9	4,772 <sup>ns</sup>	Terima Ho	145
10.	EVA (dengan WACC=13,45%)	A10./X10	1.037.698*	Tolak Ho	276
11.	EVA (dengan WACC=16,24%)	A11./X11	2.086.236*	Tolak Ho	221
12.	MVA	A12./X12	2.181.884*	Tolak Ho	@)
13.	CVA (dengan WACC=13,45%)	A13./X13	312.750 *	Tolak Ho	159
14.	CVA (dengan WACC=16,24%)	A14./X14	254.047 *	Tolak Ho	147
15.	Financial value added (FVA)	A15./X15	244.633 *	Tolak Ho	169
16.	Capital	A16./X16	4.130.838 *	Tolak Ho	349
17.	Dividend	A17./X17	288.480 *	Tolak Ho	311
18.	Capital Growth	A18./X18	38*	Tolak Ho	161
19.	Dividend Growth	A19./X19	569*	Tolak Ho	157

Catatan: \*= significant ; ns = not significant Nilai  $\chi^2$  tabel pada ( $\alpha = 0,05$  ;  $df = 6$ ) adalah 12,592

@ Karena tahun dasar nya negatif, maka nilai MVA menjadi  $699,349 \text{ M} + |-35,506 \text{ M}| = \text{Rp } 734,855 \text{ Miliar}$ .

Tabel Lampiran 10. Nilai Koefisien Regresi dan VIF hasil Analisis Regresi Linear Berganda Bagian I (dengan variabel independen X1-X9 terhadap variabel dependen X10-X15)

Independent Variables	VIF	Koefisien Regresi Berganda $\beta$					
		X10	X11	X12	X13	X14	X15
Konstanta		88.511*	91.702*	-315.001*	835199.973*	835208.460*	824930.462*
Penjualan Bersih (X1)	90.310	-3.055E-005 <sup>ns</sup>	-2.862E-005 <sup>ns</sup>	6.108E-010 <sup>ns</sup>	-.126 <sup>ns</sup>	-.126 <sup>ns</sup>	-.426*
Laba Bersih (X2)	21.165	.001143*	.001148*	.001*	1.351*	1.351*	.643*
Jumlah Aktiva (X3)	178.677	-8.019E-005*	.000101*	-9.321E-010 <sup>ns</sup>	.049 <sup>ns</sup>	.021 <sup>ns</sup>	.253*
Jumlah Ekuitas (X4)	132.825	-5.921E-005 <sup>ns</sup>	-6.589E-005 <sup>ns</sup>	1.514E-009 <sup>ns</sup>	-.108 <sup>ns</sup>	-.108 <sup>ns</sup>	.091 <sup>ns</sup>
Koefisien Determinasi		1.00	1.00	1.00	0.999	0.999	0.998
Konstanta		-598.353 <sup>ns</sup>	-749.380 <sup>ns</sup>	-.476 <sup>ns</sup>	126010.960 <sup>ns</sup>	-89244.704 <sup>ns</sup>	263206.616
Rasio Lancar (X5)	15.023	-3.312 <sup>ns</sup>	-4.096 <sup>ns</sup>	-1.088 <sup>ns</sup>	-920.620 <sup>ns</sup>	-1447.705*	4281.800 <sup>ns</sup>
Rasio DER (X6)	9.005	1.011 <sup>ns</sup>	2.252 <sup>ns</sup>	-6.217 <sup>ns</sup>	9.936 <sup>ns</sup>	1669.966*	728.709 <sup>ns</sup>
ROE (X7)	86.072	-20.679 <sup>ns</sup>	-34.985 <sup>ns</sup>	45.998 <sup>ns</sup>	4407.918 <sup>ns</sup>	-11648.850*	12810.857 <sup>ns</sup>
ROA (X8)	92.374	69.735 <sup>ns</sup>	116.775 <sup>ns</sup>	-159.247 <sup>ns</sup>	-32843.624 <sup>ns</sup>	22433.134*	-106287.458 <sup>ns</sup>
Margin Laba (X9)	10.428	39.635 <sup>ns</sup>	22.678 <sup>ns</sup>	133.899 <sup>ns</sup>	97035.951*	73015.650*	86681.386 <sup>ns</sup>
Koefisien Determinasi		0.998	0.994	0.993	0.999	1.00	0.998

Tabel Lampiran 11. Nilai Koefisien Regresi dan VIF hasil Analisis Regresi Linear Berganda Bagian II (dengan variabel independen X1-X9 terhadap variabel dependen X16-X19)

Independen Variable	VIF	Koefisien Regresi ( $\beta$ )			
		Kapital X16	Dividen X17	Cap Gr X18	Div Gr X19
Konstanta		-21627.840 <sup>ns</sup>	- 34615.443 <sup>ns</sup>	7.930 <sup>ns</sup>	123.670*
Penjualan Bersih (X1)	90.310	-.199 <sup>ns</sup>	-.037 <sup>ns</sup>	5.599E-006 <sup>ns</sup>	.000156 <sup>ns</sup>
Laba Bersih (X2)	21.165	.128 <sup>ns</sup>	.302 <sup>ns</sup>	2.102E-005 <sup>ns</sup>	.000477*
Jumlah Aktiva (X3)	178.677	.786 <sup>ns</sup>	-.035 <sup>ns</sup>	1.172E-005 <sup>ns</sup>	-3.574E-006 <sup>ns</sup>
Jumlah Ekuitas (X4)	132.825	.215 <sup>ns</sup>	.121 <sup>ns</sup>	-3.271E-005 <sup>ns</sup>	.000109 <sup>ns</sup>
Koefisien Determinasi		0.996	0.992	0.240	0.964
Konstanta		5078883.121 <sup>ns</sup>	158322.104 <sup>ns</sup>	99.321 <sup>ns</sup>	- -320.131 <sup>ns</sup>
Rasio Lancar (X5)	15.023	27042.218 <sup>ns</sup>	-1194.241 <sup>ns</sup>	.338 <sup>ns</sup>	.369 <sup>ns</sup>
DER (X6)	9.005	-42339.164 <sup>ns</sup>	-2171.663 <sup>ns</sup>	-.704 <sup>ns</sup>	1.131 <sup>ns</sup>
ROE (X7)	86.072	488935.563 <sup>ns</sup>	3735.739 <sup>ns</sup>	9.239 <sup>ns</sup>	-11.873 <sup>ns</sup>
ROA (X8)	92.374	-1625728.349 <sup>ns</sup>	-29322.543 <sup>ns</sup>	-19.917 <sup>ns</sup>	26.390 <sup>ns</sup>
Margin Laba (X9)	10.428	606233.587 <sup>ns</sup>	45842.681 <sup>ns</sup>	-1.446 <sup>ns</sup>	10.808 <sup>ns</sup>
Koefisien Determinasi		0.990	0.992	0.699	0.827

Note : Besaran VIF dari X1-X9 sama dengan VIF dari X1-X9 sebelumnya (vide : Tabel Lampiran 4.10)

Tabel Lampiran 12. Nilai Koefisien Regresi dan VIF hasil Analisis Regresi Linear Berganda Bagian III (dengan variabel independen X10-X15 terhadap variabel dependen X16-X19)

Independen Variable	VIF	Koefisien Regresi ( $\beta$ )			
		Kapital X16	Dividen X17	Cap Gr X18	Div Gr.X19
Konstanta		-83553.883 <sup>ns</sup>	233270.120 <sup>ns</sup>	-162.643 <sup>ns</sup>	-326.550 <sup>ns</sup>
EVA (WACC=13,45%) X10	4137.052	36377.797 *	-2437.773 <sup>ns</sup>	3.122 <sup>ns</sup>	5.545 <sup>ns</sup>
EVA (WACC=16,24%) X11	2679.750	-36145.479 *	2016.762 <sup>ns</sup>	-2.619 <sup>ns</sup>	-4.520 <sup>ns</sup>
MVA (X12)	364.795	-183.664 <sup>ns</sup>	702.824 <sup>ns</sup>	-.500 <sup>ns</sup>	-.848 <sup>ns</sup>
Koefisien Determinasi		1.00	0.977	0.628	0.756
Konstanta		-376288.957 <sup>ns</sup>	-218852.225*	23.293 <sup>ns</sup>	-333.718*
CVA (WACC=13,45%) X13	206.460	26.179*	.674 <sup>ns</sup>	.000181 <sup>ns</sup>	-.001287 <sup>ns</sup>
CVA (WACC=16,24%) X14	162.955	-26.294*	-.431 <sup>ns</sup>	-.000164 <sup>ns</sup>	.001514 <sup>ns</sup>
FVA(X15)	8.558	.553 <sup>ns</sup>	.071 <sup>ns</sup>	-4.382E-005 <sup>ns</sup>	.000325 <sup>ns</sup>
Koefisien Determinasi		0.996	0.974	0.218	0.905

Tabel Lampiran 13. Output Pengolahan Data dengan SPSS untuk Analisis Regresi dan Korelasi

## Model Summary (A1, A10)

Model	R	R Square	Adjusted R Square		S. E. of the Estimate	
1	.498 <sup>a</sup>	.248	.097		158.074	
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	41113.980	1	41113.980	1.645	.256 <sup>a</sup>
	Residual	124937.359	5	24987.472		
	Total	166051.339	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Stand. Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	-69.826	188.883		-.370	.727
	X1	6.230E-5	.000	.498	1.283	.256

## Model Summary (A2, A10)

Model	R	R Square	Adj. R2	Std. Error of the Estimate		
1	.743 <sup>a</sup>	.552	.462	122.037		
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	91586.648	1	91586.648	6.150	.056 <sup>a</sup>
	Residual	74464.691	5	14892.938		
	Total	166051.339	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Stand. Coeffi.		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	-71.676	104.197		-.688	.522
	X2	.000	.000	.743	2.480	.050

## Model Summary (A3, A10)

Model	R	R Square	Adjusted R Square		Std. Error of the Estimate	
1	.320 <sup>a</sup>	.103	-.077		172.625	
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	17054.500	1	17054.500	.572	.483 <sup>a</sup>
	Residual	148996.839	5	29799.368		
	Total	166051.339	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Stand. Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	40.019	171.517		.233	.825
	X3	2.851E-5	.000	.320	.757	.483

a. Dependent Variable: X10

Model Summary A4, A10)

Model	R	R Square	Adjusted R Square		S. E. of the Estimate	
1	.353 <sup>a</sup>	.124	-.051		170.519	
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	20667.587	1	20667.587	.711	.438 <sup>a</sup>
	Residual	145383.752	5	29076.750		
	Total	166051.339	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	33.943	162.839		.208	.843
	X4	6.191E-5	.000	.353	.843	.438

Model Summary (A5, A10)

Model	R	R Square	Adjusted R Square		S. E. of the Estimate	
1	.636 <sup>a</sup>	.404	.285		140.679	
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	67098.989	1	67098.989	3.390	.125 <sup>a</sup>
	Residual	98952.350	5	19790.470		
	Total	166051.339	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-290.866	250.576		-1.161	.298
	X5	4.644	2.522	.636	1.841	.125

Model Summary (A6, A10)

Model	R	R Square	Adjusted R Square		S. E. of the Estimate	
1	.346 <sup>a</sup>	.120	-.056		170.990	
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	19864.186	1	19864.186	.679	.447 <sup>a</sup>
	Residual	146187.153	5	29237.431		
	Total	166051.339	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	563.169	493.354		1.142	.305
	X6	-3.712	4.503	-.346	-.824	.447

Model Summary (A7, A10)

Model	R	R Square	Adjusted R Square		S. E. of the Estimate	
1	.944 <sup>a</sup>	.891	.869		60.300	
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	147870.673	1	147870.673	40.667	.001 <sup>a</sup>
	Residual	18180.667	5	3636.133		
	Total	166051.339	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff.		t	Sig.
1	B	Std. Error	Beta			
	(Constant)	-394.396	89.877		-4.388	.007
	X7	18.453	2.894	.944	6.377	.001

Model Summary (A8, A10)

Model	R	R Square	Adjusted R Square		S. E. of the Estimate	
1	.955 <sup>a</sup>	.913	.895		53.796	
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	151581.041	1	151581.041	52.377	.001 <sup>a</sup>
	Residual	14470.298	5	2894.060		
	Total	166051.339	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff.		t	Sig.
1	B	Std. Error	Beta			
	(Constant)	-433.953	84.554		-5.132	.004
	X8	40.927	5.655	.955	7.237	.001

Model Summary (A9, A10)

Model	R	R Square	Adjusted R Square		S. E. of the Estimate	
1	.937 <sup>a</sup>	.878	.853		63.762	
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	145723.378	1	145723.378	35.843	.002 <sup>a</sup>
	Residual	20327.961	5	4065.592		
	Total	166051.339	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff.		t	Sig.
1	B	Std. Error	Beta			
	(Constant)	-508.053	114.162		-4.450	.007
	X9	45.705	7.634	.937	5.987	.002

a. Dependent Variable: X10

Model Summary (A1, A11)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	S. E of the Estimate		
1	.270 <sup>a</sup>	.073	-.112	167.721		
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	11096.803	1	11096.803	.394	.558 <sup>a</sup>
	Residual	140652.140	5	28130.428		
	Total	151748.942	6			
Model		Unstandar. Coefficients		Stand. Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	-46.671	200.410		-.233	.825
	X1	3.236E-5	.000	.270	.628	.558

a. Dependent Variable: X11

Model Summary (A2, A11)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.555 <sup>a</sup>	.308	.169	144.954		
Model		S of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	46690.600	1	46690.600	2.222	.196 <sup>a</sup>
	Residual	105058.342	5	21011.668		
	Total	151748.942	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff.		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	-92.693	123.764		-.749	.488
	X2	.000	.000	.555	1.491	.196

a. Dependent Variable: X11

Model Summary (A3, A11)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	S E of Estimate		
1	.077 <sup>a</sup>	.006	-.193	173.694		
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	900.406	1	900.406	.030	.870 <sup>a</sup>
	Residual	150848.536	5	30169.707		
	Total	151748.942	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	45.165	172.580		.262	.804
	X3	6.551E-6	.000	.077	.173	.870

Model Summary (A4, A11)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.112 <sup>a</sup>	.013	-.185	173.117		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1901.073	1	1901.073	.063	.811 <sup>a</sup>
	Residual	149847.869	5	29969.574		
	Total	151748.942	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	34.501	165.320		.209	.843
	X4	1.878E-5	.000	.112	.252	.811

a. Dependent Variable: X11

Model Summary (A5, A11)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.531 <sup>a</sup>	.282	.139	147.583		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	42844.900	1	42844.900	1.967	.220 <sup>a</sup>
	Residual	108904.043	5	21780.809		
	Total	151748.942	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand. Coeff.		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	-287.556	262.875		-1.094	.324
	X5	3.711	2.646	.531	1.403	.220

a. Dependent Variable: X11

Model Summary (A6, A11)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	S. E. of Estimate		
1	.293 <sup>a</sup>	.086	-.097	166.592		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	12983.894	1	12983.894	.468	.524 <sup>a</sup>
	Residual	138765.048	5	27753.010		
	Total	151748.942	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand. Coeff.		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	398.675	480.667		.829	.445
	X6	-3.001	4.387	-.293	-.684	.524

a. Dependent Variable: X11

Model Summary (A7, A11)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.945 <sup>a</sup>	.893	.872	56.958		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	135527.608	1	135527.608	41.774	.001 <sup>a</sup>
	Residual	16221.334	5	3244.267		
	Total	151748.942	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	-458.034	84.896		-5.395	.003
	X7	17.666	2.733	.945	6.463	.001

Model Summary (A8, A11)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.960 <sup>a</sup>	.921	.905	48.915		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	139785.379	1	139785.379	58.421	.001 <sup>a</sup>
	Residual	11963.563	5	2392.713		
	Total	151748.942	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand. Coeff.		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	-497.655	76.882		-6.473	.001
	X8	39.303	5.142	.960	7.643	.001

a. Dependent Variable: X11

Model Summary (A9, A11)

Model	R	R Square	Adj. R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.826 <sup>a</sup>	.681	.618	98.321		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	103413.398	1	103413.398	10.697	.022 <sup>a</sup>
	Residual	48335.544	5	9667.109		
	Total	151748.942	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand. Coeffs		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	-490.053	176.038		-2.784	.039
	X9	38.502	11.772	.826	3.271	.022

a. Dependent Variable: X11

Model Summary (A1, A12)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.947 <sup>a</sup>	.896	.875	105.800		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	482362.351	1	482362.351	43.093	.001 <sup>a</sup>
	Residual	55968.056	5	11193.611		
	Total	538330.407	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-540.548	126.420		-4.276	.008
	X1	.000	.000	.947	6.564	.001

a. Dependent Variable: X12

Model Summary (A2, A12)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Er of the Estimate		
1	1.000 <sup>a</sup>	1.000	1.000	.000		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	538330.407	1	538330.407	3.805E12	.000 <sup>a</sup>
	Residual	.000	5	.000		
	Total	538330.407	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff.		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-315.000	.000		-980845.530	.000
	X2	.001	.000	1.000	1950641.273	.000

a. Dependent Variable: X12

Model Summary (A3, A12)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Err of the Estimate		
1	.872 <sup>a</sup>	.760	.713	160.585		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	409392.728	1	409392.728	15.876	.010 <sup>a</sup>
	Residual	128937.678	5	25787.536		
	Total	538330.407	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-341.211	159.555		-2.139	.085
	X3	.000	.000	.872	3.984	.010

a. Dependent Variable: X12

Model Summary (A4, A12)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.887 <sup>a</sup>	.786	.743	151.765		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	423167.738	1	423167.738	18.373	.008 <sup>a</sup>
	Residual	115162.668	5	23032.534		
	Total	538330.407	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff			
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-323.759	144.929		-2.234	.076
	X4	.000	.000	.887	4.286	.008

a. Dependent Variable: X12

Model Summary (A5, A12)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.690 <sup>a</sup>	.476	.371	237.588		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	256089.527	1	256089.527	4.537	.086 <sup>a</sup>
	Residual	282240.880	5	56448.176		
	Total	538330.407	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coefficients			
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-634.126	423.192		-1.498	.194
	X5	9.073	4.259	.690	2.130	.086

a. Dependent Variable: X12

Model Summary (A6, A12)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.369 <sup>a</sup>	.136	-.036	304.930		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	73418.398	1	73418.398	.790	.415 <sup>a</sup>
	Residual	464912.009	5	92982.402		
	Total	538330.407	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff			
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	1021.783	879.812		1.161	.298
	X6	-7.136	8.031	-.369	-.889	.415

a. Dependent Variable: X12

Model Summary (A7, A12)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.612 <sup>a</sup>	.374	.249	259.514		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	201593.464	1	201593.464	2.993	-.1036
	Residual	336736.943	5	67347.389		
	Total	538330.407	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff			
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-400.612	386.801		-1.036	.348
	X7	21.546	12.454	.612	1.730	.144 <sup>a</sup>

a. Dependent Variable: X12

Model Summary (A8, A12)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.613 <sup>a</sup>	.375	.250	259.348		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	202023.183	1	202023.183	3.004	.144 <sup>a</sup>
	Residual	336307.224	5	67261.445		
	Total	538330.407	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff			
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-438.989	407.626		-1.077	.331
	X8	47.249	27.263	.613	1.733	.144

a. Dependent Variable: X12

Model Summary (A9, A12)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	S E Estimate		
1	.916 <sup>a</sup>	.839	.807	131.675		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	451638.452	1	451638.452	26.048	.004 <sup>a</sup>
	Residual	86691.955	5	17338.391		
	Total	538330.407	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff			
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-929.400	235.756		-3.942	.011
	X9	80.462	15.765	.916	5.104	.004

a. Dependent Variable: X12

Model Summary (A1, A13)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.845 <sup>a</sup>	.715	.658	140820.952		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.486E11	1	2.486E11	12.535	.017 <sup>a</sup>
	Residual	9.915E10	5	1.983E10		
	Total	3.477E11	6			
		Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff		
Model	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	546704.912	168267.069		3.249	.023
	X1	.153	.043	.845	3.541	.017

Model Summary (A2, A13)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.972 <sup>a</sup>	.944	.933	62222.400		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.284E11	1	3.284E11	84.817	.000 <sup>a</sup>
	Residual	1.936E10	5	3.872E9		
	Total	3.477E11	6			
		Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		
Model	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	673150.890	53126.384		12.671	.000
	X2	.781	.085	.972	9.210	.000

Model Summary (A3, A13)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.739 <sup>a</sup>	.547	.456	177563.779		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.901E11	1	1.901E11	6.029	.058 <sup>a</sup>
	Residual	1.576E11	5	3.153E10		
	Total	3.477E11	6			
		Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff		
Model	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	711241.054	176424.571		4.031	.010
	X3	.095	.039	.739	2.455	.050

Model Summary (A4, A13)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	S E Estimate		
1	.759 <sup>a</sup>	.577	.492	171605.508		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.005E11	1	2.005E11	6.808	.048 <sup>a</sup>
	Residual	1.472E11	5	2.945E10		
	Total	3.477E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand.Coeff		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	719190.483	163876.397		4.389	.007
	X4	.193	.074	.759	2.609	.048

Model Summary (A5, A13)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.714 <sup>a</sup>	.510	.412	184616.414		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.773E11	1	1.773E11	5.203	.071 <sup>a</sup>
	Residual	1.704E11	5	3.408E10		
	Total	3.477E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	378898.009	328838.434		1.152	.301
	X5	7549.443	3309.813	.714	2.281	.071

a. Dependent Variable: X13

Model Summary (A6, A13)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.363 <sup>a</sup>	.132	-.042	245706.098		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.588E10	1	4.588E10	.760	.423 <sup>a</sup>
	Residual	3.019E11	5	6.037E10		
	Total	3.477E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand.Coeff		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	1724572.394	708933.196		2.433	.059
	X6	-5641.276	6471.081	-.363	-.872	.423

Model Summary (A7, A13)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.746 <sup>a</sup>	.556	.468	175658.760		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.935E11	1	1.935E11	6.270	.054 <sup>a</sup>
	Residual	1.543E11	5	3.086E10		
	Total	3.477E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	477729.541	261816.346		1.825	.128
	X7	21106.972	8429.502	.746	2.504	.044

Model Summary (A8, A13)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.752 <sup>a</sup>	.566	.479	173697.176		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.969E11	1	1.969E11	6.526	.051 <sup>a</sup>
	Residual	1.509E11	5	3.017E10		
	Total	3.477E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	434933.969	273005.564		1.593	.172
	X8	46644.121	18259.273	.752	2.555	.050

Model Summary (A9, A13)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.978 <sup>a</sup>	.956	.948	55059.994		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.326E11	1	3.326E11	109.704	.000 <sup>a</sup>
	Residual	1.516E10	5	3.032E9		
	Total	3.477E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand. Coeff		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	102603.940	98581.225		1.041	.346
	X9	69046.974	6592.232	.978	10.474	.000

Model Summary (A1, A14)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.744 <sup>a</sup>	.554	.465	150134.324		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.399E11	1	1.399E11	6.208	.055 <sup>a</sup>
	Residual	1.127E11	5	2.254E10		
	Total	2.526E11	6			
		Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		
Model	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	570406.320	179395.624		3.180	.025
	X1	.115	.046	.744	2.492	.050

a. Dependent Variable: X14

Model Summary (A2, A14)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.918 <sup>a</sup>	.843	.812	88949.057		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.131E11	1	2.131E11	26.931	.003 <sup>a</sup>
	Residual	3.956E10	5	7.912E9		
	Total	2.526E11	6			
		Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		
Model	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	641039.089	75945.989		8.441	.000
	X2	.629	.121	.918	5.189	.003

Model Summary (A3, A14)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.613 <sup>a</sup>	.376	.251	177564.681		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9.499E10	1	9.499E10	3.013	.143 <sup>a</sup>
	Residual	1.576E11	5	3.153E10		
	Total	2.526E11	6			
		Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		
Model	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	711236.904	176425.468		4.031	.010
	X3	.067	.039	.613	1.736	.143

Model Summary (A4, A14)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.638 <sup>a</sup>	.407	.288	173130.586		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.028E11	1	1.028E11	3.428	.123 <sup>a</sup>
	Residual	1.499E11	5	2.997E10		
	Total	2.526E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	713308.753	165332.784		4.314	.008
	X4	.138	.075	.638	1.852	.123

a. Dependent Variable: X14

Model Summary (A5, A14)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.710 <sup>a</sup>	.504	.405	158257.477		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.274E11	1	1.274E11	5.087	.074 <sup>a</sup>
	Residual	1.252E11	5	2.505E10		
	Total	2.526E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	373133.848	281887.942		1.324	.243
	X5	6399.284	2837.249	.710	2.255	.074

Model Summary (A6, A14)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.362 <sup>a</sup>	.131	-.043	209556.109		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.307E10	1	3.307E10	.753	.425 <sup>a</sup>
	Residual	2.196E11	5	4.391E10		
	Total	2.526E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	1514583.545	604630.018		2.505	.054
	X6	-4789.092	5519.011	-.362	-.868	.425

Model Summary (A7, A14)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.830 <sup>a</sup>	.689	.627	125264.427		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.742E11	1	1.742E11	11.100	.021 <sup>a</sup>
	Residual	7.846E10	5	1.569E10		
	Total	2.526E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	392723.589	186704.463		2.103	.089
	X7	20027.659	6011.182	.830	3.332	.021

Model Summary (A8, A14)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.841 <sup>a</sup>	.707	.648	121657.115		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.786E11	1	1.786E11	12.069	.018 <sup>a</sup>
	Residual	7.400E10	5	1.480E10		
	Total	2.526E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	349641.516	191212.489		1.829	.127
	X8	44429.485	12788.754	.841	3.474	.018

Model Summary (A9, A14)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.992 <sup>a</sup>	.984	.981	28203.392		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.487E11	1	2.487E11	312.608	.000 <sup>a</sup>
	Residual	3.977E9	5	7.954E8		
	Total	2.526E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	121750.450	50496.281		2.411	.061
	X9	59703.175	3376.740	.992	17.681	.000

Model Summary (A1, A15)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.864 <sup>a</sup>	.746	.695	103793.692		
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.583E11	1	1.583E11	14.698	.012 <sup>a</sup>
	Residual	5.387E10	5	1.077E10		
	Total	2.122E11	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		Sig.
		B	Std. Error	Beta	t	
1	(Constant)	416397.178	124023.167		3.357	.020
	X1	.122	.032	.864	3.834	.012

Model Summary (A2, A15)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.781 <sup>a</sup>	.610	.532	128654.575		
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.295E11	1	1.295E11	7.821	.038 <sup>a</sup>
	Residual	8.276E10	5	1.655E10		
	Total	2.122E11	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		Sig.
		B	Std. Error	Beta	t	
1	(Constant)	592008.154	109847.134		5.389	.003
	X2	.490	.175	.781	2.797	.038

Model Summary (A3, A15)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.939 <sup>a</sup>	.881	.858	70982.145		
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.870E11	1	1.870E11	37.118	.002 <sup>a</sup>
	Residual	2.519E10	5	5.038E9		
	Total	2.122E11	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		Sig.
		B	Std. Error	Beta	t	
1	(Constant)	470086.827	70526.741		6.665	.001
	X3	.094	.015	.939	6.092	.002

Model Summary (A4, A15)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.941 <sup>a</sup>	.885	.862	69822.264		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.878E11	1	1.878E11	38.529	.002 <sup>a</sup>
	Residual	2.438E10	5	4.875E9		
	Total	2.122E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	487383.073	66677.469		7.310	.001
	X4	.187	.030	.941	6.207	.002

Model Summary (A5, A15)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.528 <sup>a</sup>	.279	.135	174941.407		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5.919E10	1	5.919E10	1.934	.223 <sup>a</sup>
	Residual	1.530E11	5	3.060E10		
	Total	2.122E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	443994.141	311605.329		1.425	.214
	X5	4361.625	3136.359	.528	1.391	.223

a. Dependent Variable: X15

Model Summary (A6, A15)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.284 <sup>a</sup>	.080	-.104	197561.874		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.706E10	1	1.706E10	.437	.538 <sup>a</sup>
	Residual	1.952E11	5	3.903E10		
	Total	2.122E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	1241037.857	570023.179		2.177	.081
	X6	-3439.587	5203.123	-.284	-.661	.538

Model Summary (A7, A15)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.021 <sup>a</sup>	.000	-.199	205970.669		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9.042E7	1	9.042E7	.002	.965 <sup>a</sup>
	Residual	2.121E11	5	4.242E10		
	Total	2.122E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	853754.419	306995.723		2.781	.039
	X7	456.322	9884.108	.021	.046	.965

Model Summary (A8, A15)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.051 <sup>a</sup>	.003	-.197	205742.481		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5.602E8	1	5.602E8	.013	.913 <sup>a</sup>
	Residual	2.116E11	5	4.233E10		
	Total	2.122E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	831356.505	323372.225		2.571	.050
	X8	2487.986	21627.917	.051	.115	.913

Model Summary (A9, A15)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.536 <sup>a</sup>	.287	.144	173959.154		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6.090E10	1	6.090E10	2.012	.215 <sup>a</sup>
	Residual	1.513E11	5	3.026E10		
	Total	2.122E11	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	435576.154	311462.193		1.398	.221
	X9	29546.686	20827.810	.536	1.419	.215

Model Summary (A1, A16)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.966 <sup>a</sup>	.934	.920	410174.838		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.181E13	1	1.181E13	70.208	.000 <sup>a</sup>
	Residual	8.412E11	5	1.682E11		
	Total	1.265E13	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	-832731.891	490118.244		-1.699	.150
	X1	1.056	.126	.966	8.379	.000

Model Summary (A2, A16)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.861 <sup>a</sup>	.742	.690	808068.646		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9.388E12	1	9.388E12	14.378	.013 <sup>a</sup>
	Residual	3.265E12	5	6.530E11		
	Total	1.265E13	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	717286.617	689940.678		1.040	.346
	X2	4.176	1.101	.861	3.792	.013

Model Summary (A3, A16)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.998 <sup>a</sup>	.996	.995	106278.184		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.260E13	1	1.260E13	1115.246	.000 <sup>a</sup>
	Residual	5.648E10	5	1.130E10		
	Total	1.265E13	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	-198189.016	105596.328		-1.877	.119
	X3	.775	.023	.998	33.395	.000

Model Summary (A4, A16)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.994 <sup>a</sup>	.988	.985	175575.859		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.250E13	1	1.250E13	405.461	.000 <sup>a</sup>
	Residual	1.541E11	5	3.083E10		
	Total	1.265E13	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-37360.797	167667.923		-.223	.832
	X4	1.522	.076	.994	20.136	.000

Model Summary (A5, A16)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.520 <sup>a</sup>	.270	.124	1358948.464		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.420E12	1	3.420E12	1.852	.232 <sup>a</sup>
	Residual	9.234E12	5	1.847E12		
	Total	1.265E13	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-155661.089	2420556.628		-.064	.951
	X5	33152.497	24363.304	.520	1.361	.232

Model Summary (A6, A16)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.269 <sup>a</sup>	.073	-.113	1531980.347		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9.184E11	1	9.184E11	.391	.559 <sup>a</sup>
	Residual	1.173E13	5	2.347E12		
	Total	1.265E13	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	5804372.032	4420206.631		1.313	.246
	X6	-25239.455	40347.267	-.269	-.626	.559

Model Summary (A7, A16)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.165 <sup>a</sup>	.027	-.167	1568989.620		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.446E11	1	3.446E11	.140	.724 <sup>a</sup>
	Residual	1.231E13	5	2.462E12		
	Total	1.265E13	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	2216774.093	2338551.911		.948	.387
	X7	28169.775	75292.579	.165	.374	.724

Model Summary (A8, A16)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.157 <sup>a</sup>	.025	-.171	1571130.702		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.110E11	1	3.110E11	.126	.737 <sup>a</sup>
	Residual	1.234E13	5	2.468E12		
	Total	1.265E13	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	2212358.055	2469397.800		.896	.411
	X8	58620.904	165159.302	.157	.355	.737

Model Summary (A9, A16)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.602 <sup>a</sup>	.362	.234	1270718.311		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.580E12	1	4.580E12	2.836	.153 <sup>a</sup>
	Residual	8.074E12	5	1.615E12		
	Total	1.265E13	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	-682067.012	2275135.872		-.300	.776
	X9	256218.463	152140.769	.602	1.684	.153

Model Summary (A1, A17)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.938 <sup>a</sup>	.881	.857	33542.736		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.148E10	1	4.148E10	36.865	.002 <sup>a</sup>
	Residual	5.626E9	5	1.125E9		
	Total	4.710E10	6			
		Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		
Model	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-67578.254	40080.242		-1.686	.153
	X1	.063	.010	.938	6.072	.002

Model Summary (A2, A17)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.985 <sup>a</sup>	.970	.963	16943.169		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.567E10	1	4.567E10	159.083	.000 <sup>a</sup>
	Residual	1.435E9	5	2.871E8		
	Total	4.710E10	6			
		Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		
Model	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-327.763	14466.323		-.023	.983
	X2	.291	.023	.985	12.613	.000

Model Summary (A3, A17)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.883 <sup>a</sup>	.780	.736	45510.965		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.675E10	1	3.675E10	17.742	.008 <sup>a</sup>
	Residual	1.036E10	5	2.071E9		
	Total	4.710E10	6			
		Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		
Model	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-12865.068	45218.977		-.285	.787
	X3	.042	.010	.883	4.212	.008

Model Summary (A4, A17)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.907 <sup>a</sup>	.823	.787	40871.852		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.875E10	1	3.875E10	23.197	.005 <sup>a</sup>
	Residual	8.353E9	5	1.671E9		
	Total	4.710E10	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	-9353.968	39030.984		-.240	.820
	X4	.085	.018	.907	4.816	.005

Model Summary (A5, A17)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.725 <sup>a</sup>	.525	.430	66876.695		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.474E10	1	2.474E10	5.532	.065 <sup>a</sup>
	Residual	2.236E10	5	4.472E9		
	Total	4.710E10	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	-110507.834	119120.653		-.928	.396
	X5	2819.955	1198.969	.725	2.352	.065

Model Summary (A6, A17)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.452 <sup>a</sup>	.205	.045	86566.871		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9.634E9	1	9.634E9	1.286	.308 <sup>a</sup>
	Residual	3.747E10	5	7.494E9		
	Total	4.710E10	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	444046.378	249770.473		1.778	.136
	X6	-2585.073	2279.883	-.452	-1.134	.308

Model Summary (A7, A17)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.520 <sup>a</sup>	.270	.124	82926.491		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.272E10	1	1.272E10	1.850	.232 <sup>a</sup>
	Residual	3.438E10	5	6.877E9		
	Total	4.710E10	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	678.514	123600.502		.005	.996
	X7	5412.113	3979.471	.520	1.360	.232

Model Summary (A8, A17)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.552 <sup>a</sup>	.305	.166	80909.125		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.437E10	1	1.437E10	2.195	.199 <sup>a</sup>
	Residual	3.273E10	5	6.546E9		
	Total	4.710E10	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	-19614.016	127167.533		-.154	.883
	X8	12602.314	8505.272	.552	1.482	.199

Model Summary (A9, A17)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.887 <sup>a</sup>	.788	.745	44732.784		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.710E10	1	3.710E10	18.540	.008 <sup>a</sup>
	Residual	1.001E10	5	2.001E9		
	Total	4.710E10	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	-173801.024	80091.048		-2.170	.082
	X9	23060.772	5355.774	.887	4.306	.008

Model Summary (A1, A18)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.374 <sup>a</sup>	.140	-.032	12.256		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	122.475	1	122.475	.815	.408 <sup>a</sup>
	Residual	751.108	5	150.222		
	Total	873.583	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	10.592	14.645		.723	.502
	X1	3.400E-6	.000	.374	.903	.408

Model Summary (A2, A18)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.412 <sup>a</sup>	.169	.003	12.046		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	148.072	1	148.072	1.020	.359 <sup>a</sup>
	Residual	725.511	5	145.102		
	Total	873.583	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	13.821	10.285		1.344	.237
	X2	1.658E-5	.000	.412	1.010	.359

Model Summary (A3, A18)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.315 <sup>a</sup>	.099	-.081	12.545		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	86.714	1	86.714	.551	.491 <sup>a</sup>
	Residual	786.868	5	157.374		
	Total	873.583	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	14.580	12.464		1.170	.295
	X3	2.033E-6	.000	.315	.742	.491

Model Summary (A4, A18)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.303 <sup>a</sup>	.092	-.090	12.597		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	80.147	1	80.147	.505	.509 <sup>a</sup>
	Residual	793.436	5	158.687		
	Total	873.583	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	15.286	12.030		1.271	.260
	X4	3.855E-6	.000	.303	.711	.509

Model Summary (A5, A18)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.236 <sup>a</sup>	.056	-.133	12.846		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	48.487	1	48.487	.294	.611 <sup>a</sup>
	Residual	825.096	5	165.019		
	Total	873.583	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	11.017	22.881		.481	.651
	X5	.125	.230	.236	.542	.611

Model Summary (A6, A18)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.067 <sup>a</sup>	.004	-.195	13.188		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.916	1	3.916	.023	.887 <sup>a</sup>
	Residual	869.667	5	173.933		
	Total	873.583	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	28.798	38.052		.757	.483
	X6	-.052	.347	-.067	-.150	.887

Model Summary (A7, A18)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.499 <sup>a</sup>	.249	.099	11.456		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	217.378	1	217.378	1.656	.254 <sup>a</sup>
	Residual	656.205	5	131.241		
	Total	873.583	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	1.880	17.075		.110	.917
	X7	.708	.550	.499	1.287	.254

Model Summary (A8, A18)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.404 <sup>a</sup>	.163	-.004	12.091		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	142.573	1	142.573	.975	.369 <sup>a</sup>
	Residual	731.010	5	146.202		
	Total	873.583	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	4.921	19.004		.259	.806
	X8	1.255	1.271	.404	.988	.369

Model Summary (A9, A18)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.419 <sup>a</sup>	.176	.011	11.999		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	153.725	1	153.725	1.068	.349 <sup>a</sup>
	Residual	719.858	5	143.972		
	Total	873.583	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	1.439	21.483		.067	.949
	X9	1.484	1.437	.419	1.033	.349

Model Summary (A1, A19)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.477 <sup>a</sup>	.228	.073	44.761		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2950.615	1	2950.615	1.473	.279 <sup>a</sup>
	Residual	10017.671	5	2003.534		
	Total	12968.285	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-38.790	53.485		-.725	.501
	X1	1.669E-5	.000	.477	1.214	.279

Model Summary (A2, A19)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.696 <sup>a</sup>	.485	.382	36.553		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6287.595	1	6287.595	4.706	.082 <sup>a</sup>
	Residual	6680.690	5	1336.138		
	Total	12968.285	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-37.923	31.210		-1.215	.279
	X2		.000	.696	2.169	.082

Model Summary (A3, A19)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.404 <sup>a</sup>	.163	-.004	46.591		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2114.489	1	2114.489	.974	.369 <sup>a</sup>
	Residual	10853.796	5	2170.759		
	Total	12968.285	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-19.469	46.292		-.421	.692
	X3	1.004E-5	.000	.404	.987	.369

a. Dependent Variable: X19

Model Summary (A4, A19)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.455 <sup>a</sup>	.207	.048	45.359		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2680.879	1	2680.879	1.303	.305 <sup>a</sup>
	Residual	10287.407	5	2057.481		
	Total	12968.285	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-22.623	43.316		-.522	.624
	X4	2.230E-5	.000	.455	1.141	.305

Model Summary (A5, A19)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.808 <sup>a</sup>	.653	.584	29.981		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8473.993	1	8473.993	9.428	.028 <sup>a</sup>
	Residual	4494.293	5	898.859		
	Total	12968.285	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-137.449	53.402		-2.574	.050
	X5	1.650	.538	.808	3.070	.028

Model Summary (A6, A19)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.571 <sup>a</sup>	.326	.191	41.814		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4226.110	1	4226.110	2.417	.181 <sup>a</sup>
	Residual	8742.176	5	1748.435		
	Total	12968.285	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	208.736	120.646		1.730	.144
	X6	-1.712	1.101	-.571	-1.555	.181

Model Summary (A7, A19)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.638 <sup>a</sup>	.407	.288	39.222		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5276.640	1	5276.640	3.430	.123 <sup>a</sup>
	Residual	7691.645	5	1538.329		
	Total	12968.285	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients			
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-81.946	58.459		-1.402	.220
	X7	3.486	1.882	.638	1.852	.123

Model Summary (A8, A19)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.731 <sup>a</sup>	.534	.441	34.765		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6925.429	1	6925.429	5.730	.062 <sup>a</sup>
	Residual	6042.856	5	1208.571		
	Total	12968.285	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients			
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-104.176	54.641		-1.907	.115
	X8	8.748	3.654	.731	2.394	.062

Model Summary (A9, A19)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.847 <sup>a</sup>	.717	.661	27.082		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9300.979	1	9300.979	12.681	.016 <sup>a</sup>
	Residual	3667.306	5	733.461		
	Total	12968.285	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients			
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-145.997	48.489		-3.011	.030
	X9	11.547	3.243	.847	3.561	.016

Model Summary (A10, A16)

Model	R	R Square	Adjusted R Square		S. E of the Estimate	
1	.304 <sup>a</sup>	.092	-.089		1515742.818	
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.166E12	1	1.166E12	.507	.508 <sup>a</sup>
	Residual	1.149E13	5	2.297E12		
	Total	1.265E13	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	2639109.045	826132.604		3.195	.024
	X10	2649.722	3719.669	.304	.712	.508

Model Summary (A11, A16)

Model	R	R Square	Adjusted R Square		Std. E of the Estimate	
1	.059 <sup>a</sup>	.003	-.196		1588054.163	
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.365E10	1	4.365E10	.017	.900 <sup>a</sup>
	Residual	1.261E13	5	2.522E12		
	Total	1.265E13	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	3024102.598	669479.019		4.517	.006
	X11	536.338	4076.641	.059	.132	.900

Model Summary (A12, A16)

Model	R	R Square	Adjusted R Square		St. E of the Estimate	
1	.861 <sup>a</sup>	.742	.690		808068.351	
Model	Sum of Squares		df	Mean Sq	F	Sig.
1	Regression	9.388E12	1	9.388E12	14.378	.013 <sup>a</sup>
	Residual	3.265E12	5	6.530E11		
	Total	1.265E13	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	2032758.187	408803.569		4.972	.004
	X12	4176.095	1101.346	.861	3.792	.013

Model Summary (A13, A16)

Model	R	R Square	Adjusted R Square		St. E of the Estimate	
1	.727 <sup>a</sup>	.528	.434		1092426.757	
Model	Sum of Squares		df	Mean Sq	F	Sig.
1	Regression	6.686E12	1	6.686E12	5.603	.064 <sup>a</sup>
	Residual	5.967E12	5	1.193E12		
	Total	1.265E13	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-1812398.442	2100759.056		-1.863	.428
	X13	4.385	1.853	.727	2.367	.064

Model Summary (A14, A16)

Model	R	R Square	Adjusted R Square		St. E of the Estimate	
1	.599 <sup>a</sup>	.359	.231		1273641.431	
Model	Sum of Squares		df	Mean Sq	F	Sig.
1	Regression	4.542E12	1	4.542E12	2.800	.155 <sup>a</sup>
	Residual	8.111E12	5	1.622E12		
	Total	1.265E13	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coeff		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-1153612.768	2565445.500		-1.450	.672
	X14	4.240	2.534	.599	1.673	.155

Model Summary (A15, A16)

Model	R	R Square	Adjusted R Square		St. Er of the Estimate	
1	.946 <sup>a</sup>	.894	.873		516957.863	
Model	Sum of Squares		df	Mean Sq	F	Sig.
1	Regression	1.132E13	1	1.132E13	42.347	.001 <sup>a</sup>
	Residual	1.336E12	5	2.672E11		
	Total	1.265E13	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stan Coef		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	
1	(Constant)	-3271707.289	992888.315		-3.295	.022
	X15	7.303	1.122	.946	6.507	.001

Model Summary (A10, A17)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.695 <sup>a</sup>	.483	.380	69775.861		
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.276E10	1	2.276E10	4.675	.083 <sup>a</sup>
	Residual	2.434E10	5	4.869E9		
	Total	4.710E10	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Stand Coeff		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	104038.460	38030.273		2.736	.041
	X10	370.225	171.232	.695	2.162	.083

Model Summary (A11, A17)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.503 <sup>a</sup>	.253	.103	83908.800		
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.190E10	1	1.190E10	1.690	.250 <sup>a</sup>
	Residual	3.520E10	5	7.041E9		
	Total	4.710E10	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	142912.369	35373.593		4.040	.010
	X11	280.035	215.399	.503	1.300	.250

Model Summary (A12, A17)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.985 <sup>a</sup>	.970	.963	16943.179		
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.567E10	1	4.567E10	159.083	.000 <sup>a</sup>
	Residual	1.435E9	5	2.871E8		
	Total	4.710E10	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	91419.556	8571.592		10.665	.000
	X12	291.261	23.092	.985	12.613	.000

Model Summary (A13, A17)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.947 <sup>a</sup>	.897	.877	31117.877		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.226E10	1	4.226E10	43.644	.001 <sup>a</sup>
	Residual	4.842E9	5	9.683E8		
	Total	4.710E10	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	-224335.991	59840.316		-3.749	.013
	X13	.349	.053	.947	6.606	.001

Model Summary (A14, A17)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.887 <sup>a</sup>	.786	.744	44871.389		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.704E10	1	3.704E10	18.395	.008 <sup>a</sup>
	Residual	1.007E10	5	2.013E9		
	Total	4.710E10	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	-217473.471	90382.661		-2.406	.061
	X14	.383	.089	.887	4.289	.008

a. Dependent Variable: X17

Model Summary (A15, A17)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.828 <sup>a</sup>	.685	.622	54443.299		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.228E10	1	3.228E10	10.891	.021 <sup>a</sup>
	Residual	1.482E10	5	2.964E9		
	Total	4.710E10	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t		
1	(Constant)	-175060.899	104565.805		-1.674	.155
	X15	.390	.118	.828	3.300	.021

Model Summary (A10, A18)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.384 <sup>a</sup>	.147	-.023	12.205		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	128.771	1	128.771	.864	.395 <sup>a</sup>
	Residual	744.812	5	148.962		
	Total	873.583	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	18.681	6.652		2.808	.038
	X10	.028	.030	.384	.930	.395

Model Summary (A11, A18)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.313 <sup>a</sup>	.098	-.083	12.556		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	85.362	1	85.362	.541	.495 <sup>a</sup>
	Residual	788.221	5	157.644		
	Total	873.583	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	21.412	5.293		4.045	.010
	X11	.024	.032	.313	.736	.495

Model Summary (A12, A18)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.412 <sup>a</sup>	.170	.003	12.046		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	148.073	1	148.073	1.020	.359 <sup>a</sup>
	Residual	725.510	5	145.102		
	Total	873.583	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	19.045	6.094		3.125	.026
	X12	.017	.016	.412	1.010	.359

Model Summary (A13, A18)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.404 <sup>a</sup>	.163	-.004	12.091		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	142.658	1	142.658	.976	.369 <sup>a</sup>
	Residual	730.925	5	146.185		
	Total	873.583	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	.617	23.251		.027	.980
	X13	2.025E-5	.000	.404	.988	.369

Model Summary (A14, A18)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.394 <sup>a</sup>	.155	-.014	12.149		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	135.613	1	135.613	.919	.382 <sup>a</sup>
	Residual	737.970	5	147.594		
	Total	873.583	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	.097	24.471		.004	.997
	X14	2.317E-5	.000	.394	.959	.382

Model Summary (A15, A18)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.205 <sup>a</sup>	.042	-.150	12.938		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	36.677	1	36.677	.219	.659 <sup>a</sup>
	Residual	836.906	5	167.381		
	Total	873.583	6			
Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients		t	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	11.733	24.848		.472	.657
	X15	1.315E-5	.000	.205	.468	.659

Model Summary (A10, A19).

Model	R	R Square	Adj R Sq	Std. Error of the Estimate		
1	.803 <sup>a</sup>	.644	.573	30.376		
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8354.713	1	8354.713	9.054	.030 <sup>a</sup>
	Residual	4613.573	5	922.715		
	Total	12968.285	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	-13.109	16.556		-.792	.464
	X10	.224	.075	.803	3.009	.030

Model Summary (A11, A19)

Model	R	R Square	Adj R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.735 <sup>a</sup>	.540	.449	34.525		
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7008.322	1	7008.322	5.880	.060 <sup>a</sup>
	Residual	5959.963	5	1191.993		
	Total	12968.285	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	7.153	14.555		.491	.644
	X11	.215	.089	.735	2.425	.060

Model Summary (A12, A19)

Model	R	R Square	Adj R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.696 <sup>a</sup>	.485	.382	36.553		
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6287.596	1	6287.596	4.706	.082 <sup>a</sup>
	Residual	6680.689	5	1336.138		
	Total	12968.285	6			
Model		Unstandardized Coefficients		Stand Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	-3.880	18.492		-.210	.842
	X12	.108	.050	.696	2.169	.082

Model Summary (A13, A19)

Model	R	R Square	Adj R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.794 <sup>a</sup>	.630	.556	30.987		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8167.204	1	8167.204	8.506	.033 <sup>a</sup>
	Residual	4801.081	5	960.216		
	Total	12968.285	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	-147.614	59.589		-2.477	.056
	X13	.000	.000	.794	2.916	.033

Model Summary (A14, A19)

Model	R	R Square	Adj R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.828 <sup>a</sup>	.686	.623	28.527		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8899.342	1	8899.342	10.936	.021 <sup>a</sup>
	Residual	4068.944	5	813.789		
	Total	12968.285	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	-163.858	57.461		-2.852	.036
	X14	.000	.000	.828	3.307	.021

Model Summary (A15, A19)

Model	R	R Square	Adj R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.501 <sup>a</sup>	.251	.101	44.089		
Model	Sum of Squares		df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3249.050	1	3249.050	1.671	.253 <sup>a</sup>
	Residual	9719.235	5	1943.847		
	Total	12968.285	6			
Model	Unstandardized Coefficients			Stand Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	-84.552	84.679		-.998	.364
	X15	.000	.000	.501	1.293	.253