ANALISIS ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) DAN MARKET VALUE ADDED (MVA) SEBAGAI ALAT UKUR KINERJA KEUANGAN PT GARUDA INDONESIA TBK TAHUN 2017 -2019

Ferry Irawan
Politeknik Keuangan Negara STAN

Nico Yudha Manurung
Politeknik Keuangan Negara STAN

Alamat Korespondensi: nicoywdha@gmail.com

INFORMASI ARTIKEL

Diterima Pertama
[25 Agustus 2020]

Dinyatakan Diterima
[22 September 2020]

KATA KUNCI:

Kinerja Keuangan, *Economic Value Added* (EVA), *Market Value Added* (MVA).

KLASIFIKASI JEL:
D46

ABSTRAK

PT Garuda Indonesia Tbk was one of the state-owned corporation that have go public on Bursa Efek Indonesia (BEI). As a public company, PT Garuda Indonesia should create a good financial performance to attract financier (investor or creditor). The purpose of this study were to measure the financial performance by Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA). The result of this study is the company get a negative EVA in 2017 until 2019 which mean the company was not able to create value added for financier. In 2017 and 2018, MVA get a negative value which mean the company was not able to create value added for investor. In 2019, MVA get a positive value because the company's stock price increased 73% from previous year.

PT Garuda Indonesia Tbk merupakan salah satu Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang telah *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sebagai perusahaan terbuka, PT Garuda Indonesia Tbk harus menciptakan kinerja keuangan yang baik untuk menarik pemodal (investor atau kreditur). Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengukur kinerja keuangan dengan Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA). Hasil penelitian ini adalah perusahaan memperoleh nilai EVA yang negatif pada 2017-2019 yang berarti perusahaan tidak berhasil menciptakan nilai tambah bagi para pemodal. Pada 2017 dan 2018, MVA memperoleh nilai yang negatif yang berarti perusahaan gagal menciptakan nilai tambah bagi para investor. Pada 2019, MVA memperoleh nilai yang positif karena harga saham perusahaan yang meningkat sebesar 73% dari tahun sebelumnya.

1. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dikutip dari laporan keterbukaan informasi perusahaan, PT Garuda Indonesia Tbk merupakan salah satu Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang bergerak di bidang jasa angkutan udara niaga, yang merupakan perusahaan terbuka dan seluruh sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal, perusahaan terbuka adalah perusahaan publik, yaitu perseroan yang sahamnya telah dimiliki sekurang-kurangnya oleh 300 (tiga ratus) pemegang saham dan memiliki modal yang disetor sekurang-kurangnya Rp3.000.000.000,00 atau suatu jumlah pemegang saham dan modal yang disetor yang ditetapkan dengan Peraturan Pemerintah.

Ada banyak hal yang harus diperhatikan oleh perusahaan untuk menarik minat investor, salah satunya ialah menunjukkan kinerja keuangan yang baik. Investor hanya akan berinvestasi atau membeli saham suatu perusahaan jika memiliki kinerja keuangan yang baik. Sunariyah (2003, 4) menyatakan bahwa "Investasi adalah suatu penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang".

Pemodal (investor atau kreditur) akan melakukan analisis terlebih dahulu dalam melakukan investasi. Analisis tersebut bertujuan untuk mengetahui apakah kinerja keuangan perusahaan yang dituju baik atau tidak sehingga modal yang diinvestasikan cukup aman dan mendapatkan tingkat pengembalian yang diinginkan. Bagi perusahaan, pengukuran kinerja keuangan merupakan faktor yang sangat penting karena dengan pengukuran kinerja yang baik akan dapat memberikan gambaran yang baik dan jelas tentang keberhasilan suatu perusahaan. Cukup sulit untuk mengetahui atau mengukur kinerja keuangan perusahaan secara objektif hingga mampu menggambarkan kondisi yang riil. Berbagai metode atau model perhitungan telah dilakukan untuk menilai kinerja keuangan perusahaan seperti perhitungan rasio keuangan yang hanya mengukur tingkat profitabilitas, likuiditas, dan solvabilitas perusahaan (Sugiono, 2009).

Konsep *Economic Value Added* (EVA) dapat digunakan sebagai pelengkap dari analisis rasio keuangan karena dapat mengukur kinerja secara tepat. EVA sangat bermanfaat untuk digunakan sebagai penilaian kinerja perusahaan dimana fokus penilaian yang digunakan adalah pada penciptaan nilai (*value*) bagi perusahaan (Utama, 1997). Keunggulan dari metode EVA, selain penciptaan nilai (*value*) bagi perusahaan, ialah dapat digunakan tanpa memerlukan data pembanding. Dengan menggunakan pendekatan EVA, para manajer berpikir dan bertindak seperti

pemegang saham yaitu meminimumkan investasi yang akan meminimumkan tingkat bunga modal dan memaksimalkan tingkat pengembalian. Perbedaan EVA dengan berbagai model atau metode pengukuran yang lain adalah bahwa EVA berangkat dari konsep biaya modal (*cost of capital*) yakni risiko yang dihadapi perusahaan dalam melakukan investasinya. Sesuai dengan hukum investasi yaitu makin tinggi tingkat risiko investasi, makin tinggi pula tingkat pengembalian yang dituntut oleh investor atau biasa kita kenal dengan istilah *high risk, high return* (Utama, 1997). Ruky (1997) menyatakan bahwa

Selisih antara nilai perusahaan (nilai pasar kapital) dengan nilai buku kapital disebut dengan *Market Value Added* (MVA). Karena dalam nilai perusahaan dan milik kapital terdapat komponen utang yang sama maka MVA juga adalah selisih antara nilai pasar ekuitas (*market value of equity*) atau total kapitalisasi saham di pasar modal dan nilai buku ekuitas.

EVA dan MVA yang digunakan sebagai metode penilaian kinerja perusahaan, yang berfokus pada penciptaan nilai perusahaan dan dapat membantu manajemen untuk mengetahui berapa *cost of capital* dari perusahaan dan bisnis yang sebenarnya, sehingga diperoleh tingkat pengembalian yang bersih dari modal dan berapa jumlah sebenarnya dari modal yang diinvestasikan ke dalam bisnis (Sriati, 2013). Konsep EVA dan MVA masih jarang digunakan di Indonesia. Konsep ini sendiri merupakan pendekatan yang relatif baru dalam penilaian kinerja perusahaan. Tidak seperti metode yang lain, Metode EVA dan MVA dapat berdiri sendiri.

Studi yang dilakukan oleh Rahayu & Dana (2016) terhadap perusahaan manufaktur subsector *food and beverage* yang terdaftar di bursa efek Indonesia. Studi menunjukkan bahwa EVA berpengaruh negatif signifikan terhadap harga saham. Sementara itu MVA berpengaruh positif terhadap peningkatan harga saham. Studi lainnya dilakukan oleh Sunardi (2020) terkait kinerja keuangan industri semen di Indonesia dengan pendekatan EVA dan MVA. Hasil studi menunjukkan bahwa kinerja perusahaan semen dapat diukur menggunakan EVA dan MVA. Kinerja keuangan pada industri rokok dilakukan oleh Wijayanti & Sari (2018). Hasil studi menunjukkan penggunaan EVA mengindikasikan kinerja keuangan yang negatif sedangkan kinerja keuangan yang positif ditunjukkan dengan penggunaan MVA. Selanjutnya, studi mengenai perusahaan-perusahaan yang melakukan diversifikasi usaha menunjukkan kinerja yang baik dengan pengukuran menggunakan EVA dan MVA (Rustamaji, 2016).

Perusahaan, dalam hal ini PT Garuda Indonesia Tbk harus mampu menciptakan nilai tambah atau laba yang baik dan menciptakan atau meningkatkan nilai modal yang telah diinvestasikan untuk memenuhi harapan bagi para pemodal (investor atau kreditur). Oleh karena itu diperlukan adanya analisis kinerja pada PT Garuda Indonesia Tbk. Pendekatan yang dilakukan dalam penelitian ini menggunakan metode yang digunakan oleh riset sejenis dalam mengukur kinerja menggunakan EVA dan MVA. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengukur kinerja keuangan dengan Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA) Hasil dari analisis ini pada akhirnya akan digunakan oleh pemodal sebagai bahan analisis sebelum membeli saham tersebut dan digunakan oleh perusahaan untuk mengetahui atau mengukur kinerja keuangan.

2. LANDASAN TEORI

2.1 Laporan Keuangan

Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) menyatakan bahwa "Laporan keuangan adalah catatan informasi keuangan suatu perusahaan pada suatu periode akuntansi yang dapat digunakan untuk menggambarkan kinerja perusahaan tersebut". Laporan keuangan menggambarkan kondisi keuangan dan hasil usaha suatu perusahaan pada saat tertentu atau jangka waktu tertentu (Harahap, 2008). Laporan keuangan merupakan informasi keuangan perusahaan dari hasil proses akuntansi pada periode tertentu.

Tujuan laporan keuangan menurut IAI (2002, 4) adalah sebagai berikut:

1. Menyediakan informasi yang menyangkut posisi keuangan kinerja serta perubahan posisi keuangan suatu perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi.
2. Laporan Keuangan menunjukkan apa yang telah dilakukan manajemen atau pertanggungjawaban manajemen atas sumber daya yang dipercayakan kepadanya.
3. Laporan Keuangan yang disusun untuk tujuan ini memenuhi kebutuhan bersama sebagian besar pengguna. Namun demikian laporan keuangan tidak menyediakan semua informasi yang mungkin dibutuhkan pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi karena secara umum menggambarkan keputusan ekonomi karena secara umum menggambarkan pengaruh keuangan dan kejadian di masa lalu.

IAI (2007) menyatakan bahwa pengguna laporan keuangan meliputi investor (sekarang maupun potensial), karyawan, pemberi pinjaman, pemasok dan kreditur usaha lainnya, pelanggan, pemerintah serta lembaga-lembaganya, dan masyarakat. Pengguna

(*stakeholders*) menggunakan laporan keuangan untuk memenuhi kebutuhan informasi yang meliputi:

- 1) Investor menggunakan laporan keuangan untuk mengetahui informasi yang digunakan sebagai alat bantu untuk menentukan apakah harus membeli, menahan, atau menjual investasinya. Investor juga ingin mengetahui kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.
- 2) Karyawan menggunakan laporan keuangan untuk mengetahui informasi mengenai stabilitas dan profitabilitas perusahaan. Karyawan juga ingin mengetahui informasi apakah perusahaan mampu dalam memberikan balas jasa, imbalan pasca kerja, dan kesempatan kerja.
- 3) Pemberi pinjaman menggunakan laporan keuangan untuk mengetahui informasi keuangan perusahaan sebagai bahan pertimbangan untuk memutuskan apakah pinjaman serta bunganya dapat dibayar pada saat jatuh tempo oleh perusahaan.
- 4) Pemasok dan kreditur usaha lainnya menggunakan laporan keuangan untuk mengetahui informasi yang memungkinkan mereka untuk memutuskan apakah jumlah yang terutang akan dibayar pada saat jatuh tempo.
- 5) Pelanggan ingin mengetahui informasi mengenai kelangsungan hidup perusahaan.
- 6) Pemerintah dan lembaga-lembaganya ingin mengetahui informasi untuk mengetahui aktivitas perusahaan, menetapkan kebijakan pajak, dan sebagai dasar untuk menyusun statistik pendapatan nasional dan statistik lainnya.
- 7) Laporan keuangan dapat membantu masyarakat dengan menyediakan informasi kecenderungan (tren) dan perkembangan terakhir kemakmuran perusahaan serta rangkaian aktivitasnya.

2.2 Kinerja Keuangan

Setiap perusahaan dapat melakukan pengukuran kinerja untuk mengetahui kondisi dari kinerjanya. Horngren (1993, 372) menyatakan bahwa "Pengukuran kinerja mempunyai tujuan untuk mengukur kinerja bisnis dan manajemen dibandingkan dengan *goal* atau sasaran perusahaan". Pengukuran kinerja dapat digunakan manajemen sebagai alat untuk mengendalikan bisnisnya. Informasi yang digunakan sebagai dasar pengukuran kinerja bisa berupa informasi keuangan maupun non keuangan dan dapat didasarkan pada pengukuran intern dan ekstern (Horngren 1994, 890).

Kinerja keuangan dapat diukur dari laporan keuangan yang dikeluarkan secara periodik oleh perusahaan. Informasi yang terkandung dalam laporan keuangan digunakan investor untuk memperoleh perkiraan tentang laba dan dividen di masa mendatang

dan risiko atas penilaian tersebut (Weston dan Brigham, 1993). Para pihak ketiga (*stakeholders*) terutama kreditur dan investor dapat mengetahui kondisi suatu perusahaan melalui laporan keuangan.

Mulyadi (1993, 420) menyatakan bahwa

Penilaian kinerja dapat dimanfaatkan oleh perusahaan untuk mengelola kegiatan operasi perusahaan secara efektif dan efisien dengan melalui permotivasi karyawan secara maksimum, penilaian kinerja dapat menyediakan suatu dasar bagi distribusi penghargaan, menyediakan umpan balik bagi karyawan mengenai bagaimana atasan mereka menilai kinerja, mengidentifikasi kebutuhan pelatihan dan pengembangan karyawan dan untuk menyediakan kriteria seleksi dan evaluasi program pelatihan karyawan dan membantu pengambilan keputusan yang bersangkutan dengan karyawan.

2.3 Economic Value Added (EVA)

Metode EVA pertama kali diperkenalkan oleh Stern Steward Management Service (perusahaan konsultan) pada tahun 1991 (Utama, 1997). Perusahaan ini menganggap bahwa metode EVA sangat cocok dalam menilai kinerja suatu perusahaan. Metode ini dapat menyajikan suatu ukuran kinerja yang mempertimbangkan harapan kreditur dan pemegang saham. Konsep dasar EVA adalah metode ini melakukan estimasi atas nilai tambah (*value creation*) yang diciptakan oleh perusahaan yang melebihi tingkat pengembalian yang dibutuhkan atau diharapkan oleh kreditur dan investor ekuitas perusahaan (Sriati, 2013). Metode ini mampu menghitung laba ekonomi yang sebenarnya atau *true economic profit* suatu perusahaan pada tahun tertentu dan sangat berbeda jika dibandingkan dengan laba akuntansi (Andika dan Witiastuti, 2017).

2.3.1 Indikator EVA

EVA merupakan suatu indikator ada atau tidak adanya penciptaan nilai dari suatu investasi. Kondisi EVA positif mencerminkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari tingkat modal yang menunjukkan kemampuan dari manajemen dalam menciptakan nilai kekayaan perusahaan/pemilik modal. Sebaliknya, kondisi EVA negatif menunjukkan adanya penurunan nilai kekayaan (Singgih, 2008).

Tabel 1. Kriteria Kinerja Keuangan Perusahaan dengan Metode EVA

Nilai EVA	Kinerja Perusahaan
EVA > 0 (Positif)	Laba operasi lebih besar dari pada biaya modal, menandakan perusahaan berhasil menciptakan nilai tambah untuk investor dan meningkatkan nilai aset
EVA < 0 (Negatif)	Laba operasi lebih rendah dari pada biaya modal, menandakan perusahaan tidak berhasil menciptakan nilai tambah, bahkan menurunkan nilai asetnya sebesar EVA negatif tersebut
EVA = 0 (Impas)	Laba operasi periode itu telah habis untuk menutup biaya modal. Perusahaan tidak berhasil menciptakan nilai tambah bagi investor.

Sumber: Utama, 1997

2.3.2 Kelebihan dan Kelemahan EVA

Iramani dan Febrian (2005, 6) menyatakan bahwa ada beberapa kelebihan yang dimiliki oleh metode EVA dibandingkan dengan metode lain antara lain sebagai berikut:

- 1) Konsep EVA adalah alat perusahaan yang mengukur harapan yang dilihat dari segi ekonomis pengukurannya, yaitu dengan memperhatikan harapan penyandang dana secara adil yang derajat keadilannya dinyatakan melalui ukuran tertimbang dari struktur modal yang ada dan berpedoman pada nilai pasar.
- 2) Pengaplikasian EVA yang mudah menunjukan bahwa konsep tersebut merupakan ukuran praktis, mudah dihitung, dan mudah digunakan sehingga merupakan salah satu bahan pertimbangan dalam mempercepat pengambilan keputusan bisnis.
- 3) Konsep EVA dapat digunakan sebagai dasar penilaian pemberian bonus pada karyawan yang divisinya memberikan EVA lebih besar.
- 4) Perhitungan EVA dapat digunakan secara mandiri tanpa memerlukan data pembandingan seperti standar industri atau data perusahaan lain sebagai konsep penilaian.
- 5) EVA memfokuskan penilaian pada nilai tambah dengan memperhitungkan beban sebagai konsekuensi investasi.

Selain itu, EVA juga memiliki beberapa kelemahan yang harus diperhatikan antara lain:

- 1) Nilai EVA hanya menggambarkan penciptaan nilai penggunaan modal suatu usaha perusahaan pada tahun tertentu.

- 2) Adanya berbagai estimasi dalam perhitungan biaya modal dapat menimbulkan kesalahan perhitungan yang pada akhirnya mengurangi nilai manfaat EVA.
- 3) Penggunaan EVA memerlukan estimasi atas biaya modal. Estimasi ini perlu digunakan oleh perusahaan-perusahaan yang belum *go public* yang menggunakan EVA sebagai salah satu alat ukur kinerja manajemen.
- 4) Apabila menggunakan EVA sebagai alat ukur, maka nilai EVA masa kini dan masa datang harus dilihat.

2.3.3 Rumus EVA

Secara konsep, perhitungan EVA adalah dengan mengurangi biaya modal dari laba. Dengan demikian, rumus untuk menghitung EVA adalah sebagai berikut:

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

Keterangan :

NOPAT = Laba bersih operasional setelah pajak (*Net Operating Profit After Tax*)

BOYIC = Nilai investasi pada awal tahun (*Beginning of Year Invested Capital*)

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*

2.3.4 Penyesuaian Ekuivalen Ekuitas (*Equity Equivalent Adjustmen*)

Penyesuaian ekuivalen ekuitas (*equity equivalent adjustment*) penting dilakukan untuk mengestimasi NOPAT dan *invested capital* perusahaan. Tujuan dilakukannya penyesuaian secara umum adalah untuk memperbaiki bias yang timbul baik karena kecenderungan dari manajer untuk mempermainkan angka-angka akuntansi atau kegagalan melaporkan dengan benar investasi dalam modal (Peter dan Julianti, 2011).

Menurut Stewart (1991) terdapat lebih dari 150 penyesuaian ekuivalen ekuitas, tetapi banyak perusahaan yang menggunakan tidak lebih dari lima penyesuaian ekuivalen ekuitas yang praktis dan dapat diterapkan. Djaja (2018, 185) menyatakan bahwa ada beberapa penyesuaian ekuivalen ekuitas yang sering digunakan dalam beberapa studi antara lain:

- 1) *Deferred taxes* (Pajak ditangguhkan).
- 2) *Lifo reserves*.
- 3) *Amortisasi goodwill*.
- 4) *Goodwill* tidak tercatat.
- 5) *Intangible asset (research and development, new product development, upfront marketing cost, training dan lain-lain)*.
- 6) *Other equity equivalent reserves (bad debts, inventory obsolescences, warranties, deffered income)*.

2.4 Market Value Added (MVA)

Market Value Added (MVA) adalah perbedaan antara nilai pasar ekuitas perusahaan pada periode tertentu dengan nilai ekuitas yang dipasok para *inventory* (Warsono, 2003:47). MVA juga dapat diartikan sebagai perbedaan antara nilai pasar dari perusahaan (utang dan ekuitas) dengan total modal yang diinvestasikan ke dalam perusahaan (Rahayu dan Aisjah, 2013). Metode ini dikembangkan oleh Stewart and Co.

Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham yang dilakukan dengan memaksimalkan MVA (Stewart, 1991). MVA dapat dijadikan sebagai indikator untuk perusahaan yang bertujuan pada kemakmuran pemegang saham. Dengan kata lain, MVA merupakan suatu konsep atau metode untuk menilai kinerja keuangan perusahaan dari sudut pandang eksternal.

2.4.1 Indikator MVA

Young dan O'Bryne (2001, 27) memaparkan indikator yang digunakan untuk mengukur MVA antara lain:

- 1) Jika $MVA > 0$ (positif) menunjukkan bahwa perusahaan mampu meningkatkan nilai modal yang telah diinvestasikan oleh penyandang dana.
- 2) Jika $MVA < 0$ (negatif) menunjukkan bahwa perusahaan tidak berhasil meningkatkan nilai modal yang telah diinvestasikan oleh penyandang dana.

Indikator MVA menurut Kartini (2008, 359) antara lain yaitu jika MVA bernilai positif berarti menunjukkan pihak manajemen mampu meningkatkan kekayaan pemegang saham. Sedangkan jika MVA bernilai negatif menunjukkan bahwa berkurangnya nilai modal pemegang saham sehingga memaksimalkan nilai MVA yang seharusnya menjadi tujuan utama perusahaan dalam meningkatkan kekayaan pemegang saham tidak tercapai.

2.4.2 Kelebihan dan Kelemahan MVA

Kelebihan dari metode MVA adalah metode ini dapat mencerminkan bagaimana keputusan pasar suatu manajer perusahaan yang telah sukses meningkatkan kinerja perusahaan khususnya kinerja keuangan, serta dapat membangun kepercayaan dari para investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut (Primadia, 2011). Menurut Napitupulu (2008, 31), salah satu kelebihan dari metode MVA adalah penerapan metode ini dalam perusahaan dapat menggambarkan prospek yang menguntungkan atas investasi yang dilakukan saat ini pada masa yang akan datang.

Sama seperti metode lainnya, metode MVA juga memiliki kelemahan. Kelemahan dari metode MVA menurut O'Byrne (2001) antara lain:

- 1) MVA cenderung tidak memperhatikan kesempatan biaya modal yang diinvestasikan dalam perusahaan.
- 2) MVA merupakan pengukuran kekayaan pemegang saham pada suatu periode tertentu saja.
- 3) Pengukuran MVA cenderung tidak memperhitungkan uang kas pada masa lalu kepada pemegang saham.

2.4.3 Rumus MVA

Secara konsep, rumus untuk menghitung MVA adalah sebagai berikut:

$$\text{MVA} = \text{MV of Share} - \text{BV of Shareholders Equity}$$

Keterangan :

MV = Market Value

BV = Book Value

Market value of share merupakan hasil perhitungan dari perkalian jumlah saham yang *outstanding* dengan harga pasar dari saham tersebut. Jika perusahaan mempunyai dua jenis modal (saham biasa dan saham preferen) maka hasil *market value* keduanya digabungkan untuk mendapatkan *market value* gabungan.

2.5 Struktur Keuangan, Struktur Modal, dan Biaya modal

2.5.1 Stuktur Keuangan

Setiap perusahaan memiliki laporan keuangan yang antara lain terdiri dari neraca atau laporan posisi keuangan (*balance sheet*). Neraca (*balance sheet*) terdiri dari aktiva yang menggambarkan struktur kekayaan perusahaan dan pasiva yang menggambarkan struktur keuangan perusahaan. Struktur aktiva atau biasa disebut dengan struktur kekayaan merupakan perbandingan antara aktiva lancar dan aktiva tetap baik dalam artian absolut (perbandingan dalam bentuk nominal) maupun dalam artian relatif (perbandingan dalam bentuk persentase) (Riyanto, 2011:22). Sedangkan struktur keuangan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitasnya. Struktur keuangan dapat dilihat pada seluruh sisi kanan neraca yang terdiri dari utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan modal pemegang saham (Weston dan Copeland, 1997:89).

Struktur keuangan terdiri dari :

- 1) Modal sendiri. Syamsudin (2007, 9) menyatakan bahwa "Modal sendiri adalah modal yang berasal dari setoran pemilik modal yang berasal dari hasil operasi perusahaan itu sendiri (modal saham) dan hasil operasi perusahaan itu sendiri (laba dan cadangan-cadangan)....".
- 2) Utang jangka pendek yaitu modal asing atau kewajiban yang pelunasannya dalam jangka waktu kurang dari 1 (satu) tahun.

- 3) Utang jangka panjang yaitu modal asing atau kewajiban yang pelunasannya dalam jangka waktu lebih dari 1 (satu) tahun.

2.5.2 Struktur Modal

Perusahaan membutuhkan suatu elemen penting yaitu modal yang digunakan dalam rangka peningkatan atau pelaksanaan kegiatan usaha. Perusahaan wajib melakukan perencanaan yang berhubungan dengan modal. Struktur modal merupakan hal terpenting dalam sebuah perusahaan. Dengan adanya struktur modal, perusahaan dapat mengalokasikan dana yang dimiliki untuk kegiatan yang sesuai dan berguna bagi keberlangsungan perusahaan. Struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham (Weston dan Copeland, 1996). Struktur modal merupakan kombinasi utang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan (Hermuningsih, 2013).

Dengan demikian, struktur modal terdiri dari :

- 1) Utang jangka panjang yaitu modal asing atau kewajiban yang pelunasannya dalam kurun waktu lebih dari 1 (satu) tahun.
- 2) Modal (*equity*) yang terdiri dari :
 - a) Saham preferen (*preferred stock*) yaitu saham yang pemegangnya mempunyai hak lebih dibandingkan dengan hak pemilik saham biasa.
 - b) Saham biasa (*common stock*) yaitu sebuah sertifikat yang berfungsi sebagai bukti kepemilikan terhadap suatu perusahaan.

2.5.3 Biaya Modal

Perusahaan bisa mendapatkan dana melalui dua sumber yaitu investor, baik pemegang saham biasa (*common stock*) maupun pemegang saham preferen (*preferred stock*), dan kreditur (*lenders*). Penyedia modal mengharapkan tingkat pengembalian (*return*) yang lebih tinggi dari dana yang telah ditanamkan kepada perusahaan baik itu bunga (untuk kreditur) maupun dividen (untuk investor). Dalam hal ini, tingkat risiko yang ditanggung atau tingkat pengembalian yang diharapkan oleh berbagai pihak penyedia modal yang dicerminkan oleh biaya modal (*cost of capital*). Biaya modal dapat dikatakan sebagai biaya yang harus ditanggung perusahaan karena telah menggunakan modal tersebut dalam kegiatan investasi (Setiadi *et al*, 2019).

2.5.3.1 Biaya EKuitas

Biaya ekuitas (*cost of equity*) adalah tingkat *return* yang diharapkan oleh investor sebagai kompensasi atas risiko yang tidak dapat didiversifikasi

yang diukur dengan beta (Chancera, 2011). Biaya ekuitas adalah biaya riil yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh dana baik yang berasal dari utang, saham preferen, saham biasa, maupun laba ditahan untuk mendanai suatu investasi atau operasi perusahaan (Karamoy dan Wokas, 2011). Prinsip yang digunakan dalam menghitung *cost of equity* adalah bahwa tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor dari suatu investasi minimal sama dengan tingkat kembalian investasi bebas risiko (*risk free*) ditambah dengan suatu *risk premium*.

Penulis menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* dalam menghitung biaya ekuitas (*cost of equity*) dari PT Garuda Indonesia Tbk. CAPM adalah metode yang diciptakan oleh Sharpe, Linter dan Mossin pada 1964 (Djaja, 2018:76). Metode ini merupakan metode yang paling umum digunakan dalam menentukan biaya ekuitas (*cost of equity*).

Rumus CAPM adalah sebagai berikut :

$$R_i = R_f + B_i (R_m - R_f)$$

Keterangan:

R_i = Tingkat harapan dari pengembalian instrumen investasi (K_e)

R_f = Suku bunga bebas risiko (*risk free rate*)

B_i = Koefisien beta instrumen-i (β)

R_m = Tingkat harapan pengembalian dari pasar

$(R_m - R_f)$ = Premium risiko pasar (*market risk premium*)

2.5.3.2 Biaya Utang

Biaya utang (*cost of debt*) adalah suatu tingkat bunga yang harus diterima oleh kreditur sebagai tingkat pengembalian yang disyaratkan (Warsono, 2001). Biaya utang meliputi tingkat bunga yang harus dibayar oleh perusahaan ketika melakukan pinjaman (Juniarti dan Sentosa, 2010). Secara sederhana, biaya utang merupakan cerminan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh bank atau kreditur. Konsep dalam perhitungan biaya utang ialah biaya utang setelah pajak karena dalam perhitungan *rate of return* juga didasarkan setelah pajak. Biaya utang setelah pajak diperoleh dengan mengalikan tingkat bunga sebelum pajak dengan $(1-T)$. T adalah tingkat pajak di negara perusahaan tersebut berada.

Rumus dalam mencari biaya utang adalah sebagai berikut:

$$K_i = K_d (1 - T)$$

Keterangan :

K_i = Biaya utang setelah pajak

K_d = Biaya utang sebelum pajak

T = Tingkat pajak

Perhitungan tingkat pajak (*taxes rate*) harus berdasarkan peraturan yang berlaku. Berdasarkan Pasal 17 ayat (1) huruf b Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 36 Tahun 2008 Tentang Pajak

Penghasilan, tarif pajak yang berlaku di Indonesia pada tahun 2017, 2018, dan 2019 sebesar 25%.

2.5.3.3 WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Halim (2007, 72) menyatakan bahwa "WACC adalah biaya modal seluruh sumber dana yang digunakan perusahaan". Secara umum perhitungan *cost of capital* menggunakan biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital*). Apabila perusahaan dibiayai dari berbagai sumber dana dimana masing-masing sumber memiliki biaya yang berbeda-beda, maka diperlukan perhitungan rata-rata tertimbang dari biaya modal tersebut. WACC biasanya digunakan sebagai ukuran untuk menentukan diterima atau ditolaknya suatu usulan investasi (Diputra dan Angga, 2016).

Berdasarkan struktur modal PT Garuda Indonesia Tbk, modal perusahaan berasal dari dua sumber dana yaitu utang dan ekuitas. Maka besarnya tingkat biaya modal berdasarkan rata-rata tertimbang dari tingkat bunga (setelah pajak) dan tingkat biaya modal atas ekuitas sesuai dengan proporsi utang dan ekuitas pada struktur modal perusahaan.

Rumus untuk menghitung WACC adalah sebagai berikut:

$$WACC = (W_i \times K_i) + (W_e \times K_e)$$

Keterangan :

W_i = Proporsi modal utang

K_i = Biaya utang setelah pajak

W_e = Proporsi modal ekuitas

K_e = Biaya ekuitas

2.6 Penelitian Terdahulu

Ada penelitian yang meneliti tentang kinerja keuangan dengan menggunakan metode EVA dan MVA sebelum penelitian ini dilakukan. Saidi (2010) melakukan penelitian tentang analisis kinerja keuangan dengan metode EVA (studi kasus PT Astra International Tbk) pada periode 2002 sampai 2004. Hasil penelitian tersebut adalah EVA yang diperoleh bernilai negatif. Nilai EVA yang negatif menunjukkan bahwa perusahaan belum memenuhi harapan yang diinginkan pemodal (investor dan kreditur).

Gulo dan Ermawati (2011) melakukan penelitian tentang analisis EVA dan MVA sebagai alat pengukur kinerja keuangan PT SA. Hasil penelitian tersebut adalah PT SA memiliki nilai EVA yang positif pada 2008. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan telah mampu menciptakan nilai tambah ekonomi kepada investornya. Namun PT SA memiliki nilai EVA yang negatif pada tahun 2009. Hal tersebut menunjukkan bahwa tidak terjadi proses nilai tambah ekonomi kepada investor. Kemudian PT SA memperoleh nilai MVA yang positif pada tahun 2008 dan 2009. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan telah

berhasil menciptakan kekayaan kepada pemegang saham.

Peter dan Julianti (2011) melakukan penelitian tentang penilaian kinerja keuangan PT Bank Central Asia Tbk dengan menggunakan metode EVA sebagai alat pengukuran kinerja perusahaan pada periode 2005 sampai 2009. Hasil dari penelitian tersebut adalah EVA bernilai positif dan mengalami peningkatan setiap tahun. Peningkatan tersebut terjadi karena manajemen berhasil meningkatkan nilai dari laba bersih operasi setelah pajak yang mampu menutupi *capital charge* perusahaan. Manajemen berhasil menciptakan nilai tambah bagi perusahaan dan pemegang saham.

Tamba (2012) melakukan penelitian tentang analisis kinerja keuangan dengan menggunakan pendekatan EVA dan MVA pada bank BUMN yang *go public* (Studi kasus pada PT Bank Mandiri Tbk, PT Bank Negara Indonesia Tbk, dan PT Bank Rakyat Indonesia Tbk). Hasil penelitian tersebut mengungkapkan bahwa EVA pada ketiga bank tersebut bernilai positif. EVA dan MVA yang positif menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan kinerja yang efektif serta manajemen mampu menghasilkan kekayaan bagi perusahaan dan juga investor.

Putri dan Yulandhari (2017) melakukan penelitian tentang analisis kinerja keuangan PT Garuda Indonesia Tbk setelah *Initial Public Offering* (IPO) menggunakan metode EVA dan MVA pada periode 2012 sampai 2015. Hasil dari penelitian tersebut adalah nilai EVA dan MVA bernilai positif meskipun kadang kala mengalami penurunan. Hasil EVA dan MVA yang positif menunjukkan bahwa kinerja keuangan PT Garuda Indonesia setelah melakukan proses (IPO) cukup baik dan mampu menciptakan nilai tambah untuk memenuhi harapan bagi pemegang saham (investor) dan meningkatkan nilai modal yang telah diinvestasikan oleh penyandang dana.

2.7 Kerangka Pemikiran

Setiap pemodal (investor dan kreditur) ingin mengetahui nilai tambah dari suatu perusahaan sebagai bahan untuk mengambil keputusan investasi. Untuk mengetahui nilai tambah tersebut, para investor melakukan analisis terhadap kinerja keuangan perusahaan. Analisis yang biasa digunakan ialah analisis dengan metode rasio (rasio likuiditas, rasio profitabilitas dan lain-lain). Namun analisis dengan metode rasio dirasakan belum menunjukkan laba riil perusahaan karena mengabaikan unsur biaya modal dalam perhitungannya (Saidi, 2010).

Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Sumber: Saidi, 2010

Perusahaan (manajer) dan pemodal (investor dan kreditur) dapat menggunakan metode EVA dan MVA sebagai alat untuk mengukur kinerja keuangan. EVA sangat bermanfaat untuk digunakan sebagai penilai kinerja perusahaan dimana fokus penilaian yang digunakan adalah pada penciptaan nilai (*value*) bagi perusahaan (Utama, 1997). Metode MVA juga dapat digunakan investor karena MVA yang maksimum menunjukkan bahwa perusahaan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (Stewart, 1991).

3. METODE PENELITIAN

Metode penelitian yang digunakan adalah metode studi pustaka. Nazir (1988:11) menyatakan bahwa “Studi kepustakaan adalah teknik pengumpulan data dengan melakukan penelaahan terhadap berbagai buku, literatur, catatan, serta berbagai laporan yang berkaitan dengan masalah yang ingin dipecahkan”. Penulis menggunakan data dan informasi meliputi laporan keuangan dari PT Garuda Indonesia Tbk dalam 3 (tiga) tahun terakhir, karya tulis terdahulu, dan informasi keuangan yang diperoleh dari media cetak maupun internet.

4. HASIL PENELITIAN

4.1 Analisis dan Perhitungan *Economic Value Added* (EVA)

Langkah-langkah yang dilakukan secara terperinci untuk menghitung *Economic Value Added* (EVA) adalah sebagai berikut:

1. Menghitung laba bersih setelah pajak (*Net Operating Profit After Tax/NOPAT*)

Laba bersih setelah pajak (*Net Operating Profit After Tax/NOPAT*) merupakan laba bersih setelah pajak yang sudah terbebas dari pengaruh utang dan biaya non kas (Peter, 2011). NOPAT adalah laba yang dihasilkan suatu perusahaan jika perusahaan tersebut tidak memiliki utang dan hanya memiliki aset operasi (Brigham & Houston, 2010, 108).

NOPAT dihitung dengan tidak mengikutsertakan faktor non operasional seperti laba/rugi atas penjualan aktiva tetap dan penjualan investasi. Beberapa akun dalam dalam laba/rugi lain-lain yang sama sekali tidak berhubungan dengan kegiatan operasional rutin perusahaan, dan tidak ada keterangan jelas dalam catatan atas laporan keuangan (CALK) juga tidak diikutsertakan (Singgih, 2008). Dalam menghitung NOPAT juga diperlukan penyesuaian normalisasi (*normalizing adjustment*). Penyesuaian normalisasi (*normalizing adjustment*) bertujuan untuk menyajikan informasi yang dapat dipersamakan dengan

perusahaan lain dan menyediakan informasi untuk proyeksi perusahaan kedepannya (Pratt dan Niculita, 2008). Penyesuaian normalisasi dilakukan dengan menghapuskan *nonrecurring item* yang ada di laporan keuangan. (Pratt dan Niculita, 2008) menyatakan bahwa ada beberapa contoh dalam penyesuaian normalisasi (*normalizing adjustment*) yaitu antara lain *depreciation methods and schedules, nonrecurring gains or losses (fire, flood, strikes)* dan lain-lain.

Tabel 2.NOPAT PT Garuda Indonesia Tbk 2017-2019 (satuan USD)

Variabel\Tahun	2017	2018	2019
<i>Earning Before Taxes (EBT)</i>	-44.300.816	-228.724.325	137.957.404
<i>Operating Taxes/ (Benefit)</i>	55.209.041	-57.503.925	45.802.668
Variabel\Tahun	2017	2018	2019
<i>Book Value of Common Equity</i>	990.034,9	894.781,7	598.616,4
Add: Equity Equivalent			
<i>Minority Interest</i>	17.091,3	42.687,5	41.190,1
<i>Deferred Income Taxes</i>	108.493,9	69.511,4	125.685,2
<i>Total Equity</i>	1.115.620,2	1.006.980,6	765.491,7
Add: Debt and Debt Equivalent			
<i>Long Term Debt</i>	998.598,210	723.303,9	302.104
<i>Other Liabilities</i>	163.442,299	178.987,5	151.379,6
<i>Interest bearing short term debt</i>	698.011,118	868.378,8	1.047.132,8
<i>Total Debt</i>	1.860.051,627	1.770.670,2	1.500.616,4
Invested Capital	2.975.671,8	2.777.650,78	2.266.108,1
<i>Change in Deffered Taxes</i>	38.612.339	-57.070.455	40.769.671
<i>Cash Operating Taxes/(Benefit)</i>	93.821.380	114.574.380	86.572.339
NOPAT	-138.122.196	-114.149.945	51.385.065

Sumber: Laporan Keuangan PT Garuda Indonesia Tbk 2017-2019, diolah

Nilai NOPAT PT Garuda Indonesia Tbk pada periode 2017 sampai 2019 secara berturut-turut adalah US\$-138,123,596; US\$-114,149,945; dan US\$51,385,065. Secara garis besar nilai NOPAT dari tahun ke tahun mengalami peningkatan meskipun bernilai negatif pada tahun 2017 dan 2018. Nilai NOPAT pada 2017 dan 2018 bernilai negatif disebabkan karena beban usaha lebih besar daripada pendapatan usaha perusahaan yang menyebabkan *earning before tax (EBT)* perusahaan bernilai negatif.

Nilai NOPAT bernilai positif pada 2019. Berbeda dengan 2 (dua) tahun sebelumnya, PT Garuda Indonesia Tbk berhasil mencetak nilai NOPAT yang positif karena perusahaan mampu mencetak laba pada kinerja keuangan 2019. Keberhasilan perusahaan memperoleh nilai NOPAT yang positif sejalan dengan pertumbuhan pendapatan usaha yang tumbuh sebesar 5,59% menjadi US\$4,57 miliar pada 2019. PT Garuda

Indonesia Tbk juga berhasil menekan beban usaha menjadi US\$ 4,41 miliar atau lebih kecil 4,02% dibandingkan tahun 2018 sebesar US\$4,59 miliar.

2. Mengidentifikasi dan menghitung *Beginning of year Invested Capital* (BOYIC)

Beginning of year Invested Capital (BOYIC) adalah modal yang diinvestasikan oleh pemegang saham pada awal tahun (Djaja 2018, 185). Dalam menghitung BOYIC, terdapat dua pendekatan yang bisa digunakan yaitu pendekatan finansial dan operasional serta penyesuaian terhadap utang dan ekuitas dimana utang dihitung dengan menjumlahkan utang dan kewajiban yang terdapat beban (Peter dan Julianti, 2011). Ekuitas dihitung dengan melakukan penyesuaian terhadap liabilitas pajak tangguhan (*deferred tax liabilities*) dan kepentingan non pengendali (*minority interest*). Dalam karya tulis ini, penulis menggunakan pendekatan finansial (*financing approach*) dalam menghitung BOYIC PT Garuda Indonesia Tbk.

Tabel 3.BOYIC Financing Approach PT Garuda Indonesia Tbk 2017-2019 (satuan ribu USD)

Variabel\Tahun	2017	2018	2019
<i>Book Value of Common Equity</i>	990.034.978	894.781.705	598.616.431
Add: Equity Equivalent			
<i>Minority Interest</i>	17.091.271	42.687.495	41.190.125
<i>Deferred Income Taxes</i>	108.493.964	69.511.409	125.685.183
<i>Total Equity</i>	1.115.620.213	1.006.980.609	765.491.739
Add: Debt and Debt Equivalent			
<i>Long Term Debt</i>	998.598.210	723.303.881	302.104.031
<i>Other Liabilities</i>	163.442.299	178.987.520	151.379.551
<i>Interest bearing short term debt</i>	698.011.118	868.378.784	1.047.132.765
<i>Total Debt</i>	1.860.051.627	1.770.670.185	1.500.616.347
Invested Capital	2.975.671.840	2.777.650.794	2.266.108.086

Sumber: Laporan Keuangan PT Garuda Indonesia Tbk 2017-2019, diolah

Nilai BOYIC PT Garuda Indonesia Tbk dengan pendekatan finansial (*financing approach*) pada periode 2017 sampai 2019 secara berturut-turut adalah US\$2,975,671,840; US\$2,777,650,794; dan US\$2,266,108,086. Nilai BOYIC mengalami penurunan dari tahun ke tahun. Hal tersebut disebabkan karena terjadinya penurunan *book value of common equity* sebesar 40% dan penurunan utang sebesar 19% dalam 3 (tiga) tahun terakhir. Penurunan utang tersebut didominasi oleh penurunan utang jangka panjang (*long term debt*) sebesar 70% dalam 3 (tiga) tahun terakhir. Modal dari PT Garuda Indonesia Tbk lebih didominasi oleh utang, baik utang jangka panjang maupun utang jangka pendek, dibandingkan dengan modal sendiri perusahaan.

3. Menentukan Biaya Utang (*Cost of Debt*) dan Biaya Ekuitas (*Cost of Equity*)

a) Menentukan Biaya Utang (*Cost of Debt*)

Biaya utang (*cost of debt*) adalah suatu tingkat bunga yang harus diterima oleh kreditur sebagai tingkat pengembalian yang disyaratkan (Warsono, 2001). Langkah pertama yang dilakukan dalam menghitung biaya utang adalah menghitung biaya utang sebelum pajak dengan cara membagi besarnya beban bunga yang dibayarkan oleh perusahaan PT Garuda Indonesia Tbk dalam 1 (satu) tahun dengan jumlah utang yang menghasilkan bunga tersebut. Selanjutnya biaya utang tersebut harus dikalikan dengan faktor $(1-T)$ karena utang ini mengurangi besar pendapatan setelah pajak untuk mendapatkan biaya utang setelah pajak. T adalah tingkat pajak yang berlaku di negara perusahaan berada. Biaya utang (*cost of debt*) PT Garuda Indonesia Tbk pada periode 2017 sampai 2019 secara berturut-turut adalah 4%; 6%; dan 7%.

Tabel 4. Biaya Utang (*Cost of Debt*) PT Garuda Indonesia Tbk 2017-2019 (satuan ribu USD)

Variabel\Tahun	2017	2018	2019
Total Debt	1.770.670.185	1.500.616.347	1.461.130.159
Finance Cost	88.388.240	127.503.999	139.990.076
Cost of Debt	5%	8%	10%
Tax	25%	25%	25%
Ki	4%	6%	7%

Sumber: Laporan Keuangan PT Garuda Indonesia Tbk 2017-2019, diolah

b) Menentukan Biaya Ekuitas (*Cost of Equity*)

Biaya ekuitas (*cost of equity*) adalah tingkat *return* yang diharapkan oleh investor sebagai kompensasi atas risiko yang tidak dapat didiversifikasi yang diukur dengan beta (Chancera, 2011). Prinsip yang digunakan dalam menghitung *cost of equity* adalah bahwa tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor dari suatu investasi minimal sama dengan tingkat kembalian investasi bebas risiko (*risk free*) ditambah dengan suatu *risk premium*. Metode yang digunakan dalam menghitung biaya modal (*cost of equity*) adalah *capital asset pricing model* (CAPM). Hal yang terlebih harus diketahui dalam menghitung CAPM adalah mengetahui *risk free rate* (R_f), beta (β), dan *market risk premium*.

Suku bunga bebas risiko (*risk free rate*) adalah tingkat *return* yang bisa dihasilkan dari suatu aset bebas risiko (*risk free asset*) (Rohandi, 2009). Namun pada kenyataannya tidak ada suatu instrumen investasi yang benar-benar bebas dari risiko. Dalam hal ini, suku bunga bebas risiko (*risk free rate*) dapat mewakili instrumen investasi yang memiliki risiko yang sangat kecil bahkan hampir tidak ada atau dengan kata lain

suku bunga bebas risiko (*risk free rate*) mempunyai zero beta.

Tabel 5. Yield Obligasi Pemerintah 10 Tahun

Tanggal	Maturity (year)	Produk	Yield
29-Dec-17	10	FR0059	6,29%
31-Dec-18	10	FR0064	7,97%
31-Dec-19	10	FR0078	7,03%

Sumber: DJPPR, 2020

Tingkat suku bunga bebas risiko diperoleh dari tingkat *yield* obligasi pemerintah dengan *maturity* 10 tahun. Penulis tidak memakai obligasi pemerintah dengan *maturity* 30 tahun. Obligasi pemerintah dengan *maturity* 30 tahun rentan terhadap perubahan yang tidak diharapkan atas inflasi (Djaja 2018, 88). Tingkat *yield* obligasi pemerintah 10 tahun pada periode 2017 sampai 2019 berturut-turut yaitu sebesar 6,29%, 7,97%, dan 7,03%.

Koefisien beta (β) adalah koefisien yang dipakai untuk mengukur pengaruh perubahan pasar terhadap suatu sekuritas (Djaja, 2018). Koefisien beta merupakan cerminan tingkat sensitivitas suatu saham terhadap pergerakan pasar (*market*). *Market* dalam konteks ini adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Secara sederhana, apabila suatu saham dengan koefisien beta 1,5 maka saham tersebut akan bergerak secara rata-rata 1,5 kali terhadap *market return*. Sebaliknya, jika suatu saham memiliki koefisien beta 0,5 maka saham tersebut bergerak ke arah yang sama persis dengan pergerakan *market return*. Beta yang digunakan dalam karya tulis ini adalah beta industri transportasi udara (*air transport*) pada *emerging market* karena Indonesia termasuk kelompok dari negara *emerging market*. Besaran koefisien beta pada periode 2017 sampai 2019 berturut-turut adalah 0,99; 0,92; dan 0,91.

Tabel 6. Koefisien Beta 2017-2019

Industry	Tahun	Market	Beta
Air Transport	2017	Emerging Market	0,99
	2018		0,92
	2019		0,91

Sumber: Damodaran, 2020

Premium risiko pasar (*market risk premium*) adalah *return* tambahan yang diperoleh investor karena telah memiliki portofolio pasar yang berisiko daripada aset bebas risiko (Rizqiyana, 2019). Premi ini dapat diperoleh dari selisih antara tingkat harapan pengembalian (*return*) dari pasar dengan tingkat bunga bebas risiko (*risk free rate*). Berdasarkan data yang diperoleh dari situs damodaran, *market risk premium* pada periode 2017 sampai 2019 berturut-turut adalah 8,82%; 7,62%; dan 8,60%.

Tabel 7. Market Risk Premium 2017-2019

Negara	Tahun	Total Equity Risk Premium
Indonesia	2017	8,82%
	2018	7,62%
	2019	8,60%

Sumber: Damodaran, 2020

Perhitungan biaya ekuitas (*cost of equity*) PT Garuda Indonesia Tbk dengan menggunakan CAPM periode 2017 sampai 2019 adalah

Tabel 8. Biaya Ekuitas (Cost of Equity)

Tahun	Risk Free Rate	Beta	Market Risk Premium	Cost of Equity
2017	6,29%	0,99	8,82%	15,02%
2018	7,97%	0,92	7,62%	14,98%
2019	7,03%	0,91	8,60%	14,86%

Sumber: DJPPR & Damodaran, 2020

4. Menentukan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC)

Weighted Average Cost of Capital (WACC) adalah biaya modal seluruh sumber dana yang digunakan perusahaan (Halim, 2007:72). WACC dihitung dari gabungan tingkat biaya utang dan tingkat biaya ekuitas sesuai proporsi dalam struktur modal. Nilai WACC PT Garuda Indonesia Tbk pada periode 2017 sampai 2019 secara berturut-turut adalah 7,83%; 9,28%; dan 9,91%.

Tabel 9. WACC

Variabel\Tahun	2017	2018	2019
Total Debt (USD)	1.770.670.185	1.500.616.347	1.461.130.159
Bobot (Wi)	64%	66%	64%
Total Equity (USD)	1.006.980.609	765.491.739	805.689.459
Bobot (We)	36%	34%	36%
Ki	3,74%	6,37%	7,19%
Ke	15,02%	14,98%	14,86%
WACC	7,83%	9,28%	9,91%

Sumber: Laporan Keuangan PT Garuda Indonesia Tbk 2017-2019, diolah

5. Menghitung *Economic Value Added* (EVA)

Economic Value Added (EVA) adalah metode melakukan estimasi atas nilai tambah (*value creation*) yang diciptakan oleh perusahaan yang melebihi tingkat pengembalian yang dibutuhkan atau diharapkan oleh kreditur dan investor ekuitas perusahaan (Sriati, 2013). EVA diperoleh dengan mengurangi NOPAT dengan *capital charge*. *Capital charge* diperoleh dari hasil perkalian antara BOYIC dengan WACC.

Tabel 10. Economic Value Added (EVA) 2017-2019 (satuan USD)

Variabel\Tahun	2017	2018	2019
NOPAT	-138.122.196	-114.149.945	51.385.065
WACC	7,83%	9,28%	9,91%
BOYIC	2.975.671.840	2.777.650.794	2.266.108.086
EVA	-371.189.866	-371.924.388	-173.230.191

Sumber: Laporan Keuangan PT Garuda Indonesia Tbk 2017-2019, diolah

Hasil perhitungan EVA PT Garuda Indonesia Tbk pada periode 2017 sampai 2019 secara berturut-turut adalah US\$-371,189,866; US\$-371,924,388; dan US\$-173,230,191. Nilai EVA yang negatif menunjukkan bahwa perusahaan belum mampu atau tidak berhasil dalam menciptakan nilai tambah bagi pemodal (investor dan kreditur) dan bahkan menurunkan nilai aset perusahaan sebesar nilai EVA negatif tersebut.

Nilai EVA mendapatkan hasil negatif sebesar US\$-371,189,866 pada tahun 2017 dengan nilai NOPAT sebesar US\$-138,122,196; BOYIC sebesar US\$2,975,671,840; dan WACC sebesar 7,83%. Hasil pengurangan antara laba bersih setelah pajak (NOPAT) dengan *capital charge* perusahaan adalah negatif. Nilai EVA negatif ini tercipta karena laba bersih setelah pajak (NOPAT) yang dihasilkan oleh perusahaan bernilai negatif (perusahaan mengalami rugi) dan otomatis tidak mampu menutupi seluruh biaya modal perusahaan selama 1 (satu) tahun.

Nilai EVA mendapatkan hasil negatif sebesar US\$-371,924,388 pada tahun 2018 dengan NOPAT sebesar US\$-114,149,945; BOYIC sebesar US\$2,777,650,794; dan WACC sebesar 9,28. Hasil pengurangan antara laba bersih setelah pajak (NOPAT) dengan *capital charge* perusahaan adalah negatif. Sama seperti tahun 2017, nilai EVA juga bernilai negatif karena laba bersih setelah pajak (NOPAT) yang dihasilkan oleh perusahaan bernilai negatif (perusahaan mengalami rugi) pada tahun 2018 dan otomatis tidak mampu menutupi seluruh biaya modal perusahaan selama 1 (satu) tahun.

Nilai EVA mendapatkan hasil negatif sebesar US\$-173,320,191 pada tahun 2019 dengan NOPAT sebesar US\$51,385,065; BOYIC sebesar US\$2,266,108,086; dan WACC sebesar 9,91. Hasil pengurangan antara laba bersih setelah pajak (NOPAT) dengan *capital charge* perusahaan adalah negatif. Meskipun nilai NOPAT pada tahun 2019 bernilai positif (perusahaan memperoleh laba) dan BOYIC yang mengalami penurunan sebesar 24%, namun hal tersebut belum mampu menghasilkan nilai EVA yang positif. Nilai EVA yang negatif menunjukkan bahwa perusahaan tidak mampu menutupi seluruh biaya modal perusahaan selama 1 (satu) tahun.

Perusahaan dapat dikatakan tidak berhasil dalam menciptakan nilai tambah bagi pemodal (investor dan kreditur) pada periode 2017 sampai 2019. Hal tersebut disebabkan oleh kinerja keuangan yang tidak stabil dan dikhawatirkan dapat mempengaruhi keberlangsungan usaha perusahaan untuk bersaing di industri transportasi udara dan kepercayaan para pemodal terhadap perusahaan. Oleh karena itu dalam penggunaan metode EVA sebagai penilaian kinerja keuangan, PT Garuda Indonesia Tbk harus melakukan evaluasi atas tingkat profitabilitas serta tingkat biaya modal perusahaan.

4.2 Analisis dan Perhitungan *Market Value Added* (MVA)

Market Value Added (MVA) adalah perbedaan antara nilai pasar ekuitas perusahaan pada periode tertentu dengan nilai ekuitas yang dipasok para *inventory* (Warsono, 2003:47). Metode ini dapat menggambarkan seberapa besar kemampuan perusahaan atas modal yang dimiliki investor karena melibatkan harga saham sebagai komponen utamanya (Gulo, 2011). Beberapa komponen yang diperlukan dalam menghitung nilai MVA antara lain adalah nilai pasar saham (kapitalisasi pasar), jumlah saham yang beredar, dan nilai buku ekuitas pemegang saham (*stockholders' equity*). Nilai pasar saham diperoleh dari perkalian antara harga saham PT Garuda Indonesia Tbk yang ada di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada akhir tahun dengan jumlah saham yang beredar.

Tabel 11. *Market Value Added* 2017-2019 (satuan USD)

Tahun	Nilai Pasar Saham (USD)	Nilai Buku Ekuitas (USD)	MVA
2017	580.862.059	894.781.705	-313.919.646
2018	479.083.104	598.616.431	-119.533.327
2019	927.380.402	694.997.532	232.382.870

Sumber: Laporan Keuangan PT Garuda Indonesia Tbk 2017-2019, diolah

Hasil perhitungan MVA PT Garuda Indonesia Tbk pada periode 2017 sampai 2019 secara berturut-turut adalah US\$-313,919,646; US\$-119,533,327; dan US\$232,382,870. Meskipun nilai MVA pada 2017 dan 2018 bernilai negatif, namun secara garis besar nilai MVA PT Garuda Indonesia Tbk terus mengalami peningkatan pada periode 2017 sampai 2019.

Tabel 12. Harga Saham PT Garuda Indonesia Tbk 2016-2019

Tanggal	Harga	Perubahan
30-Dec-16	340	
29-Dec-17	304	-11%
28-Dec-18	288	-5%
30-Dec-19	498	73%

Sumber: IDNFINANCIALS, 2020

Nilai MVA yang negatif pada tahun 2017 dan 2018 disebabkan karena terjadinya penurunan harga saham PT Garuda Indonesia Tbk. Harga saham perusahaan mengalami penurunan sebesar 11% dari Rp 340,- per lembar pada akhir tahun 2016 menjadi Rp 304,- per lembar pada akhir tahun 2017. Begitu juga dengan tahun 2018, harga saham perusahaan mengalami penurunan sebesar 5% menjadi Rp 288,- per lembar. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak mampu meningkatkan kekayaan para pemegang saham pada tahun 2017 dan 2018.

Nilai MVA pada tahun 2019 memperoleh hasil yang positif yaitu sebesar US\$232,382,870. Hal ini disebabkan karena harga saham perusahaan mengalami peningkatan yang signifikan sebesar 73% menjadi Rp 498,- per lembar pada akhir 2019. Meskipun nilai ekuitas perusahaan pada 2019 juga mengalami peningkatan sebesar 16% menjadi US\$694,997,532 dibandingkan tahun 2018, namun peningkatan nilai pasar ekuitas (kapitalisasi pasar) masih lebih besar sehingga diperoleh nilai MVA yang positif. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil meningkatkan kekayaan para pemegang saham pada tahun 2019.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Ada banyak aspek yang dapat diperhatikan oleh perusahaan untuk menarik minat para pemodal. Salah satu aspek tersebut adalah kinerja keuangan perusahaan. Perusahaan dengan kinerja keuangan yang baik dan kokoh akan sangat menarik bagi para pemodal (investor atau kreditur) untuk menanamkan modalnya kepada perusahaan. Salah dua metode yang dapat digunakan oleh para pemodal untuk melakukan penilaian terhadap kinerja keuangan perusahaan adalah metode *economic value added* (EVA) dan *market value added* (MVA).

Penulis menggunakan metode EVA dan MVA untuk menilai kinerja keuangan perusahaan PT Garuda Indonesia Tbk selama periode 2017 sampai 2019. Dari hasil analisis data yang telah dilakukan, maka dapat ditarik kesimpulan antara lain:

1. Berdasarkan hasil perhitungan EVA, perusahaan atau dalam hal ini manajemen tidak berhasil menciptakan nilai tambah bagi para pemodal (investor atau kreditur) dan bahkan menurunkan nilai aset perusahaan selama periode 2017 hingga 2019. Hal ini menunjukkan bahwa manajemen tidak mampu mengelola biaya modal (*capital charge*) perusahaan.
2. Berdasarkan hasil perhitungan MVA, perusahaan atau dalam hal ini manajemen tidak berhasil meningkatkan kekayaan para pemegang saham pada tahun 2017 dan 2018 yang ditunjukkan dengan nilai MVA yang negatif. Sedangkan pada tahun 2019,

perusahaan berhasil meningkatkan kekayaan para pemegang saham yang ditunjukkan dengan nilai MVA yang positif.

3. Kinerja keuangan PT Garuda Indonesia Tbk dapat dikatakan cukup buruk secara keseluruhan. Hal ini ditandai dengan kinerja keuangan yang merugi pada tahun 2017 dan 2018 yang menyebabkan nilai EVA negatif. Sedangkan pada tahun 2019, nilai EVA tetap negatif meskipun perusahaan memperoleh laba. Hal tersebut menunjukkan bahwa laba yang diperoleh tidak mampu menutupi seluruh biaya modal (*capital charge*) yang ada.

Berdasarkan kesimpulan dari hasil perhitungan dan analisis yang telah dilakukan, maka saran yang dapat diberikan antara lain:

1. Bagi perusahaan.
PT Garuda Indonesia Tbk harus memaksimalkan aset yang dimiliki untuk memperoleh laba sehingga NOPAT perusahaan dapat menutupi seluruh biaya modal (*capital charge*) perusahaan sehingga diperoleh nilai EVA yang positif. Selain itu perusahaan harus lebih mengevaluasi struktur modal secara efektif dan efisien.
2. Bagi para pemodal (investor atau kreditur).
Para pemodal (investor atau kreditur) terlebih dahulu harus menilai kinerja keuangan perusahaan untuk mengetahui tingkat pengembalian investasi sebelum menanamkan modal kepada suatu perusahaan. Salah dua metode yang dapat digunakan dalam melakukan penilaian kinerja keuangan perusahaan adalah metode EVA dan MVA.
3. Bagi penelitian selanjutnya.
Peneliti yang ingin melakukan penelitian tentang penilaian terhadap kinerja keuangan disarankan untuk menggunakan metode yang lain seperti *financial value added* (FVA). (Putri, 2017) menyatakan bahwa "Metode FVA ini mempertimbangkan kontribusi dari *fixed assets* dalam menghasilkan keuntungan bersih perusahaan".

Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan mampu memberi manfaat bagi perusahaan dalam mengelola kinerja keuangan. Hal ini dapat dilakukan dengan mengoptimalkan sumber daya yang dimiliki perusahaan.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki keterbatasan dari sisi time-series yang hanya tiga tahun. Tentu pengukuran

kinerja akan lebih objektif apabila dibuat dalam rentang lebih panjang. Selain itu, penelitian ini juga tidak menggunakan perusahaan sejenis sebagai pembanding.

DAFTAR PUSTAKA

- Adisetiawan, R., & Asmas, D. (2018). Hubungan EVA dan MVA sebagai Alat Pengukur Kinerja Perusahaan serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham. *Jurnal Ilmiah Universitas Batanghari Jambi*, 12(1), 12-18.
- Andika, W. L., & Witiastuti, R. S. (2017). *Analisis Economic Value Added dan Market Value Added sebagai alat pengukur kinerja perusahaan serta pengaruhnya terhadap harga saham*. Management Analysis Journal, 6(3), 246-253.
- blog.stie-mce.ac.id. EVA dan MVA [internet]. Diakses pada 19 April 2020, dari blog.stie-mce.ac.id/sriati/2012/12/24/eva-dan-mva/
- Brigham, Eugene dan Joel F. Houston. (2010). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga
- Candra, E. R. S., & Ekawati, E. (2015). *Analisis Kualitas AkruaI pada Biaya Modal Perusahaan*. Simposium Nasional Akuntansi XVII. Lampung, 24-27.
- Chancera, D. M., & SYAFRUDDIN, M. (2011). *Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Biaya Modal Ekuitas Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2008-2009* (Doctoral dissertation, Universitas Diponegoro).
- Diputra, J. A. (2016). *Pengaruh Faktor Internal dan Faktor Eksternal terhadap Weighted Average Cost Of Capital (Wacc)* (Doctoral dissertation, Fakultas Ekonomi dan Bisnis (UNISBA)).
- Djaja, Irwan. 2018. *All About Corporate Valuation*. Jakarta. PT Elex Media Komputindo
- e-akuntansi.com. Economic Value Added (EVA) [internet]. Diakses pada 19 April 2020, dari e-akuntansi.com/economic-value-added-eva/
- Fachrudin, K. A. (2011). *Analisis pengaruh struktur modal, ukuran perusahaan, dan agency cost terhadap kinerja perusahaan*. Jurnal akuntansi dan keuangan, 13(1), 37-46.
- Gulo, Wilmar Amonio dan Wita Juwita Ernawati. (2011). *Analisis Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA) sebagai Alat Pengukur Kinerja waKeuangan PT SA*. Bogor. Vol 2 No 2
- Halim, Abdul. (2007). *Manajemen Keuangan Bisnis*. Bogor. Ghalia Indonesia
- Harahap, Sofyan Syafri. (2008). *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan*. Raja Grafindo Persada, Jakarta

- Hermuningsih, S. (2013). *Pengaruh profitabilitas, growth opportunity, struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan publik di Indonesia*. Buletin ekonomi moneter dan perbankan, 16(2), 127-148.
- Hornngren, Charles T & Gary L. Sundem. (1993). *Introduction to Management Accounting, 9th Edition*. Prentice Hall, Inc. Englewood Cliffs, New Jersey
- Hornngren, Charles T. (1994). *Pengantar Akuntansi Manajemen*. Edisi ke 6, Buku 1, Jakarta: Penerbit Erlangga
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2002). *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2007). *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat
- Jatmiko. (2004). *Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Sebelum KSO dengan Sesudah KSO Menggunakan Metoda Economic Value Added (EVA) Pada PT Telkom DIVRE-IV Jawa Tengah dan DIY*. Semarang. Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro
- Juniarti, J., & Sentosa, A. A. (2010). *Pengaruh Good Corporate Governance, Voluntary Disclosure terhadap Biaya Hutang (Costs of Debt)*. Jurnal Akuntansi dan Keuangan, 11(2), pp-88.
- Karamoy, Herman dan Heinze Wokas. (2011). *Peranan Tingkat Disclosure terhadap Biaya Ekuitas pada Perusahaan Manufaktur Rokok Go Public*. Jurnal Riset Akuntansi dan Auditing Goodwill, Vol. 2, No. 2. Universitas Sam Ratulangi Manado.
- Kartini dan Gatot Hermawan. (2008). *Economic Value Added dan Market Value Added terhadap Return Saham*. Jurnal Keuangan dan Perbankan, vol.12, no.3. Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta
- Margaretha, F., & Ramadhan, A. R. (2010). *Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, 12(2), 119-130.
- Menteri Hukum dan Hak Asasi Manusia. (2008). Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 36 Tahun 2008 Tentang Pajak Penghasilan
- Menteri Negara Sekretaris Negara. (1995). Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal
- Mulyadi. (1993). *Akuntansi Manajemen : Konsep, Manfaat dan Rekayasa*. Edisi Kedua. Yogyakarta: STIE YKPN
- Napitupulu, Sahala Ian Putra. (2008). *Analisis Kinerja Keuangan dengan Menggunakan Metode Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA) Pada Tiga Emiten Terbaik 2006*. Skripsi. Medan : Universitas Sumatra Utara
- Nazir, M. (1988). *Metode Penelitian*, Jakarta: Ghalia Indonesia
- Peter dan Julianti, (2011), *Penilaian Kinerja Keuangan PT. Bank Centnral Asia, Tbk dengan menggunakan Metode Economic Balue Edded Periode Tahun 2005-2009 sebagai Alat Pengukuran Kinerja Perusahaan*, jurnal
- Pratt, Shannon P., dan Alina V Niculita. (2008). *Valuing A Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. Fifth Edition. United State of America
- Primadia, Frida. (2011). *Kinerja Keuangan Pada PT Bank Internasional Indonesia, Tbk Periode 2004-2009*. Skripsi S-1. Institut Pertanian Bogor
- PT Garuda Indonesia (Persero Tbk). (2019). Laporan Tahunan 2019. Jakarta
- _____. (2016). Laporan Tahunan 2016. Jakarta
- _____. (2017). Laporan Tahunan 2017. Jakarta
- _____. (2018). Laporan Tahunan 2018. Jakarta
- Putri, F., & Yuliandari, W. (2017). *Analisis Kinerja Keuangan Pada Pt. Garuda Indonesia (persero) Tbk. Setelah Initial Public Offering (ipo) Berdasarkan Metode Economic Value Added (eva) Dan Market Value Added (mva) Pada Tahun 2012-2015*. eProceedings of Management, 4(1)
- Rahayu, U. T., & Aisjah, S. (2013). *Pengaruh Economic Value Added dan Market Value Added terhadap Return Saham*. Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB, 2(1).
- Rahayu, N. M. P. S., & Dana, I. M. (2016). *Pengaruh EVA, MVA dan Likuiditas Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Food And Beverages*. E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana, 5(1).
- Riyanto, Bambang. (2011). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi keempat. Yogyakarta: BPFE
- Rohandi. (2009). *Conditional Relationship antara Beta dan Return Menggunakan Indeks BISNIS-27 di Pasar Modal Indonesia*. Skripsi Sarjana Jurusan Manajemen Kekhususan Keuangan pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Depok
- Ruky, Saiful M. (1997). *Lebih Dalam Tentang EVA dan Penciptaan Nilai Perusahaan*, Usahawan no. 09 Th XXVI
- Rustamadji, R. (2016). *Studi Komparatif Pengukuran Kinerja Perusahaan Terdiversifikasi dengan Metode EVA dan MVA*. Jurnal Akuntansi AKUNESA, 4(3).
- Saidi, S. (2010). *Analisis Kinerja dengan Metode Economic Value Added (Studi Kasus PT. Astra International Tbk)*. Riset Manajemen dan Akuntansi STIE Atma Bhakti, 1(2)
- Seftianne, S., & Handayani, R. (2011). *Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan publik sektor manufaktur*. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, 13(1), 39-56.

- Singgih, M. L. (2008). *Pengukuran kinerja perusahaan dengan metode economic value added*. ITS Surabaya.
- Sunardi, N. (2020). Penilaian Kinerja Keuangan menggunakan Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA) dengan Time Series Approach pada Industri Semen di Indonesia. *JIMF (Jurnal Ilmiah Manajemen Forkamma)*, 3(2).
- Stewart, G. Bennet., dan Joel M. Stern. (1991). *The Quest for Value: The EVA Management Guid*. New York: Horper Collins Publisher
- Sugionos, Arief. (2009). *Panduan Praktis Dasar Analisa Laporan Keuangan*. PT. Grasindo. Jakarta. Hlm 162
- Sugiyono. (2010). *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung : Alfabeta
- Sunariyah. (2003). *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta. (UPP) AMP YKPN
- Syamsudin, Lukman. (2007). *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Jakarta: Raja Grafindo Persada
- Tamba, A. (2012). *Analisis Kinerja Keuangan Dengan Menggunakan Pendekatan EVA (Economic Value Added) dan MVA (Market Value Added) Pada Bank BUMN Yang Go Publik (Studi Kasus Pada PT. Bank Mandiri (Persero) Tbk, PT. Bank BNI (Persero) Tbk dan PT. Bank BRI (Persero) Tbk*. Skripsi Universitas Hasanuddin Makasar.
- Utama, Siddharta. (1997). *EVA Pengukur Penciptaan Nilai Perusahaan*. Usahawan. Jakarta
- Warsono, (2001). *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Edisi Tiga. Jilid satu. Bayu Media Publishing. Malang.
- Warsono, M. M. (2003). *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jilid Satu. Edisi Tiga. Cetakan Pertama. Malang : Bayumedia Publishing
- Warsono. (2003). *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jilid 1. Bayu Media Publishing. Malang
- Weston, J. Fred dan Thomas E. Copeland. (1996). *Manajemen Keuangan*. Jilid 2. Erlangga. Jakarta
- Weston, J. Fred dan Thomas E. Copeland. (1997). *Manajemen Keuangan*. Jilid 1 dialih bahasakan oleh Jaka Wasana dan Kibrandoko, Binarupa Aksara. Jakarta
- Weston, J. Fred. dan Eugene F. Brigham. (1993). *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan. Jilid 1 dan 2. Alih Bahas: Alfonsus Sirait. Erlangga, Jakarta
- Wijyantini, B., & Sari, M. I. (2018). Mengukur Kinerja Keuangan dengan EVA dan MVA. *BENEFIT: Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 3(1), 68-73.
- Young, David S dan O Byrne, Stephen F. (2001). *EVA & Manajemen Berdasarkan Nilai: Panduan Praktis Untuk Implementasi*. Edisi 1. Jakarta: Salemba Empa