

# DAMPAK EMISI OBLIGASI TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN

Reni Oktavia<sup>6</sup>  
Meyka Voltalina<sup>7</sup>

## ABSTRACT

*Emission bonds is one way in which to obtain funding sources. Bonds for the company is one of the alternative funding relatively cheaper compared bank loans or bank loans. Investors in the bonds can not affect the company's activities. However, purchases of bonds has limited the company's financial condition must be in satisfactory condition to provide security for bondholders. Issuance of bonds by the company will affect net profit in the income statement, especially when the company made interest payments of bonds.*

*Bond interest will be recorded as interest expense is automatically lowered net profit in the period. Issuance of bonds by the company will affect net profit in the income statement, especially when the company made interest payments of bonds. Bond interest will be recorded as interest expense is automatically lowered net profit in the period. This study aims to provide empirical evidence whether there are differences in manufacturing the company's financial performance before and after the emission of bonds as measured by the method of Economic Value Added.*

*Hypothesis in this study is that there is a difference whether or not the company's financial performance before and after the emission of bonds. The hypothesis was tested with Wilcoxon Signed Rank Test through software SPSS.versi 15 with 95% confidence level. The sample used in this study is that manufacturing companies have to go public in Indonesia Stock Exchange on December 31, 2007 and to the emission of bonds between the years 1999-2006. EVA value of test results the company for a period of one year before and one year after the emission of bonds indicates that significant value can be concluded that there are differences in financial performance among manufacturing companies before and after the emission of bonds.*

*Keywords:* EVA, Emisi Obligasi, Kinerja Keuangan

## A. PENDAHULUAN

### LATAR BELAKANG

Peningkatan persaingan di dunia usaha melatarbelakangi perusahaan untuk memperluas sektor usahanya. Perusahaan dalam mempertahankan kelangsungan usahanya menggunakan berbagai alternatif untuk menghimpun dana jangka panjang. Salah satu cara yang ditempuh untuk memperoleh dana jangka panjang adalah dengan emisi obligasi (penerbitan saham).

Penerbitan obligasi oleh perusahaan akan mempengaruhi laba bersih pada laporan laba rugi, terutama pada saat perusahaan telah melakukan pembayaran bunga obligasi. Pembayaran bunga obligasi harus dilunasi dari pendapatan yang diperoleh dari laba perusahaan. Bunga obligasi akan dicatat sebagai beban bunga yang otomatis menurunkan nilai laba bersih pada periode berjalan. Emisi obligasi yang dilakukan perusahaan diharapkan nantinya dapat meningkatkan kinerja perusahaan, sehingga dapat meningkatkan pendapatan dalam bentuk laba yang

Pembayaran bunga dan pokok pinjaman tidak melihat apakah perusahaan menderita untung atau rugi. Penerbitan obligasi oleh perusahaan akan mempengaruhi laba bersih perusahaan terutama pada saat perusahaan melakukan pembayaran bunga obligasi. Bunga harus dibayar tanpa memperhatikan laba dan posisi laporan keuangan perusahaan. Perusahaan ketika hendak mencari tambahan dana dengan penerbitan obligasi, kondisi perusahaan harus dalam keadaan memuaskan dan mempunyai kemampuan dalam membayar bunga dan pokok pinjaman. Apabila perusahaan menderita rugi dan tidak mampu memperoleh uang kas yang memadai, hal ini tentu mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Dari uraian yang dikemukakan diatas, maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian atas perbedaan kinerja keuangan perusahaan setelah dilakukannya emisi obligasi dengan metode *Economic Value Added* (EVA) .

## **B. LANDASAN TEORI**

### **Definisi dan Karakteristik Obligasi**

Perusahaan selain menerbitkan saham untuk memperoleh dana jangka panjang dalam rangka ekspansi dan restrukturisasi modal dapat menerbitkan obligasi. Munandar (1996:4) mendefinisikan obligasi sebagai surat tanda pengakuan berhutang oleh perusahaan yang mengeluarkan surat tersebut kepada pemegang atau pemilik surat itu, dengan kesanggupan membayar kembali pada suatu saat tertentu (dalam jangka lebih dari satu tahun) dan kesanggupan membayar bunga dalam jumlah prosentase tertentu pada setiap waktu tertentu.

Karakteristik obligasi menurut Keown, dkk. (1998) dapat dilihat dari beberapa hal sebagai berikut:

1. Nilai Par (Nilai Nominal)  
Nilai par atau nilai nominal adalah jumlah yang tertera pada lembaran obligasi. Nilai par berbeda dengan nilai pasar obligasi.
2. Kupon Suku Bunga  
Kupon suku bunga (*coupon interest rate*) dari suatu obligasi menunjukkan berapa persentase dari nilai per obligasi yang akan dibayarkan per tahun sebagai bunga.
3. Periode Jatuh Tempo (*Maturity*)  
Periode jatuh tempo adalah lamanya waktu hingga penerbit obligasi membayarkan kembali nilai nominal kepada pemilik obligasi yang sekaligus mengakhiri keberadaannya.

#### 4. *Indenture*

*Indenture* adalah perjanjian legal antara perusahaan penerbit obligasi dengan dewan atau wali obligasi yang mewakili para pemilik atau pembeli obligasi tersebut.

### **Laporan Keuangan**

#### **Definisi Laporan Keuangan**

Analisis laporan keuangan sangat diperlukan dalam menilai kinerja suatu perusahaan. Laporan keuangan merupakan ringkasan dari suatu proses pencatatan, merupakan suatu ringkasan dari transaksi-transaksi keuangan yang terjadi selama satu tahun buku yang bersangkutan (Baridwan, 1992:17). Sedangkan pengertian laporan keuangan menurut IAI-Ikatan Akuntan Indonesia (2004:7) dalam Kerangka Dasar Penyusunan dan Penyajian Laporan Keuangan yaitu:

Laporan keuangan merupakan bagian dari proses pelaporan keuangan. Laporan keuangan yang lengkap biasanya meliputi neraca, laporan laba rugi, laporan perubahan posisi keuangan (yang dapat disajikan dalam berbagai cara misalnya sebagai laporan arus kas, atau laporan arus dana), catatan dan laporan lain serta materi penjelasan yang merupakan bagian yang integral dari laporan keuangan tersebut, misalnya informasi keuangan segmen industri dan geografis serta pengungkapan pengaruh perubahan harga.

### **KINERJA KEUANGAN**

Pengertian kinerja keuangan menurut Menteri Keuangan RI berdasarkan Keputusan No 740/KMK.00/1989 tanggal 28 Juni 1989 adalah prestasi yang dicapai oleh perusahaan dalam periode tertentu yang mencerminkan tingkat kesehatan dari perusahaan tersebut. Sedangkan pengukuran kinerja menurut Mardiasmo (2002) memiliki berbagai tujuan antara lain:

- a. Mengkomunikasikan strategi secara lebih baik (*top down and bottom up*).
- b. Untuk mengukur kinerja finansial dan non finansial secara berimbang sehingga dapat ditelusuri perkembangan pencapaian strategi.
- c. Untuk mengkomodasikan pemahaman kepentingan manajer level menengah dan bawah serta memotivasi untuk mencapai tujuan.
- d. Sebagai alat untuk mencapai kepuasan berdasarkan pendekatan individual dan kemampuan kolektif yang rasional.

### **EVA (*ECONOMIC VALUE ADDED*)**

EVA adalah pendapatan residu (keuntungan ekonomis) yang tersisa setelah mengurangi laba operasi dengan biaya modal. EVA merupakan satu satunya ukuran kinerja yang secara menyeluruh konsisten dengan aturan *Standart Capital Budgeting* dan dianggap lebih tepat untuk mengukur kinerja perusahaan (Steward, 1993:118).

Secara matematis, EVA dapat dinyatakan sebagai berikut (Stewart, 1993: 224):

$$EVA = \text{Operating Profits} - (c^* \times \text{Capital})$$

EVA	: <i>Economic Value Added</i>
<i>Operating profits</i>	: Laba operasi bersih setelah pajak
$c^*$	: Biaya modal yang dihitung dengan $WACC = (Kd^* \times W_D) + (Ke \times W_E)$
<i>Capital</i>	: Modal, terdiri dari ekuitas dan hutang

## BIAYA MODAL

Menurut Young & O'Byrne (2001) Biaya modal (*Cost of capital*) dinyatakan sebagai tingkat pengembalian yang diharapkan oleh penyedia dana jika modal itu diinvestasikan di tempat lainnya, dalam suatu proyek, aktiva atau perusahaan dengan tingkat sebanding. Dengan kata lain, biaya modal merupakan suatu biaya kesempatan (*opportunity cost*).

*Cost of capital* merupakan konsep yang sangat penting dalam kegiatan operasi perusahaan karena menyangkut tiga hal yaitu (Shim & Siegel 1996:268):

- Berkaitan dengan struktur penganggaran modal yang memerlukan perkiraan biaya modal untuk penganggaran yang tepat.
- Berkaitan dengan struktur keuangan perusahaan yang mempengaruhi tingkat risiko dan besarnya arus pendapatan, sehingga mempengaruhi pula penetapan biaya modal.
- Berkaitan dengan keputusan-keputusan lain yang memerlukan perkiraan biaya modal, misalnya *leasing*, pendanaan kembali obligasi kebijaksanaan modal kerja dan lain-lain.

## PENELITIAN TERDAHULU DAN HIPOTESIS

Penelitian Fitranti (2004) menguji lima rasio keuangan yaitu ROA, NPM, OPM, TATO, ROE pada perusahaan *food and beverages* yang melakukan emisi obligasi. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa kinerja perusahaan manufaktur antara sebelum emisi obligasi dan sesudah emisi obligasi berbeda secara signifikan.

Khamsah (2007) melakukan pengujian 12 rasio keuangan yaitu CAR, QR, CR, TDER, TDAR, TATO, ITO, GPM, NPM, OPM, ROA, ROE. Pada rasio profitabilitas yaitu NPM dan ROA berbeda signifikan antara sebelum dan sesudah emisi obligasi. Akan tetapi, pada 10 rasio keuangan lainnya tidak berbeda secara signifikan, sehingga secara keseluruhan disimpulkan bahwa kinerja keuangan perusahaan manufaktur antara sebelum dan sesudah emisi tidak berbeda secara signifikan.

EVA memperbaiki kekurangan dengan memperhitungkan biaya modal ekuitas. Biaya modal perusahaan dipengaruhi oleh kebijakan pembiayaan dan investasi.

Diperlukannya suatu alat ukur kinerja yang menunjukkan prestasi manajemen sebenarnya dengan tujuan untuk mendorong aktivitas atau strategi yang menambah nilai ekonomis (*value added activities*) dan menghapuskan aktivitas yang merusak nilai (*non-value added*)

*activities*). *Economic Value Added* (EVA) sangat relevan dalam hal ini karena EVA dapat mengukur kinerja (prestasi) manajemen berdasarkan besar kecilnya nilai tambah yang diciptakan selama periode tertentu, sehingga hipotesis dalam penelitian ini adalah:

Ha : Terdapat perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah emisi obligasi yang diukur dengan metode *Economic Value Added*

### **C. METODOLOGI PENELITIAN**

#### **SUMBER DATA**

Jenis dan sumber data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data sekunder yang berasal dari: Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) di Bursa Efek Indonesia yang menyediakan laporan keuangan perusahaan yang *go public*, Bapepam ([www.bapepamlk.go.id](http://www.bapepamlk.go.id)), [www.bei.co.id](http://www.bei.co.id).

#### **POPULASI DAN SAMPEL PENELITIAN**

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI hingga tahun 2007. Selanjutnya penentuan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling* atau pemilihan sampel bertujuan, merupakan teknik pengambilan sampel secara acak (*non probability*) yang informasinya diperoleh dengan menggunakan pertimbangan tertentu sesuai dengan tujuan penelitian.

Kriteria yang diterapkan terhadap pengambilan sampel adalah sebagai berikut:

1. Sampel adalah perusahaan manufaktur yang telah *go public* di Bursa Efek Indonesia hingga tahun 2007. Penentuan perusahaan manufaktur disesuaikan dengan pengklasifikasian industri yang ditetapkan oleh Bursa Efek Indonesia.
2. Perusahaan melakukan emisi obligasi pertama antara tahun 1999 sampai dengan tahun 2006. Alasan dipilih periode ini karena ketidaktersediaan data laporan keuangan.
3. Tersedia laporan keuangan auditan untuk periode pengamatan yaitu tahun 1999 sampai dengan tahun 2007.

Dari jumlah populasi sebanyak 95 perusahaan yang melakukan emisi obligasi pertama periode 1999-2006, dengan menggunakan teknik *purposive judgment sampling* maka diperoleh sampel sebanyak 20 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel penelitian. Proses pemilihan sampel dan sampel penelitian disajikan pada tabel 1 dan 2.

**Tabel 1. Proses Pemilihan Sampel**

No	Keterangan		Jumlah Sampel
1	Perusahaan yang melakukan emisi obligasi pertama antara tahun 1999 s/d 2006		95
2	Perusahaan yang tidak memenuhi kriteria: Perusahaan bukan bidang manufaktur :		
	<i>Agriculture, forestry, fishing</i>	4	
	<i>Construction and real estate</i>	3	
	<i>Mining and mining service</i>	1	
	<i>Transportation service</i>	4	
	<i>Comunication</i>	10	
	<i>Whole Sale, investment and Retail Trade</i>	8	
	<i>Credits agencies other than bank, securities and insurance</i>	18	
	<i>Hotel and travel service</i>	1	
	<i>Banking</i>	20	
	Jumlah perusahaan bukan manufaktur		(69)
	Delisting/belum tercatat di Bursa Efek Indonesia		(5)
	Laporan keuangan tidak lengkap		(1)
	Total perusahaan yang tidak memenuhi kriteria		(75)
	<b>Jumlah sampel penelitian</b>		<b>20</b>

**VARIABEL PENELITIAN DAN PENJELASAN VARIABEL**

Variabel kinerja keuangan sebelum dan sesudah emisi obligasi diukur dengan metode *Economic Value Added*.

**EVA = NOPAT (laba bersih setelah pajak) – Biaya Modal**

Menghitung Biaya Ekuitas (Ke)

Biaya ekuitas adalah biaya yang terjadi karena perusahaan menggunakan dana ekuitas atau dana yang berasal dari pemegang saham. Biaya ekuitas merupakan pengembalian yang diharapkan oleh investor atau investasi yang mereka tanamkan dalam perusahaan. Dalam penelitian ini biaya ekuitas dihitung dengan model CAPM. Biaya ekuitas dihitung dengan (Jogianto, 2003):

**Ke = krf + beta ( km-krf)**

Dimana:

Ke = biaya ekuitas

Krf = return aktiva bebas resiko

β = beta sekuritas

Km = return pasar

### Menentukan Struktur Modal di Neraca

Proporsi hutang terhadap total hutang dan ekuitas dinotasikan dengan  $W_D$ .

$$W_D = (\text{total hutang} / \text{jumlah hutang dan ekuitas}) \times 100\%$$

Proporsi ekuitas terhadap total hutang dan ekuitas dinotasikan  $W_E$ .

$$W_E = (\text{total ekuitas} / \text{jumlah utang dan ekuitas}) \times 100\%$$

### Menghitung Biaya Modal (WACC)

Biaya modal dihitung dengan pendekatan rata-rata tertimbang WACC (Weighted Average Cost of Capital). Penggunaan rata-rata tertimbang ini dikarenakan masing-masing sumber dana yang digunakan memiliki biaya yang berbeda-beda. Besarnya WACC dihitung dengan formula (Aji:2003):

$$WACC = (K_d \times W_D) + (K_e \times W_E)$$

Pengujian hipotesis dilakukan dengan membandingkan EVA sebelum emisi obligasi dan sesudah emisi obligasi. Dalam menentukan alat analisis yang akan digunakan dalam pengujian hipotesis penelitian ini, maka dilakukan uji normalitas data terhadap EVA sebelum dan sesudah emisi obligasi. Pengujian normalitas data EVA menggunakan uji *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test*. Apabila EVA berdistribusi normal maka pengujian hipotesis dilakukan dengan uji parametrik menggunakan *Paired Sampled t Test* dengan tingkat keyakinan 95% dan tingkat kesalahan analisis ( $\alpha$ ) 5%, sedangkan jika EVA tidak berdistribusi normal maka pengujian hipotesis dilakukan dengan uji non parametrik menggunakan *Wilcoxon Signed Rank Test*.

Dasar pengambilan keputusan pengujian hipotesis dengan uji beda rata-rata untuk dua sampel berpasangan adalah:

- Jika probabilitas  $\leq 0,05/2$  maka  $H_a$  diterima.
- Jika probabilitas  $> 0,05/2$  maka  $H_a$  ditolak.

## D. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### ANALISIS DATA

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Laporan keuangan yang digunakan adalah laporan keuangan auditan selama tahun 1998 sampai tahun 2007 yang diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan dalam teknik penentuan sampel diperoleh 20 sampel dari perusahaan manufaktur yang masih tercatat di Bursa Efek Indonesia hingga 31 Desember 2007. Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan *Software Statistical Package for the Social Science (SPSS) 15.0*.

### Uji Asumsi Klasik

Pengujian normalitas data dilakukan dengan menggunakan statistik *Kolmogorov –Smirnov*. Dimana nilai *Asymp.Sig. (2-tailed)* dibandingkan dengan tingkat alpha ( $\alpha$ ) 5%. Dasar pengambilan keputusan *One Sample Kolmogorof-Smirnov Test* adalah Jika nilai *Sig. > 0,05* maka data berdistribusi normal. Jika nilai *Sig. < 0,05* maka data tidak berdistribusi normal. Berikut ini adalah hasil perhitungan statistiknya:

Tabel 2. Hasil Penghitungan Kolmogorov Smirnov

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		EVA Sebelum Emisi	EVA Sesudah Emisi
N		20	20
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	-3443313828	165707687.2
	Std. Deviation	12343409865	2072947437
Most Extreme Differences	Absolute	.465	.409
	Positive	.327	.228
	Negative	-.465	-.409
Kolmogorov-Smirnov Z		2.080	1.830
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000	.002

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.

Berdasarkan tabel di atas, diketahui bahwa nilai signifikan yang dihasilkan lebih kecil dari 0,05 menunjukkan variabel EVA sebelum dan sesudah emisi tidak normal. Dengan demikian, hasil pengujian normalitas menggunakan *One Sample Kolmogorof-Smirnov Test*, grafik normal plot dan grafik histogram menunjukkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini tidak memenuhi asumsi normalitas.

**Economic Value Added**

*Cost of debt* adalah tarif yang dibayar perusahaan untuk memperoleh tambahan hutang baru jangka panjang di pasar sekarang. Dalam penelitian ini biaya hutang diproxy dengan suku bunga investasi yang diperoleh dari publikasi Bank Indonesia. Biaya hutang dihitung dengan rumus (Aji: 2003):  $Kd^* = (1-t) Kd$

Tabel 3. Biaya Hutang

Emiten	Sebelum Emisi	Setelah Emisi
INKP	25.27%	23.05%
ULTJ	25.27%	23.05%
HMSP	23.05%	12.63%
INDF	23.05%	12.63%
SUBA	23.05%	12.63%
BUDI	23.05%	12.63%
SMSM	23.05%	12.63%
RICY	23.05%	12.63%
DNKS	23.05%	12.63%
MTDL	23.05%	12.63%
SMGR	12.63%	12.81%
MYOR	12.81%	9.74%
CPIN	12.81%	9.74%
SMRA	12.81%	9.74%
GRIV	12.81%	9.74%
ASGR	12.81%	9.74%
NIC	12.81%	9.74%
BRAM	11.03%	11.36%
BRNA	11.03%	11.36%
KLBF	11.36%	9.18%

Sumber: Lampiran 1



### Biaya Ekuitas

Perhitungan biaya ekuitas dengan cara pendekatan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Model ini tidak menggunakan estimasi arus pembayaran dividen yang akan datang untuk menghitung biaya modal sendiri, melainkan mencoba langsung mengestimasi tingkat hasil yang dikehendaki itu sendiri.

Biaya ekuitas dihitung dengan (Jogianto, 2003):

$$K_e = k_{rf} + \beta (k_m - k_{rf})$$

Dimana:

$K_e$  = biaya ekuitas

$K_{rf}$  = return aktiva bebas resiko

$\beta$  = beta sekuritas

$k_m$  = return pasar

Return atas aktiva diproxy dengan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) yang diperoleh dari publikasi BI. Beta merupakan pengukur risiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap resiko pasar. Beta yang digunakan adalah beta yang telah dikoreksi yang didapat dari Pusat Pengembangan Akuntansi UGM, sedangkan return pasar diproksi dengan return IHSG dengan rumus:

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

Keterangan:

$IHSG_t$  : Indeks Harga Saham Gabungan pada tahun t

$IHSG_{t-1}$  : Indeks Harga Saham Gabungan pada tahun t-1

Hasil penghitungan biaya ekuitas disajikan pada tabel 5 dibawah ini.

Tabel 5. Biaya Ekuitas

Emiten	Sebelum Emisi	Setelah Emisi
INKP	-53.37%	-117.34%
ULTJ	-55.12%	-115.18%
HMSP	168.01%	-12.33%
INDF	169.23%	-12.36%
SUBA	200.15%	-4.20%
BUDI	169.11%	-15.58%
SMSM	174.64%	-9.57%
RICY	162.37%	-15.68%
DNKS	168.13%	-13.54%
MTDL	169.35%	-11.85%
SMGR	-130.22%	0.11%
MYOR	-0.04%	5.67%
CPIN	4.84%	30.30%
SMRA	0.75%	7.13%
GRIV	0.77%	-24.28%
ASGR	1.07%	9.76%
UNIC	1.65%	20.43%
BRAM	59.17%	12.95%
BRNA	74.49%	12.87%
KLBF	12.66%	10.89%

### Struktur Modal di Neraca

Proporsi hutang terhadap total hutang dan ekuitas dinotasikan dengan  $W_D$ .

$$W_D = (\text{total hutang} / \text{jumlah hutang dan ekuitas}) \times 100\%$$

Proporsi ekuitas terhadap total hutang dan ekuitas dinotasikan  $W_E$ .

$$W_E = (\text{total ekuitas} / \text{jumlah utang dan ekuitas}) \times 100\%$$

Hasil penghitungan proporsi hutang terhadap total hutang dan ekuitas ( $W_D$ ) dan proporsi ekuitas terhadap total utang dan ekuitas ( $W_E$ ) sebelum dan setelah emisi obligasi:

Tabel 6.  $W_D$  dan  $W_E$  sebelum dan sesudah emisi obligasi

Emiten	Wd sebelum	Wd Setelah	We Sebelum	We Setelah
INKP	50.52%	58.65%	49.48%	41.35%
ULTJ	41.36%	32.61%	58.64%	67.39%
HMSP	52.30%	56.06%	47.70%	43.94%
INDF	77.38%	72.56%	22.62%	27.44%
SUBA	87.03%	29.05%	12.97%	70.95%
BUDI	70.26%	86.72%	29.74%	13.28%
SMSM	26.31%	41.61%	73.69%	58.39%
RICY	65.35%	95.05%	34.65%	4.95%
DNKS	70.71%	64.56%	29.29%	35.44%
MTDL	65.01%	49.32%	34.99%	50.68%
SMGR	60.26%	52.85%	39.74%	47.15%
MYOR	43.80%	32.12%	56.20%	67.88%
CPIN	55.04%	77.78%	44.96%	22.22%
SMRA	54.09%	56.19%	45.91%	43.81%
GRIV	56.89%	62.49%	43.11%	37.51%
ASGR	58.72%	42.02%	41.28%	57.98%
UNIC	57.61%	62.09%	42.39%	37.91%
BRAM	58.81%	51.91%	41.19%	48.09%
BRNA	48.14%	64.85%	51.86%	35.15%
KLBF	49.48%	34.08%	50.52%	65.92%

Sumber: lampiran 3

### Biaya Modal

Biaya modal dihitung dengan pendekatan rata-rata tertimbang WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Penggunaan rata-rata tertimbang ini dikarenakan masing-masing sumber dana yang digunakan memiliki biaya yang berbeda-beda. Besarnya WACC dihitung dengan formula (Aji : 2003):

$$WACC = (K_d \times W_D) + (K_e \times W_E)$$

Hasil penghitungan WACC sebelum dan setelah emisi obligasi disajikan sebagai berikut:

Tabel 7. WACC (*Weighted Average Cost of Capital*)

Emiten	WACC sebelum	WACC setelah
INKP	-13.64%	-35.00%
ULTJ	-21.87%	-70.10%
HMSP	92.20%	1.66%
INDF	56.12%	5.77%
SUBA	46.02%	0.69%
BUDI	66.49%	8.88%
SMSM	134.75%	-0.33%
RICY	71.32%	11.23%
DNKS	65.54%	3.36%
MTDL	74.24%	0.22%
SMGR	-44.13%	6.82%
MYOR	5.59%	6.98%
CPIN	9.23%	14.31%
SMRA	7.27%	8.59%
GRIV	7.62%	-3.02%
ASGR	7.96%	9.75%
UNIC	8.08%	13.79%
BRAM	30.86%	12.13%
BRNA	43.93%	11.89%
KLBF	12.02%	10.31%

Sumber: lampiran 4

### Penghitungan EVA

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

NOPAT = laba usaha (*operating income*) + penghasilan bunga (*interest income*) + beban/penghasilan pajak penghasilan (*income taxes*) + beban bunga (*tax shield on interest expense*) + bagian atas laba/rugi bersih perusahaan asosiasi (*equity gain/loss in associated companies*) + laba/rugi kurs (*forex gain/loss*).

Modal yang diinvestasikan adalah jumlah seluruh keuangan perusahaan, terlepas dari kewajiban jangka pendek, pasiva yang tidak menanggung bunga ditambah hutang dan kewajiban jangka panjang.

Modal yang diinvestasikan: Ekuitas + Kewajiban Jangka panjang + Total utang jangka pendek yang menanggung bunga + Hak Minoritas + Pinjaman Jangka Pendek

Hasil penghitungan EVA sebelum dan sesudah emisi obligasi disajikan sebagai berikut:

Tabel 8. Nilai EVA Sebelum dan Sesudah Emisi Obligasi  
(dalam ribuan rupiah)

Emiten	EVA Sebelum Emisi	EVA Sesudah Emisi	Perbedaan	Keterangan
INKP	948,214,098	1,471,998,280	523,784,182	bertambah
ULTJ	93,648,235	542,672,454	449,024,219	bertambah
HMSP	-14,901,086,364	3,209,675,969	18,110,762,333	bertambah
INDF	-1,422,631,442	383,689,743	1,806,321,185	bertambah
SUBA	-17,806,025	-9,585,596	8,220,429	bertambah
BUDI	-404,977,048	-22,108,412	382,868,636	bertambah
SMSM	-293,839,252	112,997,994	406,837,245	bertambah
RICY	-150,663,465	-7,666,139,961	-7,515,476,496	berkurang
DNKS	-101,114,640	134,374,379	235,489,019	bertambah
MTDL	-194,231,743	50,475,342	244,707,086	bertambah
SMGR	2,089,973,144	143,875,761	-1,946,097,382	berkurang
MYOR	-53,866,133,022	64,877,346	53,931,010,368	bertambah
CPIN	77,383,830	2,619,910,916	2,542,527,086	bertambah
SMRA	86,620,299	50,440,512	-36,179,787	berkurang
GRIV	-724,759,001	103,929,039	828,688,041	bertambah
ASGR	33,710,335	-20,389,023	-54,099,358	berkurang
UNIC	16,448,140	4,697,995	-11,750,146	berkurang
BRAM	-330,495,813	-47,015,011	283,480,802	bertambah
BRNA	-90,101,081	322,809,673	412,910,754	bertambah
KLBF	287,384,824	1,863,084,735	1,575,699,911	bertambah

Sumber: lampiran 7

Jika perbedaan nilai EVA atau  $\Delta$  (delta) EVA memenuhi nilai berikut:

1. Nilai EVA > 0 artinya manajemen perusahaan telah berhasil menciptakan nilai tambah untuk perusahaan.
2. Nilai EVA = 0 artinya titik impas perusahaan.
3. Nilai EVA < 0 berarti tidak terjadi proses nilai tambah pada perusahaan yang artinya laba yang dihasilkan tidak bisa memenuhi harapan para kreditur dan penyandang dana.

Perusahaan yang memiliki EVA positif terbesar sebelum emisi obligasi adalah Indah Kiat Pulp sedangkan EVA negatif terbesar adalah Mayora Indah. Perusahaan yang memiliki EVA positif terbesar setelah emisi obligasi adalah Charoen Phokphand, sedangkan perusahaan yang memiliki EVA negatif terbesar setelah emisi obligasi adalah Ricy Globalindo. Perusahaan Semen Gresik, Sumarecoen Agung, Astra Graphia, Unggul Indah Cahaya serta Ricy Globalindo mengalami penurunan kinerja setelah melakukan emisi obligasi. Akan tetapi, pada 15 perusahaan lainnya setelah melakukan emisi obligasi mengalami kenaikan kinerja yang cukup besar.

## PENGUJIAN HIPOTESIS

Pengujian hipotesis dilakukan dengan EVA sebelum emisi obligasi dengan EVA setelah emisi obligasi. Hasil uji normalitas EVA sebelum dan setelah emisi obligasi data tidak berdistribusi normal, maka pengujian hipotesis dilakukan dengan uji non parametrik yaitu menggunakan *Wilcoxon Signed Rank Test* dengan hasil pada tabel berikut ini:

**Tabel 9. Pengujian Statistik**

	EVA Sesudah Emisi - EVA Sebelum Emisi
Z	-2.315(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	.021

a Based on negative ranks.

b Wilcoxon Signed Ranks Test

Hasil pengujian dengan Wilcoxon Signed Ranks Test menunjukkan nilai sig.0,021 < taraf nyata ( $\alpha = 0,05/2$ ) maka dapat disimpulkan dapat menerima  $H_a$ .

Hasil pengujian membuktikan bahwa terjadi perbedaan kinerja keuangan sebelum dan setelah emisi obligasi.

$H_a$  : Terdapat perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah emisi obligasi yang diukur dengan metode *Economic Value Added*.

Hal ini diketahui dengan melihat nilai probabilitas 0.021 dibawah 0.025 (0.05/2) sehingga  $H_a$  diterima. Kinerja keuangan setelah emisi obligasi mengalami peningkatan. Hal ini sesuai harapan bagi perusahaan penerbit obligasi yang menginginkan peningkatan kinerja perusahaan ketika melakukan emisi obligasi. Pembayaran bunga obligasi yang dilakukan oleh penerbit obligasi tidak menyebabkan terjadi penurunan kinerja keuangan pada perusahaan manufaktur.

Pengukuran berdasarkan rasio keuangan ini sangatlah bergantung pada metode atau perlakuan akuntansi yang digunakan dalam menyusun laporan keuangan perusahaan, sehingga seringkali kinerja perusahaan terlihat baik dan meningkat, yang mana sebenarnya kinerja tidak mengalami peningkatan dan bahkan menurun. Jumlah pendapatan seringkali mempengaruhi metode akuntansi yang diterapkan (Kieso dan Weygant, 1998:147). Perbedaan metode penilaian persediaan dan penyusutan aktiva tetap antar periode akan menghasilkan hasil laba yang berbeda pula.

Penelitian ini menunjukkan hasil yang konsisten dengan penelitian Fitranti (2004) yang menguji lima rasio keuangan yaitu ROA, NPM, OPM, TATO, ROE pada perusahaan *food and beverages* yang melakukan emisi obligasi. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa kinerja perusahaan manufaktur antara sebelum emisi obligasi dan sesudah emisi obligasi berbeda secara signifikan akan tetapi pada penelitian tersebut terjadi penurunan kinerja keuangan. Hal ini disebabkan terlalu kecilnya sampel perusahaan yaitu empat perusahaan *food and beverage* sehingga kurang mewakili populasi yang ada.

Akan tetapi, hasil penelitian ini menunjukkan hasil yang tidak konsisten dengan penelitian Khamsah (2007) yang melakukan pengujian 12 rasio keuangan pada 10 perusahaan manufaktur yaitu CAR, QR, CR, TDER, TDAR, TATO, ITO, GPM, NPM, OPM, ROA, ROE pada 10 perusahaan manufaktur menyatakan bahwa kinerja keuangan perusahaan manufaktur antara sebelum dan sesudah emisi tidak berbeda secara signifikan. Hal ini disebabkan perbedaan penggunaan alat analisis kinerja yaitu dalam penelitian dengan menggunakan metode EVA sedangkan pada penelitian Khamsah (2007) menggunakan alat analisis rasio keuangan dan juga pada periode pengamatan yang mengikutkan sampel perusahaan yang emisi tahun 1997 sehingga terpengaruh pada krisis ekonomi.

## **E. SIMPULAN DAN SARAN**

### **SIMPULAN**

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan *Wilcoxon Signed Rank Test* dengan membandingkan EVA sebelum emisi obligasi dengan EVA setelah emisi obligasi. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai probabilitas sebesar 0.021, maka  $H_a$  diterima.

Berdasarkan analisis dan pembahasan yang telah dilakukan mengenai perbandingan kinerja keuangan sebelum dan sesudah emisi obligasi maka simpulan yang dapat diambil yaitu: pengujian hipotesis menunjukkan perbedaan kinerja keuangan setelah emisi obligasi, terdapat kenaikan kinerja setelah perusahaan melakukan emisi obligasi yang diukur dengan menggunakan *Economic Value Added*.

### **Implikasi Penelitian**

#### **1. Implikasi Metodologi dan Praktik**

Implikasi metodologi ini berhubungan dengan uraian tentang metode yang dipakai dalam penelitian ini dalam mendukung hasil penelitian, sehingga bisa digunakan untuk metodologi peneliti lainnya. Penelitian ini telah menghasilkan suatu model pengukuran kinerja perusahaan yang melakukan emisi obligasi dengan metode EVA yang pada penelitian sebelumnya memakai rasio keuangan. Pengujian hipotesis dengan menggunakan *Wilcoxon Signed Rank Test*. Implikasi praktik dalam penelitian ini berlaku bagi manajer yang ingin mengukur, memonitor dan mengevaluasi target kinerja yang ingin dicapai sebelum melakukan emisi obligasi dan setelah melakukan emisi obligasi agar dapat menciptakan nilai tambah yang maksimal bagi perusahaan.

#### **2. Implikasi Kebijakan**

Implikasi ini berhubungan dengan kontribusinya bagi para investor yang ingin menginvestasikan dananya, dan juga perusahaan yang ingin melakukan emisi obligasi dalam membuat suatu kebijakan untuk mencari dana jangka panjang. Berdasarkan hasil penelitian ini, mereka dapat memperoleh gambaran mengenai informasi kinerja perusahaan setelah melakukan emisi obligasi, sehingga mereka dapat mengambil suatu kebijakan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Aji, Sapto Bayu. 2003. "Rasionalitas Investor di Bursa Efek Didasarkan Pada Pengaruh Economic Value Added (EVA) Terhadap Return Saham". *Wahana Journal*, 6 no 2, Agustus 2003.
- Baridwan, Zaki. 1997. *Intermediate Accounting*. Edisi Tujuh. BPFE. Yogyakarta.
- Fitranti, Yulita Swastika. 2004. "Analisis Kinerja Perusahaan (Food and Beverage) Sebelum dan Sesudah Emisi Obligasi". *Skripsi*. Universitas Lampung.
- Ikatan Akuntansi Indonesia. 2004. *Standar Akuntansi Indonesia*. Salemba Empat. Jakarta.
- Jogianto, H.M. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Tiga. BPFE. Yogyakarta.
- Keown, Arthur., John Martin, David Petty, Scott William. 1998. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Alih Bahasa Haris Munandar. PT Raja Grafindo. Jakarta.
- Khamsah, Siti. 2007. "Analisis Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Emisi Obligasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEJ". *Skripsi*. Unila. Lampung.
- Kieso, Donald E. dan Jerry J. Weygant (1998), *Intermediate Accounting*, Ninth Edition, Toronto, Canada: John Wiley & Sons Inc.
- Mardiasmo, 2002. *Akuntansi Sektor Publik*. Penerbit Andi. Yogyakarta.
- Munandar, M. 1996. *Pokok-Pokok Intermediate Accounting*. Gajah mada University Press. Yogyakarta.
- Shim, Jae K dan J.G.Siegel. 1996. *Financial Management, Second edition*. Mc Graw Hill. United State of America.
- Stewart, G. Bennet (1993), *The Economic Value Added: The Quest for Value, A Guide for Senior Managers*: Harper Collins. USA
- Young, S David dan Stephen O'Byrne. 2001. *EVA dan Manajemen Berdasarkan Nilai*. Salemba Empat. Jakarta.
- [www.bei.co.id](http://www.bei.co.id)
- [www.google.com](http://www.google.com)
- [www.ksei.co.id](http://www.ksei.co.id)
- [www.bapepamlk.go.id](http://www.bapepamlk.go.id)

