

**PENGARUH *ECONOMIC VALUE ADDED*,
RESIDUAL INCOME, *EARNINGS* DAN ARUS KAS
OPERASI TERHADAP RETURN YANG DITERIMA
OLEH PEMEGANG SAHAM
(Studi pada perusahaan manufaktur yang
terdaftar di Bursa Efek Jakarta)**

Pradhono

Akuntan Publik

Dosen Luar Biasa Fakultas Ekonomi – Universitas Kristen Petra

Yulius Jogi Christiawan

Staf Pengajar Fakultas Ekonomi – Universitas Kristen Petra

E-mail: yulius@peter.petra.ac.id

Abstrak: Penelitian ini memiliki tujuan: (1) menganalisis pengaruh *economic value added*, *residual income*, *earnings* dan arus kas operasi, terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan (2) mengetahui tolok ukur mana yang mempunyai pengaruh yang paling signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Penelitian ini menggunakan regresi linier untuk melihat besar kontribusi masing-masing variabel bebas dalam mempengaruhi *return* pemegang saham. Adapun hipotesis penelitian ini adalah *economic value added*, *residual income*, *earnings* dan arus kas operasi mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Berdasarkan hasil uji t disimpulkan bahwa variabel arus kas operasi berpengaruh paling signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Selanjutnya variabel berikutnya yang juga berpengaruh signifikan adalah *earnings*.

Kata kunci: *economic value added*, *residual income*, *earning*, arus kas operasi, *return*.

Abstract: *This study analyzed the influence of economic value added, residual income, and two mandated performance measures, earnings and cash flow from operations to the shareholders' return of the public companies listed on Jakarta Stock Exchange. This study was also intended to know which performance measures have the most significant effect to the stockholders' returns. This study used linier regression to see the contribution form each independent variables influenced stockholders' return. The hypotheses was economic value added, residual income, earning and cash flow operation have significant influence to the stockholders' return. The most significant effect was from cash flow operation regression. The next variable which has significant effect also was earning.*

Keywords: *economic value added, residual income, earning, cash flow operation, return.*

Dalam lingkungan bisnis yang kompetitif, perusahaan tidak hanya diharapkan sebagai *wealth-creating institution*, namun jauh lebih dari itu diharapkan dapat melipatgandakan kekayaannya. Pelipatgandaan kekayaan memerlukan langkah-langkah besar dan cemerlang. Ukuran kinerja keuangan yang mendasarkan pada laba akuntansi (*accounting profit*), seperti *earnings per share*, *price earning ratio* dan *return on equity*, dianggap tidak lagi memadai untuk mengevaluasi efektivitas dan efisiensi perusahaan. Pada saat ini, banyak perusahaan menggunakan ukuran kinerja yang lebih menekankan *value (Value based management/VBM)*.

Konsep VBM mendorong manajemen lebih termotivasi dan fokus pada penciptaan arus kas di masa mendatang bagi pemegang saham. VBM yang diterapkan secara kontinyu, pada kondisi pasar yang efisien akan merefleksikan kinerja dan prospek bagus pada harga saham. VBM memiliki dua elemen kunci. Pertama, penciptaan nilai bagi pemegang saham (*shareholder value*) sebagai tujuan utama perusahaan. Kedua, sebagai ukuran kinerja internal perusahaan yang mampu memotivasi manajemen mengejar tujuan maksimalisasi tujuan di atas.

Economic Value Added (EVA) yang dipopulerkan dan dipatenkan oleh Stewart & Company, sebuah konsultan manajemen terkemuka adalah salah satu varian *value based management* (Stewart 1991). EVA menghitung *economic profit* dan bukan *accounting profit*. Pada dasarnya, EVA mengukur nilai tambah dalam suatu periode tertentu. Nilai tambah ini tercipta apabila perusahaan memperoleh keuntungan (*profit*) di atas *cost of capital* perusahaan. Secara matematis, EVA dihitung dari laba setelah pajak dikurangi dengan *cost of capital* tahunan. Jika EVA positif, menunjukkan perusahaan telah menciptakan kekayaan.

Sebelum munculnya konsep EVA, tolok ukur lain yang banyak digunakan oleh para analis untuk mengukur kinerja suatu perusahaan, antara lain adalah arus kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi (*operating cash flows*), *earnings before extraordinary income*, *residual income* dan lain sebagainya. EVA didasarkan pada konsep *residual income*, dengan menambahkan adanya penyesuaian akuntansi (*accounting adjustment*). Menurut Stewart & Company, *earnings* dan *earnings per share* adalah pengukuran yang keliru untuk kinerja perusahaan. Pengukuran kinerja yang terbaik adalah *economic value added* (Stewart 1991).

Ada tiga hal utama yang membedakan EVA dengan tolok ukur keuangan yang lain (McDaniel, Gadkari dan Fiksel 2000) yaitu: (1) EVA tidak dibatasi oleh prinsip akuntansi yang berlaku umum. Pengguna EVA bisa menyesuaikan dengan kondisi spesifik, (2) EVA dapat mendukung setiap keputusan dalam sebuah perusahaan, mulai dari investasi modal, kompensasi karyawan dan kinerja unit bisnis, (3) Struktur EVA yang relatif sederhana membuatnya bisa digunakan oleh bagian *engineering*, *environmental* dan personil lain sebagai alat yang umum untuk mengkomunikasikan aspek yang berbeda dari kinerja keuangan.

Apabila perusahaan mempunyai tujuan untuk melipatgandakan kekayaan pemegang saham, maka ukuran yang digunakan untuk menilai kinerja

perusahaan, seharusnya mempunyai hubungan langsung dengan *return* yang diterima oleh pemegang saham. Sebagai tolok ukur kinerja yang baik, EVA seharusnya mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kekayaan pemegang saham suatu perusahaan, sebagaimana tolok ukur kinerja yang lain.

Berdasarkan latar belakang diatas, maka yang menjadi permasalahan dalam penelitian ini adalah: (1) Apakah EVA mempunyai pengaruh terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham? (2) Apakah *residual income* mempunyai pengaruh terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham? (3) Apakah *earnings* mempunyai pengaruh terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham? (4) Apakah arus kas operasi mempunyai pengaruh terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham? (5) Apakah EVA mempunyai pengaruh yang paling signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham?

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh EVA, *residual income*, *earnings* dan arus kas operasi, masing-masing terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Selain itu juga untuk mengetahui tolok ukur mana yang mempunyai pengaruh yang paling signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Selanjutnya Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi manajer perusahaan sebagai informasi penggunaan tolok ukur untuk mengukur kinerja perusahaan ataupun unit bisnis. Sedangkan bagi investor pasar modal, penelitian ini bermanfaat untuk memberikan alternatif bahan pertimbangan dalam mengambil keputusan berinvestasi.

PENGUKURAN KINERJA PERUSAHAAN DAN UNIT BISNIS

Pada dasarnya, pengukuran kinerja perusahaan bisa dikelompokkan dalam tiga kategori (Helfert 2000), yaitu: (1) *Earnings Measures*, yang mendasarkan kinerja pada *accounting profit*. Termasuk dalam kategori ini adalah *earnings per share* (EPS), *return on investment* (ROI), *return on net assets* (RONA), *return on capital employed* (ROCE) dan *return on equity* (ROE) (2) *Cash Flow Measures*, yang mendasarkan kinerja pada arus kas operasi (*operating cash flow*). Termasuk dalam kategori ini adalah *free cash flow*, *cash flow return on gross investment* (ROGI), *cash flow return on investment* (CFROI), *total shareholder return* (TSR) dan *total business return* (TBR) (3) *Value Measures*, yang mendasarkan kinerja pada nilai (*value based management*). Termasuk dalam kategori ini adalah *economic value added* (EVA), *market value added* (MVA), *cash value added* (CVA) dan *shareholder value* (SHV).

ARUS KAS OPERASI DAN EARNINGS

Dalam manajemen keuangan terdapat banyak metode yang bisa digunakan untuk mengevaluasi dan menilai investasi. Pada dasarnya, metode penilaian investasi bisa didasarkan atas dua hal yaitu laba akuntansi atau arus kas. Menurut Damodaran, untuk mengukur *return* dari sebuah investasi, dapat digunakan *accounting earnings* dan arus kas (Damodaran 1999).

Informasi arus kas berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas. Informasi tersebut juga meningkatkan daya banding pelaporan kinerja operasi berbagai perusahaan karena dapat meniadakan

pengaruh penggunaan perlakuan akuntansi yang berbeda terhadap transaksi dan peristiwa yang sama. Laporan arus kas melaporkan arus kas selama periode tertentu dan diklasifikasikan menurut aktivitas operasi, investasi dan pendanaan. Jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasinya perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar dividen dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendanaan dari luar.

Earnings dihasilkan oleh proses akuntansi dan disajikan dalam laporan laba rugi. *Generally accepted accounting principle* (GAAP) menyatakan bahwa pengakuan pendapatan terjadi pada saat *transfer of title*, tanpa memperdulikan apakah perusahaan sudah atau belum menerima pembayaran tunai (*accrual basis*). Biaya yang berkaitan langsung dengan pendapatan akan diakui pada periode yang sama dengan pengakuan pendapatan. Biaya lain yang tidak berkaitan langsung dengan pendapatan akan diakui pada periode terjadinya.

Dari pengertian di atas, bisa terjadi *earnings* akan sangat berbeda dengan arus kas operasi. Damodaran mengatakan ada tiga faktor signifikan yang menyebabkan perbedaan. Faktor-faktor berikut mempengaruhi *accounting earnings*, tetapi tidak mempengaruhi arus kas, yaitu: (1) *Operating versus capital expenditure*, menurut akuntansi, pengeluaran yang diperkirakan mempunyai masa manfaat dalam beberapa periode akuntansi, tidak akan dikurangkan langsung ke pendapatan pada periode terjadinya, tetapi akan ditangguhkan dan akan dikurangkan atau dibebankan ke pendapatan beberapa periode yang akan datang, yang diperkirakan menerima manfaat dari pengeluaran tersebut. Sebaliknya, arus kas hanya memperhatikan saat terjadinya transaksi tunai (*cash basis*) (2) Biaya-biaya non kas, beberapa jenis biaya yang bersifat non kas, seperti penyusutan dan amortisasi akan dikurangkan dari pendapatan untuk memperoleh *earnings* (3) *Accrual versus cash revenue and expenses*, adanya perbedaan waktu antara pengakuan transaksi secara *accrual* dengan penerimaan atau pembayaran tunai akan menyebabkan perbedaan antara pendapatan dan biaya.

RESIDUAL INCOME DAN EVA

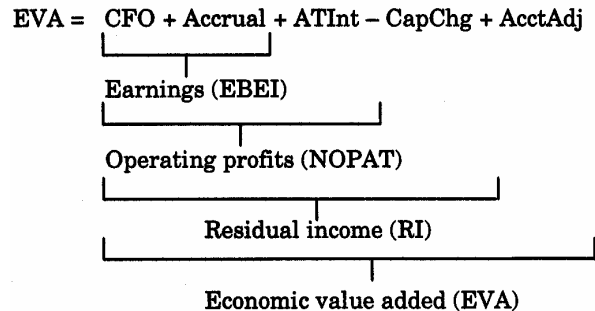
Residual income mengukur kinerja operasi perusahaan (*net operating profit after tax/NOPAT*) dikurangi dengan beban atas semua hutang dan modal yang diinvestasikan: $RI = NOPAT - (k * Capital)$, dimana *k* adalah biaya modal perusahaan (*weighted average cost of capital*) dan *capital* adalah aktiva yang diinvestasikan dalam aktivitas operasi yang berkelanjutan (*going concern*). *Residual income* yang positif menunjukkan kelebihan laba dari yang dibutuhkan oleh kreditur dan pemilik modal, yang berarti merupakan *wealth* bagi *residual claimants*, yaitu pemegang saham. Sebaliknya, *residual income* yang negatif berarti penurunan *wealth* pemegang saham.

EVA merupakan modifikasi *residual income*. Stewart (1991) berusaha memperbaiki *residual income* dengan melakukan penyesuaian atas NOPAT dan *capital*, yang menurut mereka menyebabkan distorsi dalam model akuntansi untuk pengukuran kinerja.

$$EVA = Adjusted\ NOPAT - (k * adjusted\ capital) \quad (1)$$

EVA adalah ukuran kinerja keuangan yang paling baik untuk menjelaskan *economic profit* suatu perusahaan, dibandingkan dengan ukuran yang lain. EVA juga merupakan ukuran kinerja yang berkaitan langsung dengan kemakmuran pemegang saham sepanjang waktu.

Hubungan antara arus kas operasi, *earnings*, *residual income* dan EVA dapat dilihat pada gambar 1.



(Sumber: Biddle, Bowen dan Wallace 1997)

Gambar 1. Komponen EVA

Keunggulan EVA sebagai pengukur kinerja terletak pada kemampuannya untuk menyatukan tiga fungsi penting manajemen, yaitu: *capital budgeting*, *performance appraisal* dan *incentive compensation* (Higgins 1998). Keputusan *capital budgeting* didasarkan pada *discounted* EVA, kinerja unit bisnis bisa diukur dengan EVA dan kompensasi insentif bisa tergantung pada unit EVA relatif terhadap target yang tepat.

Tetapi EVA sebagai ukuran kinerja juga mempunyai beberapa keterbatasan antara lain: (1) Sebagai ukuran kinerja masa lampau EVA tidak mampu memprediksi dampak strategi yang kini diterapkan untuk masa depan perusahaan (2) Sifat pengukurannya merupakan potret jangka pendek, sehingga manajemen cenderung enggan berinvestasi jangka panjang, karena bisa mengakibatkan penurunan nilai EVA dalam periode yang bersangkutan. Hal ini bisa mengakibatkan turunnya daya saing perusahaan di masa depan (3) EVA mengabaikan kinerja non keuangan yang sebenarnya bisa meningkatkan kinerja keuangan. Menurut Kaplan dan Norton (2001), tanpa *balanced scorecard*, strategi *value based management* memang dapat menurunkan biaya dan meningkatkan intensitas aktiva tetapi akan kehilangan kesempatan menciptakan tambahan nilai, yaitu strategi pertumbuhan pendapatan jangka panjang melalui investasi pelanggan, inovasi, perbaikan proses, teknologi informasi dan kemampuan karyawan (4) Tidak cocok diterapkan pada industri tertentu. Penggunaan EVA untuk mengevaluasi kinerja keuangan mungkin tidak tepat untuk beberapa perusahaan, misalkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi seperti pada sektor teknologi (Dierks dan Patel 1997) (5) Tidak bisa diterapkan pada masa inflasi. De Villiers (1997) mengindikasikan bagaimana inflasi akan mengakibatkan distorsi pada EVA dan menunjukkan bahwa EVA tidak dapat

digunakan selama periode inflasi untuk mengestimasi profitabilitas aktual (6) memerlukan tambahan biaya. Wood (2000) mengatakan bahwa penggunaan EVA mungkin akan meningkatkan *auditing fees* dan bisa menimbulkan *potential litigation costs*.

WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL DAN PENYESUAIAN AKUNTANSI

Pada saat kreditur dan pemilik perusahaan menginvestasikan uangnya ke dalam perusahaan, mereka menciptakan sebuah *opportunity cost* yang sama dengan *return* yang mungkin akan diperoleh dari investasi lain yang sejenis dan memiliki resiko yang sama. *Opportunity cost* ini adalah *cost of capital* perusahaan. Prinsip *cost of capital* adalah prinsip substitusi, seorang investor tidak akan mau membiayai sebuah investasi jika ada investasi lain yang lebih menarik. *Cost of capital* perusahaan adalah *cost* setiap sumber modal, yang ditimbang sesuai dengan struktur modal perusahaan. Setiap komponen dalam struktur pembiayaan memiliki biaya tertentu dan komponen biaya-biaya tersebut membentuk biaya modal rata-rata tertimbang atau *weighted average cost of capital* (WACC).

Komponen *cost of capital* berdasarkan struktur modal bisa dibedakan atas biaya hutang (*cost of debts*) dan biaya modal sendiri atau ekuitas (*cost of equity*). Biaya hutang pada umumnya akan sama dengan tingkat bunga hutang yang harus dibayar oleh perusahaan kepada kreditur. Pembiayaan hutang ini memberikan *tax shield* bagi perusahaan, sebesar *marginal tax rate* dari perusahaan yang bersangkutan. Formula untuk menghitung biaya hutang setelah *tax shield* adalah:

$$k_{dt} = k_d \times (1 - t) \quad (2)$$

Biaya ekuitas bisa dihitung dengan menggunakan *capital asset pricing model* (CAPM), *build up model*, ataupun *arbitrage pricing model* (APM). Dengan menggunakan CAPM, biaya ekuitas akan dihitung dengan formula:

$$E(R_i) = R_f + [\text{Beta} \times (R_m - R_f)] \quad (3)$$

Dimana $E(R_i)$ adalah tingkat pendapatan yang diharapkan oleh pasar atas sekuritas i , R_f adalah tingkat pendapatan bebas resiko, Beta adalah sensitivitas tingkat pendapatan dari sebuah perusahaan terhadap pergerakan tingkat pendapatan pasar secara keseluruhan dan R_m adalah tingkat pendapatan yang diharapkan diperoleh dari portofolio pasar secara keseluruhan.

Setelah menentukan nilai biaya hutang dan biaya ekuitas, maka biaya modal rata-rata tertimbang bisa dihitung dengan formula:

$$\text{WACC} = (k_e \times W_e) + ([k_d \times (1-t)] \times W_d) \quad (4)$$

Dimana W_e adalah persentase ekuitas dalam struktur modal dan W_d adalah persentase hutang dalam struktur modal. Baik ekuitas maupun hutang dihitung berdasarkan nilai pasarnya.

EVA sepiantas terlihat lebih *accounting-based* dari pada *economic measure*. Tetapi, pada kenyataannya pencipta EVA Stewart (1991) mengusulkan serangkaian *adjustments* untuk menyesuaikan pengukuran sehingga lebih mendekati basis arus kas *economic*. Penyesuaian untuk NOPAT dan *capital base* (*invested capital*) terutama dilakukan untuk: (1) *Operating lease expenses* dimana semua

transaksi sewa guna usaha, baik *operating lease* maupun *capital lease*, akan diperlakukan dengan cara yang sama, yaitu mengakui adanya hutang atau modal yang diinvestasikan (*invested capital*) (2) Biaya penelitian dan pengembangan, dimana semua pengeluaran yang berkaitan dengan penelitian dan pengembangan diperlakukan sebagai "*successful efforts*", sehingga akan dikapitalisasi atau ditangguhkan selama periode tertentu (3) Biaya iklan dan promosi, dimana pengeluaran untuk iklan dan promosi ini juga diperlakukan sama dengan penelitian dan pengembangan di atas, karena juga dianggap bermanfaat pada periode yang akan datang (4) Penyesuaian nilai persediaan (LIFO), dimana penerapan perhitungan biaya persediaan berdasarkan LIFO akan menyebabkan nilai perusahaan yang terlalu rendah, yang kemudian pada gilirannya akan mengakibatkan modal yang diinvestasikan juga terlalu rendah (5) Pajak penghasilan ditangguhkan, dimana pajak penghasilan yang ditangguhkan seharusnya diabaikan karena bukan merupakan suatu biaya tunai (6) Amortisasi goodwill, dimana amortisasi goodwill periode berjalan dikeluarkan dari laporan laba rugi dan ditambahkan kembali ke modal yang diinvestasikan, untuk menghilangkan asumsi yang salah tentang masa manfaat aktiva (7) Provisi untuk piutang ragu-ragu, dimana provisi untuk piutang yang diragukan bersifat non tunai dan terlalu konservatif sehingga akan menyebabkan laba dan aktiva dicatat terlalu rendah.

Dalam banyak kasus, pengaruh dari penyesuaian di atas akan menghasilkan NOPAT dan *capital base* yang lebih besar, tetapi tidak berdampak besar terhadap perhitungan EVA. Penyesuaian EVA perlu dibuat hanya jika jumlahnya signifikan, memiliki dampak material terhadap EVA, dapat dipahami oleh orang yang menggunakan dan jika informasi yang diperlukan mudah diperoleh (Stewart 1991).

RETURN YANG DITERIMA OLEH PEMEGANG SAHAM

Tujuan *corporate finance* adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Tujuan ini bisa menyimpan konflik potensial antara pemilik perusahaan dengan kreditur. Jika perusahaan menikmati laba yang besar, nilai pasar saham (dana pemilik) akan meningkat pesat, sementara nilai hutang perusahaan (dana kreditur) tidak terpengaruh. Sebaliknya, apabila perusahaan mengalami kerugian atau bahkan kebangkrutan, maka hak kreditur akan didahulukan sementara nilai saham akan menurun drastis. Jadi dengan demikian nilai saham merupakan indeks yang tepat untuk mengukur efektivitas perusahaan, sehingga seringkali dikatakan memaksimalkan nilai perusahaan juga berarti memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Saham suatu perusahaan bisa dinilai dari pengembalian (*return*) yang diterima oleh pemegang saham dari perusahaan yang bersangkutan. *Return* bagi pemegang saham bisa berupa penerimaan dividen tunai ataupun adanya perubahan harga saham pada suatu periode (Ross 2002).

Biddle, Bowen dan Wallace (1997) menguji pernyataan bahwa EVA mempunyai pengaruh yang lebih nyata terhadap *return yang diterima oleh* pemegang saham dan nilai perusahaan, dibandingkan dengan *residual income*, arus kas operasi dan *accrual earnings*, serta mengevaluasi komponen unik EVA yang

mana yang mempunyai pengaruh terhadap *return*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa ternyata *earnings* memiliki pengaruh yang lebih nyata dibandingkan dengan EVA, *residual income* dan arus kas operasi. Selain itu, tidak ada komponen unik EVA yang mempunyai pengaruh nyata terhadap *return*. Persamaan penelitian di atas dengan penelitian ini adalah kesamaan topik penulisan yaitu hubungan antara *economic value added* dengan nilai pemegang saham, dibandingkan dengan *residual income*, *earnings* dan arus kas operasi. Perbedaannya terletak pada sub topik evaluasi komponen unik EVA dan juga obyek penelitian. Penelitian di atas mengambil obyek perusahaan-perusahaan yang tercantum dalam daftar Stern Stewart & Co, sedangkan penelitian ini mengambil sampel perusahaan-perusahaan publik manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Garvey dan Milbourn (2000) yang berjudul "*EVA versus Earnings: Does It Matter Which Is More Highly Correlated with Stock Returns?*". Persamaannya adalah pada topik yang membandingkan EVA dengan *Earnings*. Sedangkan letak perbedaannya adalah pada tidak digunakannya alat tolok ukur yang lain, pada perusahaan yang diteliti dan penelitian ini juga membedakan apakah perusahaan telah mengadopsi EVA atau tidak. Penelitian ini lebih menekankan pada situasi yang seperti apa EVA mengalahkan *earnings* dan mengapa demikian. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang telah mengadopsi EVA memang memiliki EVA yang berkorelasi yang lebih tinggi dengan *return*, dibandingkan *earnings*.

Penelitian berikutnya adalah penelitian Peixoto (2001) dengan judul "*Economic Value Added Application to Portuguese Public Companies*". Persamaannya adalah pada topik yang membandingkan pengaruh EVA dan tolok ukur keuangan yang lain terhadap variabel dependen. Sedangkan perbedaannya adalah bahwa penelitian ini menggunakan *net income* dan *operating profit* sebagai tolok ukur yang lain, menggunakan *equity market value* sebagai variabel *dependent*, serta mengambil sampel perusahaan publik di Portugal. Selain itu, penelitian ini juga membandingkan hubungan antara EVA dan MVA dengan hubungan antara MVA dan *net income* atau *operating profit*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *net income* adalah satu-satunya variabel yang signifikan secara statistik.

Penelitian Fernandez (2001) juga menjadi dasar penelitian ini, yang berjudul "*EVA, Economic profit and cash value added do not measure shareholder value creation*". Persamaannya adalah pada topik penelitian, yaitu membandingkan EVA dengan ukuran kinerja yang lain. Perbedaannya adalah penelitian ini mengkorelasikan antara kenaikan *Market Value Added* (MVA) tiap tahun terhadap nilai EVA, NOPAT dan WACC tahun yang bersangkutan, yang ternyata kemudian menunjukkan hasil bahwa korelasi antara kenaikan MVA dengan variabel NOPAT memiliki nilai yang terbesar dibandingkan variabel yang lain. Perbedaan yang lain adalah penelitian ini juga membandingkan korelasi antara variabel *economic profit*, EVA, laba setelah pajak, *return on equity* (ROE), *equity cash flow*, tingkat bunga, *adjusted ROE* dan kenaikan tingkat bunga, masing-masing dengan *return* yang diterima oleh pemegang saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat bunga dengan *return* memiliki korelasi yang

tertinggi. Selain itu penelitian Fernandez ini mengambil sampel perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat dan Spanyol.

Artikel yang ditulis oleh SWA yang bekerja sama dengan MarkPlus & Co serta MAKSI Universitas Indonesia juga menjadi dasar penyusunan penelitian ini. Artikel ini membahas tentang nilai EVA perusahaan publik di Indonesia dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2002 dan dimuat di majalah SWA. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa perusahaan yang mampu membukukan EVA positif semakin turun dari tahun ke tahun, yaitu 47 perusahaan di tahun 2000, 33 di tahun 2001 dan 24 di tahun 2002.

HIPOTESIS

Dari penjelasan tersebut di atas dapat disimpulkan bahwa EVA, *residual income*, *earnings* dan Arus Kas Operasi mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Sehingga hipotesis penelitian ini adalah:

- H1 EVA mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.
- H2 *Residual income* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.
- H3 *Earnings* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.
- H4 Arus kas operasi mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.
- H5 EVA mempunyai pengaruh yang paling signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham

METODE PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji hipotesis. Tipe hubungan antar variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah berupa sebab akibat. Unit analisis adalah saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Lingkungan penelitian yang digunakan adalah berupa studi lapangan. Studi lapangan merupakan tipe penelitian yang menguji hubungan korelasional antar variabel dengan kondisi lingkungan penelitian yang natural dan tingkat keterlibatan peneliti yang minimal (Nur Indriantoro 1999). Data yang akan digunakan dalam penelitian adalah data rasio. Jenis penelitian adalah kuantitatif dengan berdasarkan data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan juga data mengenai *return* yang diterima oleh pemegang saham selama periode yang bersangkutan.

Tahap-tahap dalam penelitian ini adalah: (1) Memperoleh dan menganalisis data laporan keuangan perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (2) Melakukan perhitungan untuk memperoleh hasil pengukuran kinerja berupa arus kas operasi, *earnings*, *residual income* dan *economic value added*, kemudian membaginya dengan jumlah rata-rata tertimbang saham yang beredar dalam tahun yang bersangkutan untuk memperoleh masing-masing variabel bebas (3) Menghitung jumlah *return* yang diterima oleh pemegang saham, dalam bentuk dividen kas dan selisih perubahan harga saham (*capital gain*) (4) Melakukan regresi linier untuk melihat besar kontribusi masing-masing variabel-variabel

bebas dalam mempengaruhi *return* yang diterima oleh pemegang saham (5) Membandingkan pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat (6) Memberikan ulasan dan menyimpulkan hasil analisis.

Berdasarkan hipotesis pada bagian sebelumnya, variabel penelitian dapat dikelompokkan sebagai berikut: (1) Variabel terikat (*Dependent variable* = Y_t): *return* yang diterima oleh pemegang saham (2) Variable bebas (*Independent variable* = X_{it}), terdiri dari alat pengukuran kinerja berupa: *Economic value added* (X_{1t}), *Residual income* (X_{2t}), *Earnings* (X_{3t}), dan Arus kas operasi (X_{4t})

Definisi operasional untuk masing-masing variabel terikat dan bebas adalah sebagai berikut: (1) *Return* yang diterima oleh pemegang saham, adalah pengembalian yang diterima oleh para pemegang saham atas investasi yang telah dilakukan, yang bisa berupa dividen kas dan selisih perubahan harga saham (*capital gain/loss*). Dividen kas yang digunakan adalah dividen yang dibagikan setelah tanggal laporan keuangan tahunan dipublikasikan sampai dengan tanggal publikasi laporan keuangan tahun berikutnya. Demikian juga dengan harga saham, mengikuti tanggal publikasi laporan keuangan. *Return* diukur dengan satuan persen. Penggunaan satuan persen untuk mengukur *return* bertujuan menyetarakan (ekuivalensi) dari semua saham yang diobservasi, yang mana saham-saham tersebut memiliki harga yang berbeda-beda (2) *Economic Value Added*, adalah selisih antara *adjusted NOPAT* selama satu tahun buku dan *capital charge*, yang didasarkan pada *cost of capital* dikalikan dengan *adjusted net operating assets*. EVA disini sama dengan formula EVA yang menjadi paten Stewart (1991) (rumus 1.1). EVA diukur dengan satuan Rupiah per lembar saham (3) *Residual Income*, adalah *net operating profit after tax* (NOPAT) selama satu tahun buku dikurangi *cost of capital* yang dikalikan dengan *net operating assets*. *Residual Income* diukur dengan satuan Rupiah per lembar saham (4) *Earnings*, adalah laba bersih sebelum akun-akun luar biasa (*extra-ordinary accounts*) selama satu tahun buku sebagaimana tercantum dalam Laporan Laba Rugi. *Earnings* diukur dengan satuan Rupiah per lembar saham (5) Arus kas operasi, adalah selisih bersih antara penerimaan dan pengeluaran kas dan setara kas yang berasal dari aktivitas operasi selama satu tahun buku, sebagaimana tercantum dalam Laporan Arus Kas. Arus kas operasi diukur dengan satuan Rupiah per lembar saham.

Pengukuran empat variabel bebas (arus kas operasi, *earnings*, *residual income*, *economic value added*) dalam satuan Rupiah per lembar saham, dimaksudkan agar memenuhi kesetaraan pengukuran dengan variabel terikat *return*.

Lima variabel penelitian yang dikaji, semuanya diukur pada skala rasio. Sumber data penelitian ini adalah data sekunder, yaitu: (1) Laporan keuangan perusahaan publik yang menjadi sampel selama periode penelitian (2) Data harga saham perusahaan publik awal dan akhir tahun selama periode penelitian (3) Data pembagian dividen kas perusahaan publik selama periode penelitian (4) Data jumlah lembar saham perusahaan publik selama periode penelitian. Dilihat dari waktu pengambilan data (observasi), data diambil secara *pooling*, yaitu gabungan data runtut waktu (*time series*) dan data *cross section*. Periode penelitian dilakukan selama tiga tahun (2000-2002) dengan interval 1 tahun.

Populasi penelitian ini adalah saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2000 sampai dengan tahun 2002, yang memenuhi kriteria-kriteria sebagai berikut: (1) Termasuk klasifikasi jenis usaha manufaktur sub kelompok barang konsumsi (*consumers good*) (2) Telah menyampaikan laporan keuangan tahun 2000 sampai dengan tahun 2002 yang telah diaudit (3) Laporan keuangan telah diaudit dengan pendapat wajar tanpa pengecualian (4) Tahun buku berakhir pada tanggal 31 Desember dan (5) Tidak sedang dalam proses delisting. Berdasarkan kriteria-kriteria di atas, populasi berjumlah 34 saham perusahaan. Penelitian yang dilakukan menggunakan seluruh elemen populasi (penelitian sensus).

Analisis data diawali dengan menghitung besarnya masing-masing variabel terikat dan bebas dan dilanjutkan dengan meregresikan variabel bebas dengan variabel terikat dengan model regresi linier sederhana (hanya ada satu variabel bebas). Penggunaan regresi linier sederhana dan bukan regresi berganda, disebabkan karena masing-masing variabel bebas yang kesemuanya berasal dari unsur yang sama, yaitu *earnings*.

Sebelum dilakukan pengujian regresi terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik untuk mengetahui apakah data yang digunakan telah memenuhi ketentuan dalam model regresi. Pengujian asumsi klasik meliputi uji Heteroskedastisitas dengan menggunakan uji korelasi Rank Spearman, dan uji Normalitas dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov. Pengujian atas hipotesis dilakukan dengan Uji t. Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui signifikan tidaknya pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat. Dengan kata lain pengujian hipotesis menggunakan regresi linier sederhana.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Data populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur barang konsumsi (*consumer goods*) yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sebagaimana tercantum pada tabel 1.

Tabel 1. Data Populasi

No.	Kode	Produk	Tanggal Pendirian	Tanggal Pendaftaran
1	ADES	Air minum kemasan	6 Maret 1983	2 Mei 1994
2	AQUA	Air minum kemasan	23 Februari 1973	1 Maret 1990
3	CEKA	Produk coklat	3 Februari 1968	10 Juni 1996
4	DAVO	Cocoa	14 Maret 1990	22 Desember 1994
5	DLTA	Minuman bir	15 Juni 1970	27 Februari 1984
6	INDF	Produk mie instan, produsen mie, tepung terigu dll	14 Agustus 1990	14 Juli 1994
7	MLBI	Minuman bir	1929	1981
8	MYOR	Biskuit, permen, wafer, kopi olahan dan coklat	17 Februari 1977	30 Desember 1992

9	SHDA	Produk makanan kesehatan	1954	1 Maret 1990
10	STTP	Permen, mie dan <i>crackers</i>	12 Mei 1987	16 Desember 1996
11	SUBA	Produsen makanan dan minuman bermerek	26 Juni 1975	11 Desember 1991
12	TBLA	Agribisnis, minyak kelapa sawit	22 Desember 1973	14 Februari 2000
13	ULTJ	Makanan dan minuman	2 November 1971	3 September 1991
14	BATI	Rokok	23 September 1979	25 Mei 2000
15	GGRM	Rokok kretek	30 Juni 1971	17 Juli 1990
16	HMSP	Rokok	19 Oktober 1963	15 Juni 1992
17	RMBA	Produsen dan distributor rokok	11 April 1987	5 Maret 1990
18	BYSB	Produk farmasi	13 April 1982	24 Desember 1997
19	DNKS	Produk farmasi	25 Maret 1974	22 Maret 1990
20	DVLA	Produksi dan distribusi obat resep dan obat jadi	5 Februari 1976	11 November 1994
21	INAF	Produk farmasi dan obat herbal	2 Januari 1996	30 Maret 2001
22	KAEF	Bahan obat dan obat	1917	4 Juli 2001
23	KLBF	Produk farmasi	10 September 1966	23 April 1992
24	MERK	Produk farmasi dan makanan suplemen	14 Oktober 1970	18 Mei 1999
25	PYFA	Produk farmasi	27 November 1976	16 Oktober 2001
26	SCPI	Produk farmasi	1 November 1972	Juni 1990
27	SQBB	Produk yang berkaitan dengan cardiovascular	8 Juli 1970	29 Maret 1983
28	TSPC	Produk farmasi, kosmetik dan perawatan kesehatan	1970	17 Juni 1994
29	MRAT	Kosmetik	14 Maret 1978	27 Juli 1995
30	TCID	Kosmetik, parfum, barang rumah tangga	5 November 1969	5 Juni 2000
31	UNVR	Barang kebutuhan sehari-hari	5 Desember 1933	2 Januari 1988
32	KDSI	Peralatan dapur dari baja, enamel, plastik, aluminium	9 Januari 1973	29 Juli 1996
33	KICI	Peralatan dapur	11 Januari 1974	28 Oktober 1993
34	LMPI	Pipa dan peralatan rumah tangga dari plastik	1976	1994

Sumber: diolah dari JSX Watch 2002

Data persentase *return* yang terdiri dari dividen tunai dan *capital gain* pada table 2.

Tabel 2. Data *Return* Perusahaan Selama Tahun 2000 – 2002

	Emiten	2000	2001	2002	
1	ADES	0.231	0.308	-0.569	-0.010
2	AQUA	0.081	2.300	0.013	0.798
3	CEKA	-0.714	0.175	-0.064	-0.201
4	DAVO	-0.400	1.489	-0.518	0.190
5	DLTA	0.113	0.205	0.190	0.169
6	INDF	-0.861	0.424	-0.421	-0.286
7	MLBI	0.143	0.111	0.193	0.149
8	MYOR	-0.320	0.235	-0.295	-0.127
9	SHDA	0.286	0.731	0.111	0.376
10	STTP	-0.722	-0.667	-0.338	-0.576
11	SUBA	-0.933	1.522	-0.272	0.106
12	TBLA	-0.455	-0.676	-0.408	-0.513
13	ULTJ	-0.697	1.946	-0.394	0.285
14	BATI	-0.289	0.160	0.082	-0.016
15	GGRM	-0.004	0.000	0.319	0.105
16	HMSP	0.129	-0.624	-0.287	-0.261
17	RMBA	-0.834	1.464	-0.432	0.066
18	BYSB	0.170	0.035	0.033	0.079
19	DNKS	-0.374	0.290	-0.168	-0.084
20	DVLA	-0.743	0.279	0.494	0.010
21	INAF	0.000	0.375	-0.185	0.063
22	KAEF	0.000	0.525	-0.395	0.043
23	KLBF	-0.704	0.818	-0.225	-0.037
24	MERK	0.362	1.409	-0.008	0.587
25	PYFA	0.000	2.286	0.023	0.769
26	SCPI	1.083	-0.480	-0.481	0.041
27	SQBB	0.400	-0.033	1.304	0.557
28	TSPC	-0.393	1.639	-0.207	0.346
29	MRAT	-0.503	0.829	-0.168	0.053
30	TCID	-0.551	0.042	-0.255	-0.255
31	UNVR	-0.033	0.552	0.148	0.222
32	KDSI	-0.731	-0.200	0.321	-0.203

33	KICI	-0.540	0.540	-0.667	-0.222
34	LMPI	-0.763	-0.078	-0.460	-0.434
		-0.252	0.527	-0.117	0.053

Sumber: diolah dari JSX Monthly Statistics

Data arus kas operasi pada table 3.

Tabel 3. Data Arus Kas Operasi Perusahaan Selama Tahun 2000-2002

	Emiten	2000	2001	2002
1	ADES	43	310	409
2	AQUA	5,736	6,057	5,098
3	CEKA	-25	44	50
4	DAVO	105	243	127
5	DLTA	3,053	931	2,532
6	INDF	179	131	-28
7	MLBI	6,084	3,768	4,915
8	MYOR	35	79	151
9	SHDA	429	1,188	803
10	STTP	5	51	11
11	SUBA	-1	-10	-26
12	TBLA	42	62	-2
13	ULTJ	2	5	16
14	BATI	993	4,416	-645
15	GGRM	-1	0	1
16	HMSP	134	108	409
17	RMBA	-20	25	14
18	BYSB	365	-343	328
19	DNKS	80	58	147
20	DVLA	57	70	110
21	INAF	-	-28	13
22	KAEF	-	11	-13
23	KLBF	24	42	98
24	MERK	1,766	1,761	1,263
25	PYFA	-	7	8
26	SCPI	-317	-3,541	1,101
27	SQBB	702	-8,121	2,340
28	TSPC	807	751	760
29	MRAT	508	161	-39
30	TCID	285	432	536
31	UNVR	764	1,471	1,498
32	KDSI	36	29	75

33	KICI	150	80	-187
34	LMPI	55	22	22

(Sumber: diolah dari laporan keuangan perusahaan)

Data *earnings* pada table 4.

Tabel 4. Data *Earnings* Perusahaan Selama Tahun 2000-2002

	Emiten	2000	2001	2002
1	ADES	1753.01	-134.74	97.26
2	AQUA	2922.32	3647.79	5022.61
3	CEKA	-27.08	-16.14	32.78
4	DAVO	-324.53	13.46	17.92
5	DLTA	2147.98	2784.89	2800.13
6	INDF	70.69	81.65	90.44
7	MLBI	4448.17	5402.75	4036.59
8	MYOR	-30.49	40.62	155.87
9	SHDA	697.69	1193.33	941.32
10	STTP	26.99	17.47	23.10
11	SUBA	-5.02	1.78	-10.33
12	TBLA	1.35	-5.30	27.18
13	ULTJ	15.51	15.79	9.82
14	BATI	870.67	1718.48	1790.61
15	GGRM	1.17	1.08	1.08
16	HMSP	218.51	208.00	374.28
17	RMBA	30.31	34.27	15.11
18	BYSB	851.47	373.69	2459.60
19	DNKS	51.01	66.10	104.34
20	DVLA	-28.79	-3.27	113.45
21	INAF	-	41.80	-19.31
22	KAEF	-	18.87	6.38
23	KLBF	-6.98	8.04	65.73
24	MERK	2203.97	2517.77	1670.94
25	PYFA	-	9.43	0.82
26	SCPI	1227.22	2678.33	291.11
27	SQBB	-3739.81	3044.70	1943.85
28	TSPC	772.86	704.28	702.90
29	MRAT	293.90	339.85	84.95
30	TCID	339.90	299.98	372.49
31	UNVR	1065.80	1162.44	1282.11
32	KDSI	-48.48	58.83	10.81

33	KICI	125.17	62.99	-22.77
34	LMPI	-132.43	-24.77	-191.33

(Sumber: diolah dari laporan keuangan perusahaan)

Data *economic value added* pada table 5.

Tabel 5. Data *Economic Value Added* Perusahaan Selama Tahun 2000-2002

	Emiten	2000	2001	2002
1	ADES	-1,774.65	-488.72	-216.41
2	AQUA	2,062.15	1,371.09	2,010.87
3	CEKA	-159.76	-140.40	-80.94
4	DAVO	-308.60	-262.02	-66.49
5	DLTA	775.49	-420.78	-1,146.24
6	INDF	13.71	14.12	0.14
7	MLBI	2,887.85	2,877.84	1,688.99
8	MYOR	-253.09	-145.82	-56.47
9	SHDA	351.18	488.03	230.50
10	STTP	6.51	-42.75	-14.43
11	SUBA	-97.85	-68.65	-74.33
12	TBLA	-97.54	-78.96	-60.16
13	ULTJ	-23.49	-35.90	-50.35
14	BATI	1,253.53	238.53	-140.11
15	GGRM	0.52	0.02	0.02
16	HMSP	35.99	52.42	90.79
17	RMBA	2.44	1.32	-29.58
18	BYSB	490.00	-309.92	-708.88
19	DNKS	24.27	57.66	81.12
20	DVLA	-61.64	-20.34	33.33
21	INAF	-	8.48	-47.18
22	KAEF	-	-5.60	-26.40
23	KLBF	-19.14	5.83	16.36
24	MERK	1,419.69	1,636.29	437.01
25	PYFA	-	-20.90	-21.78
26	SCPI	-1,726.27	-2,725.41	-1,703.89
27	SQBB	-2,293.92	-592.98	284.77
28	TSPC	465.69	170.77	-2.62
29	MRAT	-27.36	104.24	-47.31
30	TCID	100.54	-43.07	55.99
31	UNVR	938.01	699.26	826.09
32	KDSI	-126.83	-143.59	-66.08

33	KICI	-25.17	-75.90	-171.57
34	LMPI	-116.04	-189.34	-95.17

(Sumber: diolah dari laporan keuangan perusahaan)

Data mengenai *residual income* adalah sebagai berikut:

Tabel 6. Data *Residual Income* Perusahaan Selama Tahun 2000-2002

	Emiten	2000	2001	2002
1	ADES	-767.10	-513.15	-534.13
2	AQUA	-253.86	-2,308.49	-1,922.16
3	CEKA	-122.54	-148.30	-135.45
4	DAVO	-16.32	-272.77	-93.92
5	DLTA	-42.63	-1,018.72	-1,623.16
6	INDF	27.92	-52.39	-68.22
7	MLBI	2,262.29	753.24	567.40
8	MYOR	-155.11	-181.79	-149.56
9	SHDA	269.34	290.05	401.95
10	STTP	-11.70	-40.66	-44.52
11	SUBA	-102.95	-72.36	-77.10
12	TBLA	-45.62	-77.43	-80.72
13	ULTJ	-32.85	-48.58	-49.75
14	BATI	-133.83	80.57	290.92
15	GGRM	0.30	-0.09	-0.22
16	HMSP	-5.04	39.54	-1.22
17	RMBA	-29.79	-37.66	-52.69
18	BYSB	518.23	-451.63	-810.02
19	DNKS	23.10	-17.22	23.63
20	DVLA	-38.18	-39.25	-17.72
21	INAF	-	-12.88	-62.40
22	KAEF	-	-28.83	-30.87
23	KLBF	24.74	5.38	17.65
24	MERK	937.57	902.46	332.51
25	PYFA	-	-15.15	-20.06
26	SCPI	-1,029.59	-2,716.32	-1,084.99
27	SQBB	8.23	-199.54	910.10
28	TSPC	21.92	-245.77	-203.15
29	MRAT	-172.27	-281.76	-98.97
30	TCID	81.05	-94.22	-8.04
31	UNVR	484.91	367.75	475.85
32	KDSI	-25.68	-119.11	-196.82

33	KICI	-8.31	-112.00	-129.65
34	LMPI	-84.26	-171.61	-160.57

(Sumber: diolah dari laporan keuangan perusahaan)

Ada 4 model regresi linier sederhana yang digunakan menganalisis pengaruh 4 variabel bebas (CFO, *earnings*, *residual income* dan EVA) terhadap *return*. Tabel 7 berikut ini meringkas hasil pengolahan data untuk keempat model.

Tabel 7. Ikhtisar Model

Model	Variabel bebas	Bo	Bi	Beta	r ²	t	Sig t	Simpulan
1	EVA	0,0456	0,000111	0,132	0,018	1,336	0,185	Tidak signifikan
2	RI	0,0491	-0,000037	-0,032	0,001	-0,321	0,749	Tidak signifikan
3	Earning	-0,0147	0,000103	0,198	0,039	2,023	0,046	signifikan
4	CFO	0,0057	0,000088	0,222	0,049	2,275	0,025	signifikan

(Sumber: diolah)

Interpretasi penting dari masing-masing model adalah tanda pada koefisien regresi, yang mencerminkan hubungan antara variabel bebas (tolok ukur kinerja perusahaan) dengan variabel terikat (*return*). Hasil model regresi seperti diringkas pada tabel di atas dapat dijelaskan sebagai berikut: (1) Model 1: Pengaruh EVA. EVA berpengaruh positif terhadap *return*. Koefisien regresi sebesar 0,000111 dapat diartikan bahwa kenaikan satu rupiah EVA per saham akan menaikkan *return* sebesar 0,0111% (2) Model 2: Pengaruh *Residual income*. Koefisien regresi *residual income*, bertanda negatif yang mencerminkan hubungan terbalik dengan *return*. Koefisien regresi sebesar 0,000037 dapat diartikan bahwa kenaikan satu rupiah *residual income* per saham akan menurunkan *return* sebesar 0,0037%. Hasil ini menunjukkan bahwa *residual income* merupakan tolok ukur kinerja perusahaan yang tidak mencerminkan tambahan kekayaan bagi pemegang saham. Semestinya, tolok ukur kinerja berhubungan positif dengan *return*. (3) Model 3: Pengaruh *Earnings*. *Earnings* berpengaruh positif terhadap *return*, seperti halnya EVA dan CFO. Dari koefisien regresinya, diketahui kenaikan *earning* sebesar satu rupiah per saham akan menaikkan *return* sebesar 1,03% (4) Model 4: Pengaruh Arus Kas Operasi/*Cash flow operating* (CFO). CFO berpengaruh positif terhadap *return*, seperti halnya EVA. Koefisien regresi sebesar 0,0088 dapat diartikan bahwa kenaikan satu rupiah CFO per saham akan menaikkan *return* sebesar 0,88%.

Untuk mengetahui tolok ukur mana yang lebih berpengaruh terhadap *return*, dapat dilihat dari besaran koefisien beta. Berdasarkan hasil keempat model, diketahui CFO memiliki koefisien beta (koefisien regresi yang distandarasi) terbesar. Berdasarkan hasil tersebut, secara intuitif dapat diidentifikasi bahwa CFO memiliki pengaruh lebih nyata terhadap *return*, dibanding tiga tolok ukur kinerja lainnya. Akan tetapi, hasil tersebut belum dapat digunakan untuk menyimpulkan apakah keempat tolok ukur kinerja tersebut secara statistik berpengaruh signifikan terhadap *return*, dan berapa besar pengaruhnya. Oleh karena itu, perlu dilakukan uji statistik.

Heteroskedastisitas diuji dengan korelasi rank Spearman antara residual dengan masing-masing variabel bebas. Prosesnya, ketika mengolah dengan regresi, disimpan pula variabel residual. Selanjutnya variabel residual tersebut dikorelasikan dengan masing-masing variabel bebas. Koefisien korelasi ranking yang tinggi menandakan adanya heterokedastisitas. Hasil pengujian menunjukkan keempatan model tidak mengandung heterokedastisitas, yang berarti nilai residual (e_i) relatif konstan untuk setiap nilai pengamatan variabel bebas.

Normalitas diuji dengan uji Kosmogorov Smirnov, yang menunjukkan bahwa distribusi data yang digunakan ternyata tidak memenuhi asumsi normalitas. Asumsi normalitas ini tidak penting jika tujuannya hanya untuk estimasi saja (Gujarati 1995). Prosedur pengujian yang dilakukan dalam sampel besar tetap bisa dikatakan valid. Berdasarkan hal ini, maka meskipun tidak memenuhi syarat normalitas, maka data tetap dapat digunakan untuk dianalisis lebih lanjut.

Uji statistik dilakukan dengan uji t, karena model regresi yang diuji adalah regresi sederhana. Digunakan alpha 5%, untuk menerima atau menolak hipotesis. Lebih lanjut, untuk mengetahui besar pengaruh masing-masing variabel pada model digunakan parameter koefisien determinasi (r^2). Hasil uji statistik diringkas pada tabel 8.

Tabel 8. Ikhtisar Uji Hipotesis

Model	Variabel bebas	T	Sig t (p)	r^2	Simpulan
1	EVA	1,336	0,185	0,018	Ho gagal ditolak
2	RI	-0,321	0,749	0,001	Ho gagal ditolak
3	Earning	2,023	0,046	0,039	Ho ditolak
4	CFO	2,275	0,025	0,049	Ho ditolak

(Sumber: diolah)

Penjelasan dari hasil uji hipotesis adalah sebagai berikut: (1) Model 1: Pengaruh EVA. Hasil uji t untuk EVA diperoleh t_{hitung} 1,336 dengan probabilitas (p) 0,185 > 0,05. Berdasarkan hasil tersebut, maka Ho gagal ditolak, yang berarti hipotesis yang menyatakan tolok ukur kinerja perusahaan EVA berpengaruh nyata terhadap *return* tidak terbukti. Kontribusi EVA dalam menjelaskan *return* saham, termasuk sangat rendah, yaitu 1,8%, seperti ditunjukkan nilai r^2 sebesar 0,018. Ini berarti ada 98,2% faktor lainnya yang menjelaskan *return* saham (2) Model 2: Pengaruh *Residual income*. Hasil uji t untuk *residual income* diperoleh t_{hitung} -0,331 dengan probabilitas (p) 0,749 > 0,05. Oleh karena itu, hipotesis yang menyatakan tolok ukur kinerja perusahaan *residual income* nyata terhadap *return* tidak terbukti. Kontribusi *residual income* dalam menjelaskan *return* saham, termasuk sangat rendah, yaitu 0,01%, seperti terlihat dari r^2 sebesar 0,001 (3) Model 3: Pengaruh *Earnings*. Hasil uji t untuk *earnings* diperoleh t_{hitung} 2,023 dengan probabilitas (p) 0,046 < 0,05. Dengan demikian Ho ditolak yang berarti hipotesis yang menyatakan tolok ukur kinerja perusahaan *earnings* berpengaruh nyata terhadap *return* dapat diterima. Namun demikian, kontribusi *earnings* dalam menjelaskan *return* saham termasuk sangat rendah, yaitu hanya 3,9%, seperti ditunjukkan nilai r^2 sebesar 0,039, berarti masih ada 96,1% variabel *return* yang dijelaskan oleh faktor lain (e_i) (4) Model 4: Pengaruh CFO. Hasil uji t untuk CFO diperoleh t_{hitung} 2,275 dengan probabilitas (p) 0,025 < 0,05. Berdasarkan hasil

tersebut, maka H_0 ditolak, yang berarti hipotesis yang menyatakan tolok ukur kinerja perusahaan CFO berpengaruh nyata terhadap *return* dapat diterima. Namun demikian, kontribusi CFO dalam menjelaskan *return* saham juga termasuk sangat rendah, yaitu hanya 4,9%, seperti ditunjukkan nilai r^2 sebesar 0,049, yang berarti ada 95,1% variabel *return* yang dipengaruhi faktor lain (e_i).

Berdasarkan hasil uji statistik dapat disimpulkan bahwa tolok ukur CFO memiliki kemampuan lebih baik dalam menjelaskan *return* saham. Urutan berikutnya adalah *earnings*, EVA dan *residual income*. Hasil pengujian keempat model tersebut di atas menghadirkan temuan menarik yang perlu dijelaskan lebih lanjut. Beberapa pertanyaan pokok yang layak diajukan adalah (1) mengapa keempat tolok ukur sangat rendah dalam menjelaskan *return* saham, seperti tercermin dari r^2 ? (2) mengapa EVA tidak berpengaruh nyata terhadap *return*? (3) mengapa *residual income* berpengaruh negatif dan berpengaruh tidak signifikan terhadap *return*? (4) mengapa CFO dan *earnings* berpengaruh signifikan terhadap *return*? (5) mengapa CFO mampu menjelaskan lebih baik di banding tiga tolok ukur lainnya? (6) Apa implikasinya bagi pemegang saham dan investor dalam menilai data kinerja perusahaan yang bersumber dari laporan akuntansi.

Berdasarkan hasil uji statistik di atas, diketahui bahwa tidak semua hipotesis yang diajukan diterima. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tolok ukur kinerja berdasarkan arus kas operasi dan *earnings* yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham, sedangkan tolok ukur kinerja berdasarkan EVA dan *residual income* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Selanjutnya, keempat tolok ukur ini juga menunjukkan mempunyai kontribusi yang rendah terhadap *return*. Hal ini menunjukkan bahwa tolok ukur kinerja ini bukanlah faktor utama yang menentukan harga saham ataupun pembagian dividen. Harga saham suatu perusahaan di bursa efek mencerminkan harapan atau ekspektasi pasar terhadap saham perusahaan yang bersangkutan. Harapan investor bisa dihasilkan dari informasi yang diterimanya.

Kondisi makro ekonomi di Indonesia dan sebagian negara lainnya di dunia, sejak pertengahan tahun 1997 juga mengakibatkan rendahnya harga saham di bursa efek. Selain itu, menurut Djawahir (2001) meningkatnya harga saham tidak beriringan dengan fundamental perusahaan, tetapi dipengaruhi adanya *corporate action* perusahaan ataupun aksi goreng-meng goreng saham yang dilakukan oleh pihak tertentu. Di sisi lain, ada juga kekuranglengkapan dan keraguan terhadap data laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan.

Selain itu, tolok ukur yang digunakan untuk memprediksi *return* yang diterima oleh pemegang saham dalam penelitian ini, adalah tolok ukur yang menggunakan data akuntansi yang bersifat historis. Banyak penilaian saham dilakukan dengan menggunakan data yang bersifat proyeksi, misalkan *discounted present value of future equity cash flows*. Proyeksi ini merupakan cerminan dari harapan dari pihak yang berkepentingan, seperti para investor pasar modal. Harapan ini seringkali jauh berbeda dengan data historis.

PENGARUH *ECONOMIC VALUE ADDED* TERHADAP *RETURN* YANG DITERIMA OLEH PEMEGANG SAHAM

Hasil pengujian menunjukkan bahwa EVA tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Selama periode penelitian, dalam masing-masing tahunnya, hanya sebanyak 13-15 perusahaan yang memiliki EVA positif, yang berarti kurang dari 50%. Dari sisi perusahaan, hanya ada 9 perusahaan yang secara konsisten membukukan EVA positif setiap tahunnya: yaitu PT Aqua Golden Mississippi, PT Indofood Sukses Makmur, PT Multi Bintang Indonesia, PT Sari Husada, PT Gudang Garam, PT HM Sampoerna, PT Dankos Laboratories, PT Merck Indonesia dan PT Unilever Indonesia. Perusahaan-perusahaan ini tergolong perusahaan yang mempunyai saham *blue chip* atau merupakan *market leader* di kelompoknya.

Pada periode penelitian diketahui bahwa banyak perusahaan masih harus menanggung beban pokok dan bunga hutang yang besar, yang antara lain disebabkan akibat fluktuasi nilai tukar valuta asing pada masa sebelumnya. Untuk menghitung EVA, beban bunga hutang ini masih harus ditambah dengan beban ekuitas, yang berikutnya akan menjadi komponen utama dari *capital charges*, yang akan dikurangkan dari *Adjusted NOPAT*. Untuk menanggung beban bunga dari hutang saja, banyak perusahaan hanya mampu menghasilkan laba yang minim atau bahkan menderita kerugian, sebagaimana tampak dalam laporan laba rugi, apalagi kalau harus memperhitungkan beban ekuitas. Inilah yang menyebabkan banyak perusahaan akhirnya menghasilkan EVA yang negatif. Sebab lain yang bisa dikaitkan dengan hasil di atas adalah kenyataan mengenai kerumitan perhitungan EVA. Angka EVA tidak langsung tersedia di laporan keuangan perusahaan, berbeda dengan arus kas operasi dan *earnings*, yang bisa langsung diperoleh dari laporan laba rugi dan laporan arus kas. Untuk menghitung EVA, diperlukan banyak data, terutama untuk penyesuaian akuntansi dan perhitungan *WACC*, yang berasal dari catatan atas laporan keuangan ataupun sumber lainnya. Sebagai akibat dari kerumitan ini, para pelaku pasar modal menghadapi kendala waktu untuk mengambil keputusan investasi berdasarkan EVA.

PENGARUH RESIDUAL INCOME TERHADAP RETURN YANG DITERIMA OLEH PEMEGANG SAHAM

Hasil pengujian juga menunjukkan bahwa *residual income* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Lebih buruk dari EVA, lebih banyak perusahaan yang memiliki *residual income* yang negatif dibandingkan dengan EVA. Selama periode penelitian, dalam masing-masing tahunnya, hanya sebanyak 7-12 perusahaan yang memiliki *residual income* yang positif. Dilihat dari sisi perusahaan, hanya ada 5 perusahaan yang secara konsisten membukukan *residual income* positif setiap tahunnya, yaitu PT Multi Bintang Indonesia, PT Sari Husada, PT Kalbe Farma, PT Merck Indonesia dan PT Unilever Indonesia. Hasil perhitungan menunjukkan *residual income* bahkan memiliki pengaruh negatif. Untuk menghitung *residual income*, digunakan NOPAT yang kemudian dikurangi dengan *capital charge*. NOPAT ini diperoleh dari laporan laba rugi, yaitu laba usaha yang dihitung setelah pajak penghasilan. Berbeda dengan perhitungan EVA, NOPAT maupun *capital charges* di sini tidak disesuaikan dengan penyesuaian akuntansi tertentu.

Pada banyak perusahaan, tidak dilakukannya penyesuaian akuntansi ternyata bisa menyebabkan distorsi pada *capital charge* dan NOPAT, diantaranya nilai *invested capital* yang cenderung *overstated*. Keadaan ini kemudian mengakibatkan angka *residual income* yang lebih rendah dari EVA atau bahkan *residual income* yang negatif sementara EVA positif. Hal ini seringkali menyebabkan situasi yang kontradiktif, dengan *residual income* negatif perusahaan bisa membagi dividen maupun mengalami kenaikan harga saham.

PENGARUH EARNINGS TERHADAP RETURN YANG DITERIMA OLEH PEMEGANG SAHAM

Berdasarkan hasil pengujian diketahui bahwa variabel *earnings* mempunyai pengaruh nyata terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Populasi perusahaan manufaktur barang konsumsi dalam tiga tahun yang diteliti, menunjukkan *earnings* yang semakin baik. Pada tahun 2000, masih ada 9 perusahaan yang memiliki *earnings* negatif, tetapi pada tahun 2001 dan 2002 perusahaan yang memiliki *earnings* negatif masing-masing hanya 5 dan 4 perusahaan. Kondisi yang relatif baik ini bisa dipahami, karena perusahaan-perusahaan ini menghasilkan produk sehari-hari yang dikonsumsi oleh konsumen akhir, sehingga nilai penjualan perusahaan relatif tidak mengalami penurunan. Kesulitan perusahaan banyak bersumber pada masalah pendanaan dan beban kerugian kurs. Penjualan yang relatif stabil ini memudahkan perusahaan untuk mempercepat proses restrukturisasi hutang dengan kreditur, sehingga beban keuangan yang timbul dari hutang bank bisa cepat diatasi.

Selain itu, depresiasi mata uang Rupiah terhadap US\$ selama tiga tahun terakhir juga menunjukkan perkembangan yang membaik. Pada tahun 2000, Rupiah melemah sekitar 2.500 *point* (dari Rp 7.100 = US\$ 1 menjadi Rp 9.595 = US\$ 1). Pada tahun 2001, Rupiah melemah sekitar 1.000 *point* (menjadi Rp 10.400 = US\$ 1). Sedangkan pada akhir tahun 2002, Rupiah menguat menjadi Rp 8.940 = US\$ 1.

Kondisi *earnings* yang membaik ini ternyata juga berdampak nyata terhadap kinerja saham. *Earnings* disusun berdasarkan standar akuntansi dan nampak langsung pada laporan laba rugi. Publikasi *earnings* seringkali langsung memberikan dampak positif terhadap perkembangan harga saham. *Earnings* positif juga memungkinkan perusahaan membagi dividen kepada pemegang sahamnya. Tetapi perlu diingat, bahwa *earnings* yang tinggi belum tentu mencerminkan kas yang besar. Pada masa krisis ekonomi, kas perusahaan memiliki nilai yang sangat tinggi. Dengan memiliki kas yang besar, perusahaan bisa cepat menyelesaikan hutang macetnya, karena kreditur akan langsung memberikan diskon tertentu (*cash settlement*). Di sisi lain, banyaknya perusahaan pelanggan yang mengalami kesulitan likuiditas, mengakibatkan *term* penjualan kredit secara umum menjadi lebih lama. Perusahaan harus secara terus menerus mencari jalan yang lebih cepat dan lebih efisien untuk memproduksi dan menjual barangnya.

Berdasarkan kondisi di atas, bisa dipahami timbulnya kesadaran para investor bahwa *earnings* tinggi belum tentu akan mencerminkan kondisi yang menguntungkan pada periode berikutnya. Pada masa yang seperti ini, dana tunai mempunyai nilai lebih untuk menjamin kinerja perusahaan di masa mendatang.

PENGARUH ARUS KAS OPERASI TERHADAP *RETURN* YANG DITERIMA OLEH PEMEGANG SAHAM

Hasil pengujian menunjukkan bahwa arus kas operasi mempunyai pengaruh yang paling signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Pada masing-masing tahun, perusahaan yang memiliki arus kas operasi negatif hanya 5-6 buah. PT Suba Indah yang konsisten memiliki arus kas operasi negatif selama tiga tahun dan PT Bayer Indonesia yang memiliki arus kas operasi negatif pada tahun 2002, ternyata sedang dalam proses penghentian unit bisnis yang merugikan, sehingga tidak bisa menghindarkan arus kas operasi yang negatif.

Berbeda dengan tolok ukur kinerja *earnings*, arus kas operasi ini menunjukkan hasil operasi yang dananya telah diterima tunai oleh perusahaan serta dibebani dengan beban yang bersifat tunai yang benar-benar sudah dikeluarkan oleh perusahaan. Bisa terjadi laporan laba rugi menunjukkan angka penjualan dan laba usaha yang tinggi tetapi ternyata bersifat semu, karena perusahaan belum menerima dana pelunasan penjualan. Kesulitan likuiditas mengakibatkan banyak timbulnya piutang macet atau piutang dengan *term* kredit yang sangat lama.

Banyak perusahaan juga dibebani dengan biaya yang bersifat non tunai, yang tidak saja berupa penyusutan atau amortisasi, tetapi juga beban bunga. Perusahaan yang sedang dalam proses restrukturisasi hutang dengan kreditur, tetap mencatat bunga berdasarkan perjanjian sebelumnya, walaupun belum ada pembayaran, sehingga mengakibatkan laporan laba rugi dibebani bunga terhutang.

Manajemen perusahaan maupun para investor menyadari bahwa arus kas operasi positif lebih menjamin kemampuan perusahaan dalam menjalankan aktivitas usahanya di masa yang akan datang. Perusahaan yang mampu membayar dividen kepada pemegang saham adalah perusahaan yang memiliki *earnings* tinggi dan sekaligus dana tunai juga cukup.

Apabila dibandingkan dengan hasil penelitian sebelumnya baik yang dilakukan oleh Biddle, Bowen dan Wallace (1997), maupun Peixoto (2001) ataupun Fernandez (2001), ternyata hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa EVA tidak terbukti memiliki superioritas dibandingkan dengan tolok ukur kinerja lain. Selain itu juga ada kesamaan hasil yang menunjukkan bahwa semua tolok ukur kinerja mempunyai kontribusi yang rendah terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Ini menunjukkan bahwa banyak faktor lain yang memang lebih dominan mempengaruhi *return* yang diterima oleh pemegang saham. Penelitian Fernandez (2001) mengungkapkan bahwa faktor lain berupa tingkat bunga berpengaruh nyata terhadap *return*. Selain itu, penelitian sebelumnya yang dilakukan Garvey dan Milbourn (2000) mengungkapkan bahwa perusahaan yang telah menerapkan EVA akan mempunyai nilai EVA yang berkorelasi tinggi dengan *return*. Menurut Djawahir (2001), pendekatan EVA ini belum banyak diterapkan di perusahaan-perusahaan di Indonesia. Sementara di Amerika dan di Eropa, kebanyakan perusahaan telah menerapkan model EVA. Perusahaan di Indonesia yang *aware* dan mau menggunakan EVA untuk mengukur kinerja

umumnya hanya perusahaan asing atau mayoritas sahamnya dimiliki oleh pemodal asing (Djawahir 2003).

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil pembahasan diperoleh kesimpulan sebagai berikut: (1) Berdasarkan hasil uji hipotesis diketahui bahwa variabel *economic value added*, tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham (2) Variabel *residual income* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham (3) Variabel *earnings* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham (4) Variabel arus kas operasi mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham (5) Berdasarkan hasil uji t disimpulkan bahwa variabel arus kas operasi berpengaruh paling signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Sedangkan variabel *economic value added* dan *residual income* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.

Berdasarkan simpulan tersebut maka disarankan sebagai berikut: (1) Tolok ukur arus kas operasi ternyata terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return*, maka bagi investor perlu mempertimbangkan arus kas operasi perusahaan dalam mempertimbangkan untuk menginvestasikan dananya dalam saham (2) Investor sebaiknya juga mempertimbangkan faktor-faktor diluar tolok ukur kinerja perusahaan yang bersangkutan, dalam menginvestasikan dananya dalam saham.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Keterbatasan tersebut antara lain: tolak ukur yang digunakan untuk memprediksi *return* yang diterima oleh pemegang saham adalah tolak ukur yang menggunakan data akuntansi yang bersifat historis. Banyak penilaian saham dilakukan dengan menggunakan data yang bersifat proyeksi, misalkan *discounted present value of future equity cash flows*. Proyeksi ini merupakan cerminan dari harapan dari pihak yang berkepentingan, seperti para investor pasar modal. Harapan ini seringkali jauh berbeda dengan data historis. Sehingga hasil penelitian mungkin akan berbeda jika tolak ukur penilaian saham menggunakan data yang bersifat proyeksi.

DAFTAR PUSTAKA

- Baskara, I Gede Kajeng (2001), *Analisis EVA Perusahaan Publik Sebelum dan Sesudah Akuisisi*, Tesis Pada Program Magister Manajemen Universitas Airlangga Surabaya.
- Biddle, G.C., R.M. Bowen and J.S. Wallace (1997), "Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Value", *Journal of Accounting and Economics* 24, p 301 – 336.
- Damodaran, Aswath (1999), New York: *Applied Corporate Finance: A User's Manual*, John Wiley & Sons, Inc.
- _____, (2001), *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech and New Economy Companies*, Upper Saddle River: Prentice-Hall, Inc.

- Darmadji, Tjiptono (2001), *Restrukturisasi Memulihkan dan Mengakselerasi Ekonomi Nasional*, PT Grasindo, Jakarta.
- Darmadji, Tjiptono dan Hendy M. Fakhruddin (2001), *Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*, Jakarta: Salemba Empat.
- De Villiers, Johann (1997), "The Distortions in Economic Value Added Caused by Inflation", *Journal of Economics and Business* Vol. 49 No. 3, p 285 – 300.
- Djarwanto, Ps (2001), *Mengenal Beberapa Uji Statistik dalam Penelitian*, Edisi Kedua, Yogyakarta: Liberty.
- Djawahir, Kusnan M., (2003) "Sulitnya Menciptakan Nilai Tambah bagi Shareholders", *Swasembada* No.21 Tahun XIX halaman 30-39.
- Djawahir, Kusnan M., 2002. Peringkat EVA (2002) "Angka Merah Makin Banyak", *Swasembada* No.22 Tahun XVIII halaman 22-28.
- Djawahir, Kusnan M., (2001)"Saatnya Mengejar The True Economic Profit", *Swasembada* No.24Tahun XVII halaman 24-34.
- Fabozzi, Frank J. and Franco Modigliani (2003),*Capital Market Institution and Instruments*, 3rd Edition, Prentice Hall, New Jersey: Upper Saddle River.
- Fernandez, Pablo (2001), EVA, *Economic Profit and Cash Value Added do Not Measure Shareholder Value Creation* (unpublished).
- Garvey, Gerald T. and Todd T. Milbourn (2000), "EVA versus Earnings : Does It Matter Which Is More Highly Correlated with Stock Returns"? *Journal of Accounting Research* Vol. 38, p 209 – 245.
- Gujarati, Damodar N, (1995), *Basic Econometrics*, Third Edition, Singapore: McGraw-Hill Book Co.
- Halsey, Robert F (2001), "Using the Residual Income Stock Price Valuation Model to Teach and Learn Ratio Analysis", *Issues in Accounting Education* Vol. 16 No. 2.
- Hansen, Don R. and Maryanne M. Mowen (2002), *Management Accounting*, 6th Edition, New York: South Western Publishing Co.
- Helfert, Erich A. (2000), *Techniques of Financial Analysis : A Guide to Value Creation*, 10th Edition, Singapore: McGraw-Hill Book Co.
- Higgins, Robert C. (1998), *Analysis for Financial Management*, 5th Edition, Singapore: McGraw-Hill Book Co.
- Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo (1999), *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*, Edisi Pertama, Yogyakarta: BPFPE.
- Kaplan, Robert S. and David P. Norton (2001), *The Strategy-focused Organization: How Balanced Scorecard Companies Thrive in The New Business Environment*, Boston:: Harvard Business School Press.
- McDaniel, Jeff S., Gadkari, Vinay V. and Joseph Viksel (2000), "The Environmental EVA: A Financial Indicator for EH&S Strategists", *Corporate Environmental Strategy* Vol. 7 No. 2.

- Mulia, Teodora Winda (2002), "Penerapan Konsep EVA sebagai Added Approach dari Analisis Rasio Keuangan untuk Mengukur Kinerja PT Gudang Garam di Kediri", *Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi* Vol. 2, 129 – 149.
- Peixoto, Susana (2001), *Economic Value Added Application to Portuguese Public Companies* (Unpublished).
- Poeradisastra, Teguh (2003), "Menelanjangi Fatamorgana Laba Perusahaan", *Swasembada* No.21 Tahun XIX, PT Temprint, Jakarta halaman 28-29.
- Ragi, Payuda Banyu (2001) *Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap EVA Kasus pada Industri Otomotif yang tercatat di BEJ*, Tesis pada Program Magister Manajemen Universitas Airlangga Surabaya.
- Rajan, Madhav V (2000), "Discussion of EVA versus Earnings : Does It Matter Which Is More Highly Correlated with Stock Returns"? *Journal of Accounting Research* Vol. 38, p 247 – 254.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield and Jeffrey Jaffe (2002), *Corporate Finance*, 6th Edition, New York: McGraw-Hill.
- Septiawan, Johnny (2002) *Evaluasi dan Analisis Ekspansi Usaha Dengan Metode EVA pada PT BEST (Perusahaan di bidang kelapa sawit)*, Tesis Pada Program Magister Manajemen Universitas Airlangga Surabaya.
- Smith, Malcolm (1997), *Strategic Management Accounting*, 2nd Edition, North Ryde: Butterworths.
- Stewart, G.B.,III (1991), *The Quest for Value : The EVA Management Guide*, New York: Harper Business.
- Sumodiningrat, Gunawan (1994), *Ekonometrika Pengantar*, Yogyakarta: BPFPE.
- Supranto, Johannes, 2001. *Statistik untuk Pemimpin Berwawasan Global*, Jakarta: Salemba Empat.
- Wood, Nicholas A. (2000), "Economic Value Added (EVA) : Uses, Benefit and Limitation – A South African Perspective", *Southern African Business Review* 4, p 46 – 53.
- Young, S. David and Stephen F. O'Byrne (2001) *EVA and Value-Based Management : A Practical Guide to Implementation*, New York: Mc Graw-Hill.