

**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 Indonesia)

Niel Ananto & Lefrand Pasuhuk
niel@unklab.ac.id

Fakultas Ekonomi Universitas Klabat

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

PENDAHULUAN

Dalam lingkungan bisnis yang kompetitif, perusahaan tidak hanya diharapkan sebagai *wealth-creating institution*, namun jauh lebih dari itu diharapkan dapat melipat gandakan kekayaannya. Pelipat gandaan 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). VA 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 & 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 melipat gandakan 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.

Perumusan Masalah. Berdasarkan latar belakang di atas, 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?

Hipotesis Penelitian. Untuk menjawab pertanyaan dari rumusan masalah maka dikembangkan hipotesis-hipotesis sebagai berikut: *Ha₁*: EVA mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. *Ha₂*: *Residual income* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. *Ha₃*: *Earnings* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. *Ha₄*: Arus kas operasi mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.

Tujuan Penelitian. 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 Indonesia. Selain itu juga untuk mengetahui tolok ukur mana yang mempunyai pengaruh yang paling signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.

Manfaat Penelitian. 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.

KERANGKA TEORI

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* 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

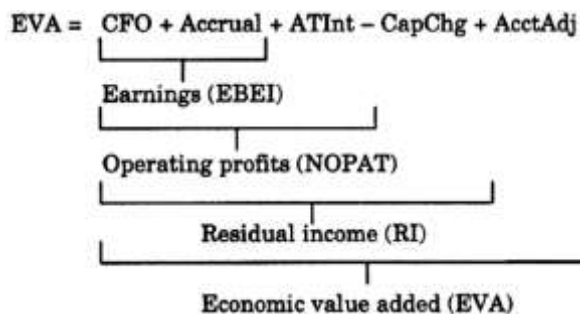
investment (ROI), *return on net assets* (RONA), *return on capital employed* (ROCE) dan *return on equity* (ROE); (2) *Cash Flow Measures*, yang *transfer of title*, tanpa memperdulikan apakah perusahaan sudah atau belum menerima pembayaran tunai (*accrual basis*). Biaya yang berkaitan langsung dengan 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.

Arus Kas Operasi dan *Earnings 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. $EVA = Adjusted\ NOPAT - (k * adjusted\ capital)$ (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, & 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 *iEVA* 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 & 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 & 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; dan (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 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: $k_{dt} = k_d \times (1 - t)$ (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: $E(R_i) = R_f + [\text{Beta} \times (R_m - R_f)]$ (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: $WACC = (k_e \times W_e) + ([k_d \times (1-t)] \times W_d)$ (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 sepintas 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 mcapital*) terutama dilakukan untuk: (1) *Operating lease expenses* dimana semua transaksi sewa guna usaha, baik

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 *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; dan (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 memaksimumkan 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 memaksimumkan nilai perusahaan juga berarti memaksimumkan 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, & 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 Indonesia.

Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Garvey & 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 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 Indonesia 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)

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.

METODOLOGI 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

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) Variabel 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; dan (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; dan (4) Data jumlah lembar saham perusahaan publik selama periode penelitian.

Dilihat dari waktu pengambilan data (observasi), data diambil secara *pooling*, yaitu gabungan data runut waktu (*time series*) dan data *cross section*. Periode penelitian dilakukan selama tiga tahun (2010-2012) dengan interval 1 tahun.

Populasi penelitian ini adalah saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2010 sampai dengan tahun 2012, yang memenuhi kriteria-kriteria sebagai berikut: (1) Termasuk klasifikasi jenis usaha manufaktur sub kelompok barang konsumsi (*consumers good*); (2) Telah menyampaikan laporan keuangan tahun 2010 sampai dengan tahun 2012 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.

PEMBAHASAN

Ada 4 model regresi linier sederhana yang digunakan menganalisis pengaruh 4 variabel bebas (CFO, *earnings*, *residual*

income, dan EVA) terhadap *return*. Tabel berikut ini meringkas hasil pengolahan data untuk keempat model.

Model	Variabel bebas	Bo	Bi	Beta	r ²	t	Sigt	Simpulan
1	EVA	0,0496	0,000111	0,182	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	Earnings	-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 distandarisasi) 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 heteroskedastisitas. Hasil pengujian menunjukkan keempat model tidak mengandung heteroskedastisitas, yang berarti nilai residual (*ei*) 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.

Model	Variabel bebas	T	Sigt (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	Earnings	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 thitung 1,336 dengan probabilitas (p) $0,185 > 0,05$. Berdasarkan hasil tersebut, maka H_0 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 thitung -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 thitung 2,02 dengan probabilitas (p) $0,046 < 0,05$. Dengan demikian H_0 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 (ei); (4) Model 4: Pengaruh CFO. Hasil uji t untuk CFO diperoleh thitung 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 (ei). 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 dibandingkan tiga tolok ukur lainnya?; dan (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, 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

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. *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. 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; dan (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; dan (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: tolok ukur yang digunakan untuk memprediksi *return* yang diterima oleh pemegang saham 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. Sehingga hasil penelitian mungkin akan berbeda jika tolok ukur penilaian saham menggunakan data yang bersifat proyeksi.

DAFTAR PUSTAKA

- Baskara, I. G. K. (2001). *Analisis EVA Perusahaan Publik Sebelum dan Sesudah Akuisisi*. Tesis Pada Program Magister Manajemen Universitas Airlangga Surabaya.
- Biddle, G. C., R. M. B., & Wallace, J. S. (1997). Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Value. *Journal of Accounting and Economics* 24, p 301–336.
- Damodaran, A. (1999). *Applied Corporate Finance: A User's Manual*. New York: 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, T. (2001). *Restrukturisasi Memulihkan dan Mengakselerasi Ekonomi Nasional*. Jakarta: PT Grasindo.
- Darmadji, T. & Hendy, M. F. (2001). *Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta: Salemba Empat.
- De Villiers, J. (1997). The Distortions in Economic Value Added Caused by Inflation. *Journal of Economics and Business* 49(3), 285 – 300.
- Djarwanto, P. S. (2001). *Mengenal Beberapa Uji Statistik dalam*

- Penelitian, Edisi Kedua. Yogyakarta: Liberty.
- Djawahir, K. M.. (2003). Sulitnya Menciptakan Nilai Tambah bagi Shareholders. *Swasembada* 21(XIX), 30-39.
- Djawahir, K. M.. (2002). Peringkat EVA (2002) Angka Merah Makin Banyak. *Swasembada* 22(XVIII), 22-28.
- Djawahir, K. M. (2001). Saatnya Mengejar The True Economic Profit. *Swasembada* 24(XVII), 24-34.
- Fabozzi, F. J., & Franco, M. (2003). *Capital Market Institution and Instruments*, 3rd Edition. New Jersey: Prentice Hall, Upper Saddle River.
- Fernandez, P. (2001). EVA, *Economic Profit and Cash Value Added do Not Measure Shareholder Value Creation* (unpublished).
- Garvey, G. T., & Todd, T. M. (2000). EVA versus Earnings: Does It Matter Which Is More Highly Correlated with Stock Returns?. *Journal of Accounting Research* 38, 209–245.
- Gujarati, D. N. (1995). *Basic Econometrics*, Third Edition. Singapore: McGraw-Hill Book Co.
- Halsey, R. F. (2001). Using the Residual Income Stock Price Valuation Model to Teach and Learn Ratio Analysis. *Issues in Accounting Education* 16(2).
- Hansen, D. R., & Maryanne, M. M. (2002). *Management Accounting*, 6th Edition. New York: South Western Publishing Co.
- Ragi, P. B. (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, M. V. (2000). Discussion of EVA versus Earnings: Does It Matter Which Is More Highly Correlated with Stock Returns?. *Journal of Accounting Research* 38, 247–254.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jeffrey, J. (2002). *Corporate Finance*, 6th Edition. New York: McGraw-Hill.
- Helfert, E. A. (2000). *Techniques of Financial Analysis: A Guide to Value Creation*, 10th Edition. Singapore: McGraw-Hill Book Co.
- Higgins, R. C. (1998). *Analysis for Financial Management*, 5th Edition. Singapore: McGraw-Hill Book Co.
- Indriantoro, N., & Bambang, S. (1999). *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*, Edisi Pertama, Yogyakarta: BPFE.
- Kaplan, R. S., & David, P. N. (2001). *The Strategy-focused Organization: How Balanced Scorecard Companies Thrive in The New Business Environment*. Boston: Harvard Business School Press.
- McDaniel, J. S., Gadkari, V. V., & Joseph V. (2000). The Environmental EVA: A Financial Indicator for EH & S Strategists. *Corporate Environmental Strategy* 7(2).
- Mulia, T. W. (2002). Penerapan Konsep EVA sebagai Added Approach dari Analisis Rasio Keuangan untuk Mengukur Kinerja PT Gudang Garam di Kediri. *Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi* 2, 129–149.
- Peixoto, S. (2001). *Economic Value Added Application to Portuguese Public Companies* (Unpublished).
- Poeradisastra, T. (2003). Menelanjangi Fatamorgana Laba Perusahaan. *Swasembada* 21(XIX), 28-29.
- Septiawan, J. (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, M. (1997). *Strategic Management Accounting*, 2nd Edition. North Ryde: Butterworths.
- Stewart, G. B. (1991). *The Quest for Value: The EVA Management Guide*. New York: Harper Business.
- Sumodiningrat, G. (1994). *Ekonometrika Pengantar*. Yogyakarta: BPFE.

- Supranto, J. (2001). Statistik untuk Pemimpin Berwawasan Global, Jakarta: Salemba Empat.
- Wood, N. A. (2000). Economic Value Added (EVA): Uses, Benefit and Limitation—A South African Perspective. *Southern African Business Review* 4, 46 – 53.
- Young, S. D., & Stephen F. O. (2001). *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. New York: Mc Graw-Hill.