

PERBEDAAN PERUSAHAAN PENCIPTA *ECONOMIC VALUE ADDED* POSITIF DENGAN *ECONOMIC VALUE ADDED* NEGATIF

Suripto

Jurusan Administrasi Bisnis - Universitas Lampung,
Jl. Sumantri Brojonegoro No. 1, Bandar Lampung

Abstract: *This research was to explain and analyze the different variable of Inflation Rate, Exchange Rate, Interest Rate, Ratio Plant Asset, Size Measure Company, Profitability, Growth, LD / E, TD / TA, Stock of Return, Book To Market between company having Economic Value Added (Positive) and company having Economic Value Added (Negative). Analysis which was used in this research was multivariate analysis of variant (MANOVA). There was different variable of Inflation Rate, Exchange Rate, Interest Rate, Ratio Plant Asset, Size Measure Company, Profitability, Growth, LD / E, TD / TA, Stock of Return, Book To Market between company having Economic Value Added (Positive) and negative EVA. However, by partial, only different sale size was significant*

Keywords: *Economic Value Added (EVA)), Multivariate Analysis of Variant (MANOVA)*

Secara umum setiap perusahaan didirikan mempunyai tujuan untuk menghasilkan laba yang sebesar-besarnya untuk kepentingan seluruh *stake holder*. Tanggung jawab perusahaan bukan hanya kepada pemilik saja, melainkan kepada semua pihak yang mempunyai kepentingan. Segala kebijakan yang ada di perusahaan harus mempertimbangkan dampaknya kepada *stake holder*. Pada saat ini, memaksimalkan laba sudah tidak relevan lagi, memaksimalkan nilai suatu perusahaan adalah suatu tujuan yang sangat relevan dalam era persaingan yang sangat ketat ini, terutama perusahaan-perusahaan yang sudah *go public*. Tujuan perusahaan-perusahaan yang

go public, dimana sahamnya diperjualbelikan di pasar bursa adalah memaksimalkan nilai saham karena nilai saham yang ada adalah cerminan kekayaan para pemegang sahamnya atau investor. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan yang kepemilikannya dimiliki oleh publik, nilai perusahaan dikaitkan dengan nilai saham yang beredar di pasar.

Para investor selalu ingin memaksimalkan *return*, *return* merupakan motivator dalam suatu proses investasi, maka pengukuran *return* merupakan suatu cara yang sering digunakan investor dalam menentukan investasi. Pengukuran *return* secara histories memungkinkan investor untuk mengetahui keberhasilan suatu investasi di masa akan datang yang belum diketahui secara pasti. Investor sebagai pemilik saham dapat memiliki keuntungan berupa pertama, yaitu

Korespondensi dengan Penulis:

Suripto : Telp. +62 721 704 626 Psw. 519

E-mail : riptounila@gmail.com

dividen, jika perusahaan memiliki laba yang merupakan sumber dana bagi pembayaran dividen dan manajemen memilih membayar dividen dari pada menahan laba. Kedua, *capital gain* (keuntungan modal) yaitu selisih dari harga jual dengan harga beli saham, jika menjual sahamnya dengan kurs yang lebih tinggi dari kurs waktu membeli.

Pendekatan fundamental bertitik-tolak dari pemikiran bahwa harga saham yang wajar ditentukan oleh harapan atas: dividen, pertumbuhan keuntungan dan tingkat suku bunga dimasa mendatang. Ketiga hal ini dipengaruhi oleh kondisi makro ekonomi dimana perusahaan beroperasi. Pendekatan makro ekonomi diajukan oleh Ross yang mengajukan model yang dapat menjelaskan keterkaitan tingkat hasil saham dengan faktor ekonomi atau yang dikenal dengan pendekatan *Arbitrage Pricing Model* (APT). Pendekatan ini mengisyaratkan adanya hubungan linier antara tingkat hasil sekuritas dengan beberapa faktor. Model APT menyatakan bahwa tingkat keuntungan dari saham yang diperdagangkan di pasar modal terdiri dari dua komponen, yaitu: tingkat keuntungan normal atau tingkat keuntungan yang diharapkan dan tingkat keuntungan yang tidak pasti atau berisiko (Husnan,1994).

Harga saham yang juga merupakan indikator nilai perusahaan pada dasarnya juga merupakan gambaran keberhasilan dari keputusan-keputusan strategis keuangan (keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen) yang dibuat oleh manajemen perusahaan. Keberhasilan dari keputusan-keputusan strategis keuangan tersebut, dinilai berdasarkan dampak yang ditimbulkannya terhadap harga saham. Manajemen perusahaan dapat dikatakan berhasil apabila keputusan-keputusan yang diambil berdampak positif atau dapat meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dari peningkatan harga saham perusahaan.

Pengukuran kinerja yang berhubungan dengan nilai tambah adalah pengukuran kinerja berdasarkan nilai tambah ekonomis atau yang dikenal dengan *Economic Value Added (EVA)* yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut. Pengukuran kinerja berdasarkan nilai tambah ekonomis akan memberikan arah bagi manajemen untuk mengambil kebijakan dan strategi yang dapat menciptakan nilai tambah secara ekonomis. Begitu juga, bagi manajemen dapat dikatakan berhasil apabila dapat menciptakan nilai tambah secara ekonomis.

Konsep EVA pertama kali diperkenalkan pada awal 1989 dan mendapat perhatian sampai 1993 (*Fortune 1993* dalam Chen Shimin, et al, 2001). *EVA* mempunyai pengaruh yang lebih signifikan terhadap *Stock Return* dari pada *Earning Per Share (PER)*, *Return on Equity (ROE)* dan *Return on Investment (ROI)*. Sebagaimana iklan Stewart sebagai konsultan yang pertama kali mengembangkan konsep *EVA* "lupakan *PER*, *ROE* dan *ROI*. *EVA* lebih berpengaruh signifikan terhadap *Stock Return* (Stewart & Co,1995 dalam Chen Shimin, et al, 2001).

Perhitungan "SWA 100" tahun ini, merupakan yang keenam kalinya yang dilakukan oleh *team MarkPlus & Co* bekerjasama dengan majalah SWA dan juga Maksi UI/FE UI. Pemeringkatan dilakukan dengan menggunakan metode *EVA* yang dipopulerkan oleh *Steward & Co*. Seperti tahun lalu, penentuan 100 perusahaan terbaik dilakukan berdasarkan pemeringkatan terhadap perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya (belum termasuk perusahaan-perusahaan sekuritas, asuransi maupun perusahaan pembiayaan dan jasa keuangan lainnya) dan untuk Bank dilakukan pemeringkatan tersendiri. Sebanyak 277 perusahaan publik yang telah menyerahkan audited *financial statement* 2005 sampai dengan awal Agustus 2006, hanya 219 perusahaan yang diikuti dalam pemeringkatan.

EVA yang positif mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut berhasil menciptakan nilai tambah secara ekonomis dan perusahaan berhasil meningkatkan *return* di atas biaya modal (*cost of capital*). Para pemegang saham menanamkan dananya di perusahaan tentunya mempunyai tujuan untuk memperoleh keuntungan sebagai *interpretation* dari dana yang mereka tanamkan. Tujuan tersebut dapat terwujud apabila perusahaan dapat menghasilkan keuntungan atau laba, bisa jadi tidak memperoleh keuntungan, bahkan modal yang mereka tanamkan akan hilang apabila perusahaan tersebut mengalami kerugian. Jadi ada dua kemungkinan memperoleh laba dan memperoleh kerugian, yang menjadi permasalahan seberapa besar tingkat keuntungan yang diharapkan oleh pemegang saham tersebut

EVA ditentukan oleh besarnya keuntungan dan biaya modal (*cost of capital*). Besarnya EVA sangat dipengaruhi oleh seberapa besar modal yang dipakai dan seberapa besar biaya modal tersebut, biaya modal internal maupun biaya modal eksternal (hutang). Berkenaan dengan biaya modal, sejauhmana perusahaan dapat mengelola modal tersebut, terutama yang berhubungan dengan sumber modal tersebut. Seberapa besar komposisi modal sendiri dan modal dari pihak ketiga atau hutang. Komposisi kedua modal tersebut akan menentukan besarnya biaya modal dan biaya hutang. Penggabungan kedua biaya modal tersebut dikenal dengan biaya modal rata-rata atau *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*.

Besarnya WACC ditentukan oleh besarnya modal sendiri dan modal hutang dengan biaya yang berbeda. Karena biayanya berbeda, maka besarnya WACC ditentukan oleh komposisi besarnya modal dan biaya modal tersebut, baik modal sendiri maupun modal hutang. Dengan demikian, tugas manajer keuangan sejauh mana mengelola komposisi modal yang optimal dari kedua sumber modal tersebut. Artinya manajer

diharapkan dapat meminimalkan biaya modal dengan keputusan pendanaan yang tepat melalui penciptaan struktur modal yang optimal.

EVA dapat dijadikan sebagai metode pengukuran kinerja keuangan dan juga merupakan kerangka kerja manajemen yang lebih komprehensif. Begitu juga perusahaan yang mempunyai nilai EVA negatif, berarti perusahaan tersebut tidak berhasil menerapkan *Value-Based Management (VBM)*. Uji beda ini bertujuan untuk mengetahui variabel mana yang menentukan perbedaan perusahaan yang mempunyai EVA positif dan negatif. Variabel pembeda tersebut dapat dijadikan acuan bagi perusahaan untuk meningkatkan atau merubah nilai EVA positif menjadi nilai negatif.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis sejauhmana perbedaan antara perusahaan yang mempunyai nilai EVA positif dan nilai EVA negatif yang dilihat dari *Macro Economic, Asset Turnover, Size of The Firms, Profitabilitas, Sales Growth, Capital Structure, dan Stock Return to Market*.

ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

EVA pada prinsipnya memperhitungkan *economic profit*, dapat dihitung melalui dua pendekatan, yaitu : (1) $EVA = NOPAT - Capital\ Charges$, yaitu *net operating profit after tax* dikurangi biaya modal, atau: (2) $EVA = (RONA - WACC) \times IC$, yaitu (*return on net assets* dikurangi *weighted average cost of capital*) kemudian dikalikan dengan *invested capital*. NOPAT merupakan hasil penjumlahan dari laba usaha, penghasilan bunga, beban/penghasilan pajak penghasilan, *tax shield* atas beban bunga, bagian laba/rugi bersih anak perusahaan, laba/rugi kurs, dan laba/rugi lain, tidak mengikutkan faktor-faktor non operasional dan laba/rugi luar biasa seperti halnya laba/rugi karena penghentian

KEUANGAN ■■■■■

usaha. WACC merupakan perhitungan rata-rata biaya modal tertimbang, yaitu biaya modal sendiri (Ce) dan biaya modal pinjaman (Cd), dengan rumus sebagai berikut :

$$WACC = Pd \cdot Cd (1-T) + Pe \cdot Ce$$

Pd = proporsi debt

Cd = cost of debt

Pe = proporsi equity

Ce = cost of equity, menggunakan CAPM

$$Ce = rs = rf + \hat{\alpha} (rm - rf),$$

rs = return saham,

rf = risk free

SBI, β (beta) mencerminkan *risk indicator/volatility* dari perusahaan, diambil dari *Bloomberg*, sedangkan *risk premium*, $rm - rf$ ditetapkan sebesar 6%. *T*, tax rate ditetapkan sebesar 30%. *Invested capital* meliputi hutang bank jangka pendek, hutang bank jangka panjang, kewajiban sewa guna usaha, obligasi, kewajiban pajak tangguhan, kewajiban jangka panjang lainnya, hak minoritas atas aktiva bersih anak perusahaan dan ekuitas. Penghitungan EVA tersebut, dilakukan juga beberapa penyesuaian (*adjustment*), antara lain: biaya penelitian dan pengembangan, biaya iklan dan promosi, biaya restrukturisasi dan biaya penyusutan.

Stewart (1991), O'Byrne (1996), Lehn dan Makija (1997) dan Worthington dan West (2004) menyatakan bahwa EVA mengungguli ukuran kinerja tradisional (*accounting/accrual earning*) dalam menjelaskan nilai perusahaan. Penelitian-penelitian tersebut membuktikan bahwa EVA dapat mempengaruhi *stock return* dan nilai perusahaan. Bahkan EVA mempunyai pengaruh yang lebih besar dari pada *earning* yang didasarkan pada akuntansi. Perusahaan dapat meningkatkan *Stock Return* dan nilai perusahaan dengan meningkatkan nilai *Economic Value Added* (EVA).

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, 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, menguji hubungan komponen EVA, yaitu: aliran kas bersih, operasi *accrual*, bunga setelah pajak, biaya modal dan penyesuaian akuntansi terhadap *stock return*. Hasilnya menunjukkan bahwa tidak ada komponen unik EVA yang mempunyai pengaruh nyata terhadap *return*. Penelitian di atas mengambil obyek perusahaan-perusahaan yang tercantum dalam daftar *Stern Stewart & Co.*

Dodd dan Chen (1996), Biddle, *et al.*, (1997) dan Ismail (2006) sebaliknya menyatakan bahwa ukuran kinerja tradisional seperti *Earning Per Share* (EPS), *Return on Equity* (ROE) dan *Return on Asset* (ROA), *net income*, *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT) masih lebih unggul daripada EVA. Selanjutnya juga, Chen dan Dodd (2001) membandingkan pengukuran: *operational income*, *residual income* dan *Economic Value Added* (EVA) dalam kaitannya dengan nilai relevansinya dengan *variance Stock Returns*, dalam penelitiannya yang berjudul *Operating Income (OI), Residual Income (RI) and Economic Value Added (EVA): Which Metric is more Value?*. Data dikumpulkan dengan menggunakan *cross section* dan *time series* dari 19.996 perusahaan di AS. Dari hasil analisis regresi penelitian tersebut dapat disimpulkan: pertama bahwa nilai relevansi dari ketiga ukuran profitabilitas yaitu *operational income*, *residual income* dan EVA tersebut, dimana *operating income* mempunyai nilai yang lebih besar dari pada EVA dan RI dalam menentukan variasi *stock return*. Ketiga ukuran profitabilitas tersebut mempunyai kandungan informasi (*information content*) dalam kaitannya

dengan relevansi nilai. Hal ini menunjukkan bahwa pasar lebih percaya pada pelaporan pendapatan yang telah diaudit daripada matrik EVA yang belum diaudit.

Biddle dan Bowen (1998) memberikan bukti empiris yang berkenaan dengan EVA, menemukan bahwa *earning* mendominasi EVA dari *content* informasi relatif dalam menjelaskan *stock return* dan nilai perusahaan. Komponen dari EVA hanya memberikan kandungan informasi yang sedikit dalam aliran kas dan *accruals*, dan kontribusinya tidak signifikan. *Earning* atau EVA dapat dijadikan sebagai tolok ukur dalam memberikan insentif. Begitu juga EVA dapat memberikan kandungan informasi bagi pasar melalui *news content*.

Byrne (2002) mengadakan penelitian untuk mengetahui kegunaan EVA sebagai suatu pengganti harga saham dan kelebihan pengembalian berdasarkan asumsi bahwa EVA mendorong harga saham, khususnya jika angka-angka disesuaikan dengan penyimpangan berdasarkan GAAP. Data penelitian berdasarkan data penyesuaian akuntansi dari konsultan *Stewart and company*. Hasilnya menunjukkan bahwa 31 persen dari variasi dalam rasio nilai pasar terhadap modal yang diinvestasikan lawan NOPAT (*net operating after-taxes*) sebesar 17 persen. Hal ini menunjukkan bahwa EVA lebih signifikan daripada NOPAT.

Oxelheim dan Wihlborg (2002) dengan judul penelitiannya *Recognizing Macroeconomic Fluctuations in Value Based Management*. Penelitian ini menguji pengaruh fluktuasi ekonomi makro terhadap perusahaan yang menerapkan manajemen berbasis nilai (VBM). Kerangka kerja VBM dibangun untuk mendukung tujuan investasi, keputusan strategi utama dan sistem bonus. Kerangka kerja VBM ini sejalan dengan konsep *Economic Value Added* (EVA) sebagai alat dalam rangka penerapan manajemen berbasis nilai. Perubahan kinerja yang terjadi sering disebabkan oleh fluktuasi perubahan

ekonomi makro akan mempengaruhi aliran kas yang dapat dilihat dari koefisien dari perubahan ekonomi makro tersebut. Perubahan Ekonomi Makro akan berdampak pada penerapan manajemen berbasis nilai melalui aliran kas korporasi

Worthington dan West (2004) meneliti 110 perusahaan di Australia dengan judul penelitian *Australian Evident Concerning the Information Content of Economic Value Added*. Penelitian ini membandingkan pengaruh antara EVA dengan ukuran kinerja berdasarkan akuntansi (*accounting-base*), antara lain: *earning*, *net cash flow* dan *residual income* terhadap *stock returns*. Menguji apakah varian dari *residual income* yang diketahui sebagai *economic value added* (EVA). Hasilnya menunjukkan bahwa EVA mempunyai pengaruh yang lebih besar dan signifikan dari pada *earning*, *net cash flow* dan *residual income*, walaupun kelima variabel tersebut mempunyai hubungan positif signifikan terhadap *returns*. Selanjutnya dengan menggunakan *relative information test* menyatakan bahwa *returns* mempunyai hubungan yang lebih erat terhadap EVA daripada *earnings*, *net cash flow* dan *residual income*. Begitu juga menguji pengaruh komponen EVA yaitu *net cash flows*, *operating accrual*, *after-tax interest*, *cost of capital* dan *accounting adjustments* terhadap EVA dan *stock returns*. Hasilnya menunjukkan bahwa *after-tax interest* dan *cost of capital* yang merupakan komponen unik dari EVA mempunyai hubungan yang paling erat terhadap EVA. Selanjutnya GAAP yang berhubungan dengan *adjustments* mempunyai hubungan yang paling erat secara signifikan dalam menjelaskan *stock returns*.

Beberapa penelitian tersebut menunjukkan bahwa adanya ketidak konsistenan pengaruh EVA terhadap *Stock Return* atau nilai perusahaan. Begitu juga penelitian-penelitian tersebut dilakukan di negara-negara maju, dimana kondisi pasar modalnya sudah cukup maju dan berkembang. Dengan demikian masih diperlukan

adanya penelitian lebih lanjut, terutama di negara-negara berkembang (Indonesia), sejauhmana pengaruh EVA terhadap *stock returns*.

WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL (WACC) DAN PENYESUAIAN AKUNTANSI

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 risiko 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.

Masing-masing 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 : $k_d = k_d \times (1 - t)$ (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 risiko, 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:

$$WACC = (k_e \times W_e) + [(k_d \times (1-t))] \times W_d$$

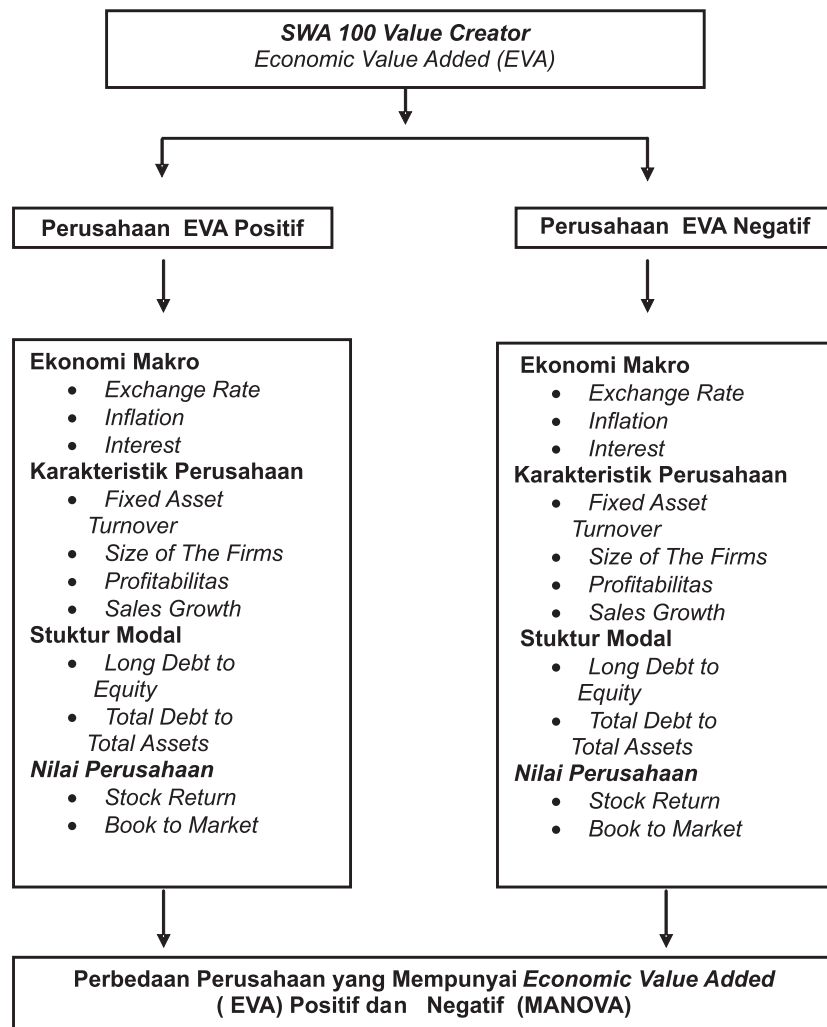
Di mana W_e adalah persentase ekuitas dalam struktur modal dan W_d adalah persentase hutang dalam struktur modal. Baik ekuitas maupun hutang dihitung berdasarkan nilai pasarnya. EVA sepintas terlihat lebih *accounting-based* daripada *economic measure*. Kenyataannya EVA menurut Stewart (1991) diusulkan serangkaian *adjustments* untuk menyesuaikan pengukuran sehingga lebih mendekati basis arus kas. Penyesuaian untuk NOPAT dan *capital base* (*invested capital*) terutama dilakukan untuk : 1) *operating lease expenses* di mana 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, di mana 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, di mana 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), di mana 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 yang ditangguhkan, di mana pajak penghasilan yang ditangguhkan seharusnya diabaikan karena bukan merupakan suatu biaya tunai. 6) amortisasi *good will*, dimana amortisasi *good will* 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 Piutang Ragu-Ragu, di mana 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.

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).

KERANGKA KONSEPTUAL PENELITIAN



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

METODE

Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini disebut sebagai penelitian *explanatory*, yaitu menjelaskan hubungan kausal antara variabel melalui pengujian hipotesis (Singarimbun dan Effendi, 1995). Jenis penelitian ini termasuk jenis penelitian *ex post facto*, yaitu suatu penelitian yang datanya dikumpulkan setelah terjadinya suatu fakta atau peristiwa (Indrianto dan Supomo, 1999)

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah hasil pemeringkatan perusahaan pencetak EVA terbesar yang termasuk dalam perusahaan-perusahaan *SWA100* yang dilakukakan oleh majalah *SWA* sembeda bekerja sama dengan *MarkPlus, Inc.* dan Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia di luar perusahaan sekuritas, asuransi ataupun pembiayaan dan perbankan. Pemeringkatan dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan yang *go public* berdasarkan hasil survey terhadap laporan keuangan yang telah diaudit dan layak dengan metode perhitungan EVA yang dipopulerkan oleh *Stewart & Co.* Dengan demikian populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan *SWA100* pencetak EVA terbesar tahun 2002, 2003, 2004, 2005 dan 2006.

Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode *purposive sampling* yaitu pemilihan sampel yang disesuaikan dengan tujuan yang telah ditetapkan sebelumnya. Untuk memperoleh sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian ini, maka pemilihan sampel berdasarkan kriteria-kriteria sebagai berikut: 1) perusahaan-perusahaan yang termasuk *SWA100* pencetak EVA terbesar dengan asset di atas Rp 1 triliun. 2)

Perusahaan-perusahaan yang termasuk *SWA100* pencetak EVA terbesar dari tahun 2002 sampai 2006.

Sumber dan Teknik Pengumpulan data

Data sekunder adalah data yang dikumpulkan oleh pihak lain untuk tujuan tertentu (Cooper, *et al.*, 1996). Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder atau dokumen, yaitu data yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta dan Bursa efek Surabaya (sekarang Bursa Efek Indonesia) yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, *Indonesian Securities Market Database*, Majalah Swasembada dan Bank Indonesia yang berupa laporan indikator-indikator Ekonomi Makro. Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah teknik dokumentasi untuk memperoleh nilai EVA, laporan keuangan, harga saham, tingkat bunga, nilai tukar rupiah terhadap dollar U\$ dan tingkat inflasi.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Tingkat inflasi (Y1)

Variabel ini iukur dengan Indeks Harga Konsumen merupakan besarnya pengaruh perubahan Indeks Harga Konsumen terhadap harga saham. Variabel ini dinyatakan dengan koefisien *slope regresi* dari harga saham akhir bulan yang merupakan fungsi dari Indeks harga saham dan tingkat inflasi.

Nilai Tukar (Y2)

Variabel ini merupakan pengaruh merupakan besarnya pengaruh perubahan kurs Dolar Amerika selama setahun terhadap harga saham. Variabel ini dinyatakan dengan koefisien *slope regresi* dari harga saham akhir bulan yang merupakan fungsi dari Indeks harga saham dan nilai tukar.

Tingkat Bunga (Y3)

Variabel ini merupakan besarnya bunga pinjaman rata-rata pada Bank Umum. Variabel

ini dinyatakan dengan koefisien *slope regresi* dari harga saham akhir bulan yang merupakan fungsi dari Indeks harga saham dan tingkat bunga.

Rasio Aktiva Tetap (Y4)

Variabel ini merupakan gambaran kemampuan perusahaan dalam menjalankan aktivitasnya atau memutar aktiva tetap yang diukur dengan perbandingan antara aktiva tetap dengan total aktiva.

Ukuran Perusahaan (Y5)

Variabel ini merupakan gambaran besar kecilnya perusahaan yang diukur dengan *log* dari penjualan.

Profitabilitas (Y6)

Variabel ini merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Ukuran yang dipakai dalam penelitian ini adalah perbandingan antara aliran kas dengan penjualan.

Pertumbuhan (Y7)

Variabel ini merupakan kemampuan perusahaan dalam menjalankan usahanya yang tercermin dari perkembangan penjualan. Ukuran yang dipakai dalam penelitian ini adalah perbandingan total penjualan tahun t dikurangi total penjualan tahun t-1 dengan total penjualan tahun t-1.

Hutang Jangka Panjang (Y8)

Variabel ini merupakan perbandingan antara Hutang Jangka Panjang dengan Modal Sendiri.

Total Hutang (Y9)

Variabel ini merupakan perbandingan antara Total hutang dengan Total Aktiva.

Stock Returns (Y10)

Variabel ini merupakan *Return* yang diterima oleh pemegang saham, yaitu 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*). Ukuran yang dipakai dalam penelitian ini adalah perbandingan antara harga saham tahun t ditambah dividen, dikurangi harga saham t-1, dengan harga saham t-1.

Book-to-Market (Y11)

Merupakan ukuran kekayaan pemegang saham dari aspek nilai buku saham dan nilai pasar atau harga saham. Ukuran yang dipakai dalam penelitian ini adalah perbandingan antara nilai buku suatu saham dengan nilai pasar pada akhir tahun penutupan.

Variabel Independen yang digunakan dalam penelitian ini yaitu :

Economic Value Added (EVA)

Variabel ini merupakan 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) EVA diukur dengan satuan rupiah per lembar saham .

HASIL

Perbedaan Perusahaan yang Mempunyai Economic Value Added (EVA) Positif dengan Perusahaan yang Mempunyai Economic Value Added (EVA) Negatif.

Uji ini membedakan variabel Tingkat Inflasi (Y1), Nilai Tukar (Y2), Tingkat Bunga (Y3), Rasio Aktiva Tetap (Y4), Ukuran Perusahaan (Y5), Profitabilitas (Y6), Pertumbuhan (Y7), LD/E (Y8), TD/TA (Y9), *Stock Return* (Y10), *Book to Market* (Y11) antara perusahaan yang mempunyai EVA positif dengan perusahaan yang mempunyai EVA negatif dengan menggunakan analisis data *multivariate analysis of variant (MANOVA)*.

KEUANGAN

Dari hasil perhitungan dengan menggunakan model Manova dengan menggunakan uji Pillai's Trace, Wilks' Lambda, Hotelling's Trace, dan Roy Largest Root diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 1. Uji Multivariat Secara Bersama-sama

Multivariate Tests ^b						
Effect		Value	F	Hypothesis df	Error df	Sig.
Intercept	Pillai's Trace	.994	1590.045 ^a	11.000	99.000	.000
	Wilks' Lambda	.006	1590.045 ^a	11.000	99.000	.000
	Hotelling's Trace	176.672	1590.045 ^a	11.000	99.000	.000
	Roy's Largest Root	176.672	1590.045 ^a	11.000	99.000	.000
EVA	Pillai's Trace	.258	3.131 ^a	11.000	99.000	.001
	Wilks' Lambda	.742	3.131 ^a	11.000	99.000	.001
	Hotelling's Trace	.348	3.131 ^a	11.000	99.000	.001
	Roy's Largest Root	.348	3.131 ^a	11.000	99.000	.001

a. Exact statistic

b. Design: Intercept+EVA

Hasil pengujian secara parsial dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Pengujian Perbedaan Variabel Secara Parsial (Test of Between Subjects Effects)

Variabel Independen	Koefisien Determinasi (R ²)	Signifikansi
Tingkat Inflasi	0.003	0.469
Nilai Tukar	0.002	0.526
Tingkat Bunga	0.001	0.726
Rasio Aktiva Tetap	0.005	0.328
Ukuran Perusahaan	0.186	0.000
Profitabilitas	0.000	0.814
Pertumbuhan	0.005	0.814
Long Debt/Equity	0.001	0.360
Total Hutang/Total Aktiva	0.005	0.849
Stock Returns	0.003	0.473
Book to Market	0.006	0.157

Sumber : Lampiran 8 Manova.

PEMBAHASAN

Hasil Uji manova (pengujian secara serentak) menunjukkan nilai F hitung 3.131 dan nilai sign

0.001, nilai sign ini lebih kecil dari 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa ada perbedaan yang signifikan Tingkat Inflasi (Y1), Nilai Tukar (Y2), Tingkat Bunga (Y3), Rasio Aktiva Tetap (Y4), Ukuran Perusahaan (Y5), Profitabilitas (Y6), Pertumbuhan (Y7), LD/E (Y8), TD/TA (Y9), Stock Return (Y10), Book to Market (Y11) antara

perusahaan yang mempunyai EVA positif dengan perusahaan yang mempunyai EVA negatif secara bersama-sama.

Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang mempunyai nilai EVA positif dan

negatif akan mengakibatkan perbedaan Tingkat Inflasi, Nilai Tukar, Tingkat Bunga, Rasio Aktiva Tetap, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Pertumbuhan, LD/E, TD/TA, Stock Return, Book to Market. Artinya perbedaan EVA akan berdampak pada perbedaan pengaruh nilai tukar, inflasi dan bunga pinjaman (ekonomi

makro) terhadap perusahaan, perbedaan aktiva tetap, ukuran perusahaan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan (karateristik perusahaan) dan perbedaan perbandingan hutang jangka panjang dengan modal sendiri dan perbandingan total hutang dengan total aktiva (struktur modal) serta perbedaaan *Stock Return* dan *Book to Market* (nilai perusahaan)

Berdasarkan hasil analisis pada tabel 2, maka pengujian secara parsial dapat dijelaskan sebagai berikut :

Tingkat Inflasi (Y1)

Variabel tingkat inflasi (Y1) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.547. Nilai ini lebih besar dari 0.05 (0.547 > 0.05). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan tingkat inflasi (Y1) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.006, yang berarti bahwa variasi tingkat inflasi (Y1) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 0.6% dan sisanya 99.4% dijelaskan oleh variabel lain diluar persamaan model. Meskipun jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa tingkat inflasi (Y1) perusahaan EVA negatif lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan EVA positif (-39.8552 > -130.2877)

Nilai Tukar (Y2)

Variabel nilai tukar (Y2) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.321, nilai ini lebih besar dari 0.05 (0.321 > 0.05). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan nilai tukar (Y2) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.000, yang berarti bahwa variasi nilai tukar (Y2) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 0% dan sisanya 100% dijelaskan oleh variabel lain diluar persamaan model. Meskipun jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa nilai tukar (Y2) perusahaan EVA positif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan EVA negatif (-1.0631 < -0.0812)

Tingkat Bunga (Y3)

Variabel tingkat bunga (Y3) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.110, nilai ini lebih besar dari 0.05 (0.110 > 0.05). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan tingkat bunga (Y3) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.014, yang berarti bahwa variasi tingkat bunga (Y3) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 1.4% dan sisanya 98.6% dijelaskan oleh variabel lain diluar persamaan model. Meskipun jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa tingkat bunga (Y3) perusahaan EVA negatif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan EVA positif (-166.6677 < 673.0327)

Rasio Aktiva Tetap (Y4)

Variabel Rasio aktiva tetap (Y4) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.778, nilai ini lebih besar dari 0.05 (0.778 > 0.05). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan Rasio aktiva tetap (Y4) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.008, yang berarti bahwa variasi Rasio aktiva tetap (Y1.1) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 0.8% dan sisanya 99.2% dijelaskan oleh variabel lain diluar persamaan model. Meskipun jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa Rasio aktiva tetap (Y4) perusahaan EVA negatif lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan EVA positif (0.3693 > 0.3571)

Ukuran Perusahaan (Y5)

Variabel Ukuran perusahaan (Y5) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.000, nilai ini lebih kecil dari 0.05 (0.000 < 0,05). Hasil ini menunjukkan bahwa ada perbedaan yang signifikan Ukuran perusahaan (Y5) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.185, yang berarti bahwa variasi Ukuran perusahaan (Y5) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh

KEUANGAN ■■■■■

sebesar 18.5% dan sisanya 81.5 % dijelaskan oleh variabel lain diluar persamaan model. Jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa Ukuran perusahaan (Y5) perusahaan EVA negatif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($6.0127 < 6.5431$)

Profitabilitas (Y6)

Variabel Profitabilitas (Y6) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.951, nilai ini lebih besar dari 0.05 ($0.951 > 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan Profitabilitas (Y6) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.009, yang berarti bahwa variasi Profitabilitas (Y6) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 0.9% dan sisanya 99.1% dijelaskan oleh variabel lain diluar persamaan model. Meskipun jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa Profitabilitas (Y6) perusahaan EVA negatif lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($0.1872 > 0.1849$)

Pertumbuhan (Y7)

Variabel Pertumbuhan (Y7) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.752, nilai ini lebih kecil dari 0.05 ($0.752 > 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan Pertumbuhan (Y7) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.002, yang berarti bahwa variasi Pertumbuhan (Y7) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 0.2% dan sisanya 99.8% dijelaskan oleh variabel lain diluar persamaan model. Meskipun jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa Pertumbuhan (Y7) perusahaan EVA negatif lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($0.3014 > 0.2741$)

LD/E (Y8)

Variabel LD/E (Y8) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.277, nilai ini lebih besar dari 0.05 (0.277

> 0.05). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan LD/E (Y8) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.002, yang berarti bahwa variasi LD/E (Y8) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 0.002% dan sisanya 99.8% dijelaskan oleh variabel lain diluar persamaan model. Meskipun jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa LD/E (Y8) perusahaan EVA negatif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($-3.9441 < 0.5010$)

TD/TA (Y9)

Variabel TD/TA (Y9) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.389, nilai ini lebih besar dari 0.05 ($0.389 > 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan TD/TA (Y9) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.010, yang berarti bahwa variasi TD/TA (Y9) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 1% dan sisanya 99% dijelaskan oleh variabel lain diluar persamaan model. Meskipun jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa TD/TA (Y9) perusahaan EVA negatif lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($0.5064 > 0.4699$)

Stock Returns (Y11)

Variabel *Stock Returns* (Y10) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.146, nilai ini lebih besar dari 0.05 ($0.146 > 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan *Stock Return* (Y10) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.011, yang berarti bahwa variasi *Stock Return* (Y10) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 1.1% dan sisanya 98.9% dijelaskan oleh variabel lain diluar persamaan model. Meskipun jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) perusahaan EVA negatif lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($1.1253 > 0.5296$)

Book to Market (Y11)

Variabel *Book to Market* (Y11) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.136, nilai ini lebih kecil dari 0,05 ($0,000 < 0,05$). Hasil ini menunjukkan bahwa ada perbedaan yang signifikan *Book to Market* (Y11) antara perusahaan EVA positif dan EVA negatif. Hasil analisis juga menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,028, yang berarti bahwa variasi *Book to Market* (Y4.2) yang dapat dijelaskan oleh persamaan yang diperoleh sebesar 2,8% dan sisanya 97,2 % dijelaskan oleh variabel lain diluar persamaan model. Dan jika dilihat nilai *mean* (rata-rata) tampak terlihat bahwa *Book to Market* (Y11) perusahaan EVA negatif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan EVA positif ($-2.5752 < 3.4986$)

Berdasarkan hasil analisis secara parsial ternyata hanya ukuran perusahaan (karakteristik perusahaan) yang mempunyai perbedaan yang signifikan antara perusahaan mempunyai nilai EVA positif dan negatif. Temuan ini mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan yang diproksikan dengan volume penjualan mempunyai perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang mampu menghasilkan nilai tambah ekonomis (EVA positif) dan yang tidak mampu menghasilkan nilai tambah ekonomis bahkan memusnahkan nilai ekonomis (EVA negatif). Artinya perusahaan dapat meningkatkan nilai tambah ekonomis dengan usaha-usaha yang dapat meningkatkan volume penjualan yang pada akhirnya mampu memberikan nilai tambah ekonomis atau menghasilkan nilai EVA positif.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis sejauhmana perbedaan antara perusahaan yang mempunyai nilai EVA positif dan nilai EVA negatif yang dilihat dari *Macro*

Economic, Asset Turnover, Size of The Firms, Profitabilitas, Sales Growth, Capital Structure, dan Stock Return to Market.

Berdasarkan analisis data bahwa secara bersama-sama ada perbedaan variabel Tingkat Inflasi, Nilai Tukar, Tingkat Bunga, Rasio Aktiva Tetap, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Pertumbuhan, LD/E, TD/TA, *Stock Return, Book to Market* antara perusahaan yang mempunyai EVA positif dengan perusahaan yang mempunyai EVA negatif. Sedangkan secara parsial ternyata hanya ukuran penjualan yang merupakan proksi dari ukuran perusahaan yang membedakan antara perusahaan yang mempunyai EVA positif dengan perusahaan yang mempunyai EVA negatif. Temuan ini mengindikasikan bahwa dengan meningkatkan volume penjualan, perusahaan dapat meningkatkan nilai EVA dari perusahaan yang menghasilkan nilai EVA negatif ke EVA positif.

Saran

Memperhatikan hasil analisis secara parsial saran yang dapat diberikan bahwa perusahaan untuk meningkatkan kinerjanya yang diukur dengan EVA dapat meningkatkan penjualan perusahaan. Peningkatan penjualan akan berdampak positif pada peningkatan kinerja perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Anonim. 2004. Seratus Jagoan Pencetak EVA Terbesar. *Swasembada*. Edisi 20, No.23, hal.34-38.

_____. 2006. SWA 100 Value Creator. *Swasembada*. Edisi.22, No.25, hal.34- 38.

_____. 2007. SWA 100 Indonesia’s Best Wealth Creator 2007. *Swasembada*. Edisi.23, No.26, hal.36-42.

- Bank Indonesia. 2006. *Laporan Bank Indonesia Akhir Tahun 2000-2006*, www.bi.go.id
- BAPEPAM. 2006. *Statistik Pasar Modal*, www.bapepam.go.id.
- Biddle, G., Bowen, R. and Wallace, J. S. 1997. Does EVA Beat Earning ? Evidence on Association with Stock Returns and Firms Value. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol.6, pp.183-232.
- _____. 1998. Economic Value Added : Some Empirical Evidence. *Managerial Finance*, Vol.24, No.11, pp.60.
- _____. 1997. Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Value, *Journal of Accounting and Economics*, 24 : 301 - 336.
- Bursa Efek Indonesia. 2006. *Informasi Laporan Keuangan Emiten Bursa Efek Indonesia Tahun 2000-2006*, www.bei.co.id.
- Chen, S. and Dodd, J.L. 2001. Operating Income, Residual Income and EVA : Which Metric is more Value ? *Journal of Managerial Issues*, Vol.13, No.1, pp.65 - 86.
- ECFIN. 2006. *Indonesian Capital Market Directory 2000-2006*. Institute for Economic and Financial Research. Jakarta.
- Garvey, G. T. and Milbourn, T.T. 2000. EVA versus Earnings: Does It Matter Which Is More Highly Correlated with Stock Returns ? *Journal of Accounting Research* , Vol.38, pp.209-245.
- Griffith, J, M. 2004. The True Value of EVA. *Journal of Applied Finance*, Vol.14, No.2.
- Indriantoro, N. dan Supomo, B. 1999. *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*. Edisi Pertama. BPFE Yogyakarta.
- Ismail, A. 2006. Is Economic Value Added More Associated With Stock Return Than Accounting Earnings? The UK Evidence (Abstract), *International Journal of Managerial Finance*, Vol.2, No.4, pp.343.
- Lehn, K. and Makhija, A.K. 1997. EVA, Accounting Profit and CEO Turnover: An Empirical Examination. *Journal of Applied Corporate Financial*, Vol.10, No.2, pp.90-97.
- O' Byrne, S. 1996. EVA and Market Value. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.9, pp.116 - 125.
- Singarimbun, M. dan Effendi, S. 1995. *Metode Penelitian Survei*. Edisi Kelima, LP3ES, Jakarta.
- Stewart, G.B. III. 1991. *The Quest for Value: The EVA Management Guide*. Harper Business. New York.
- Worthington, A.C. West, T. 2004. Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value Added. *Australian Journal of Management*, Vol.29, No.2, pp.201-211.
- Young, S.D. and O'Byrne, S.F. 2001. *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*, Mc Graw-Hill, New York.
- Yuswohady. 2004. EVA vs Earning Mana yang Lebih Unggul? *Swasembada*. Edisi.20, No.23, hal.69.