

**ANALISIS KINERJA DENGAN METODE *ECONOMIC VALUE ADDED*  
(STUDI KASUS PT. ASTRA INTERNATIONAL TBK )**

**Saidi**

Dosen DPK STIE Atma Bhakti Surakarta

***ABSTRACT***

Performance measurement can be utilized to assess the company efficacy and also as basis for compile the reward system in company. Performance measurement which is many used is ROA and also ROE will push the manager to avoiding investments in project to cause degrading again the investment though beneficial project, and risk lower. This is especial weakness at performance measurement ROA and ROE disregarding the existence of traditional performance above, so reached by the strategy alternative felt more perfect, that is with method EVA (economic value added). In this method profit operates for after interest and tax (EAT) lessened with Total cost capital (Total cost capital). So that EVA shows explicitly expense of company capital. Method EVA represents the process to maximize the company value.

**Key words** : *Company Performance, Assess the Company and method of Economic Value Added.*

**PENDAHULUAN**

Pengukuran kinerja adalah penentuan secara periodik efektifitas operasional organisasi dan kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya (Mulyadi, 1993). Dengan melalui pengukuran tersebut perusahaan dapat mengevaluasi keadaan perusahaan pada saat ini dan menemukan strategi untuk masa yang akan datang (Mirza, 1997).

Salah satu tujuan utama dari sebuah proses adalah untuk memaksimalkan nilai dari perusahaan. Perusahaan dikatakan telah menciptakan nilai apabila perusahaan telah mampu memberikan kontribusi laba seperti yang diharapkan oleh pemilik modal untuk mengetahui seberapa jauh efektifitas penerapan strategi perusahaan maka diperlukan suatu indikator yang mampu mewujudkan ada atau tidaknya penciptaan dari suatu investasi.

Informasi yang digunakan sebagai dasar pengukuran kinerja bisa berupa informasi keuangan maupun informasi non keuangan, dan dapat didasarkan pada pengukuran intern dan ekstern (Horngren, 1994). Pengukuran kinerja berdasarkan data akuntansi intern atau lazim disebut pengukuran kinerja keuangan perusahaan telah dilakukan dengan banyak metode antara lain *operating profit margin*, *Return on Asset* dan tingkat likuiditas (Riyanto, 1995).

Pada saat ini metode pengukuran kinerja untuk mengukur tingkat profitabilitas yang banyak digunakan oleh perusahaan - perusahaan adalah tingkat kembalikan asset (ROA), dan tingkat kembalikan ekuitas (ROE). Namun metode-metode ini dirasakan masih banyak memiliki kelemahan.

Metode-metode diatas dianggap tidak cocok untuk tujuan memaksimalkan nilai perusahaan karena bersifat jangka pendek, dan belum memperhitungkan besarnya biaya modal. Kelemahan utama pengukuran akuntansi tradisional sebagai pengukuran penciptaan nilai adalah bahwa pengukuran tersebut mengabaikan

adanya biaya modal yang sulit untuk mengetahui apakah suatu perusahaan menciptakan nilai atau tidak (Utama, 1997).

Tidak diperhitungkannya biaya modal sendiri atas investasi dalam pengukuran kinerja tradisional mengakibatkan pelaporan laba oleh manajemen perusahaan belum menunjukkan laba riil perusahaan. Hal ini karena penghitungan laba riil perusahaan memasukkan biaya modal sendiri dan modal asing. Dengan tidak mengikutsertakan biaya modal sendiri dalam pengukuran kinerja keuangannya, maka perusahaan mengabaikan kepentingan investor yang telah menanamkan sahamnya di perusahaan.

Bertolak dari kelemahan pengukuran kinerja tradisional diatas maka dicari alternatif strategi yang lebih baik untuk mengukur kinerja perusahaan yaitu dengan metode *Economic Value Added* (EVA). Istilah EVA pertama kali diperkenalkan oleh G. Bennet Steward dan Joel M. Stern. Analisis keuangan dari Stern, Steward Management Service yang merupakan perusahaan konsultan berasal dari Amerika Serikat (Utama, 1997) sebagai jawaban terhadap metode penilaian kinerja yang lebih baik. Kha & Makhija (1996) meneliti kaitan antara berbagai pengukuran kinerja seperti EVA, ROA dan ROE dengan tingkat pengembalian saham yang secara umum dianggap sebagai pengukuran terbaik dari kinerja perusahaan. Penelitian tersebut melibatkan 241 perusahaan selama kurun waktu 1987 - 1993. Hasilnya ini mendukung keefektifan EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan.

O'Byrne (1996) mengemukakan bahwa berdasarkan riset yang telah dilakukan di pasar modal Amerika (NSYE), perubahan EVA dalam 5 tahun menjelaskan perubahan nilai pasar saham sebesar 74% sementara perubahan dalam earning pada periode yang sama hanya menjelaskan perubahan sebesar 24% dan 64%. Penggunaan EVA membuat perusahaan lebih memfokuskan perhatian pada penciptaan nilai. Berbeda dengan pengukuran kinerja akuntansi tradisional, EVA mencoba mengukur nilai tambah yang dihasilkan suatu perusahaan dengan cara mengurangi beban biaya modal yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan. EVA merupakan metode pengukuran kinerja keuangan yang menjelaskan adanya penciptaan nilai (*value creation*) oleh perusahaan bagi kreditur dan pemegang saham. Sedangkan pengukuran kinerja dengan metode tradisional hanya memperhitungkan biaya modal asing.

EVA telah banyak digunakan oleh perusahaan karena memiliki beberapa keunggulan yang tidak dimiliki metode lain. Perusahaan dapat menganalisa informasi dari hasil pengukuran kinerja berdasarkan biaya modal yang sebenarnya.

Peneliti mengambil kasus PT. Astra International Tbk adalah menggunakan analisis ROA dan ROE. Meski dalam perkembangannya tingkat pengembalian cenderung menurun tetapi pada akhir tahun terakhir cenderung meningkat walaupun masih mengabaikan biaya modal. Tingginya resiko yang dihadapi perusahaan atas investasinya harus dikompensasikan dengan tingkat kembalian yang tinggi. Dengan diterapkannya EVA maka diharapkan pihak manajemen akan dapat memahami keinginan para pemilik modal, yaitu memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal perusahaan sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan.

### **Perumusan Masalah**

Adapun dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

- a. Bagaimana mengukur kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai tambah?
- b. Bagaimana membandingkan pengukuran kinerja keuangan perusahaan menggunakan metode EVA dengan pengukuran kinerja tradisional ?

## TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Pengertian Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan adalah suatu tampilan selama periode waktu tertentu. Untuk mengetahui kondisi kinerjanya maka perusahaan dapat melakukan dengan menilai kinerja perusahaannya. Penilaian atau pengukuran kinerja adalah penentuan secara periodik tampilan perusahaan yang berupa kegiatan operasional, struktur organisasi, dan karyawannya berdasarkan sasaran, standar, dan kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya (Mulyadi, 1993 : 41).

Ukuran kinerja perusahaan dapat dibedakan berdasarkan sumber informasi yang dipakai untuk mengukur kinerja. Informasi yang digunakan sebagai dasar pengukuran kinerja bisa berupa informasi keuangan maupun non-keuangan dan dapat didasarkan pada pengukuran intern dan ekstern (Homgren, 1994 : 890).

### Manfaat Penilaian Kinerja

Penilaian kinerja dimanfaatkan oleh manajemen perusahaan (Mulyadi, 1993: 420) untuk :

1. Mengelola kegiatan operasi perusahaan secara efektif dan efisien dengan melalui permotivasi karyawan secara maksimum.
2. Membantu pengambilan keputusan yang bersangkutan dengan karyawan.
3. Mengidentifikasi kebutuhan pelatihan dan pengembangan karyawan dan untuk menyediakan kriteria seleksi dan evaluasi program pelatihan karyawan
4. Menyediakan umpan balik bagi karyawan mengenai bagaimana atasan mereka menilai kinerja.
5. Penilaian kinerja dapat menyediakan suatu dasar bagi distribusi penghargaan.

### Ukuran Kinerja

Terdapat tiga macam ukuran yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja secara kuantitatif (Mulyadi, 1999 : 435)

1. Ukuran kriteria tunggal (*single criterium*)  
Adalah ukuran kinerja yang hanya menggunakan satu ukuran untuk menilai kinerja manajer. Jika ditetapkan kriteria tunggal untuk mengukur kinerja, orang akan cenderung memusatkan usahanya pada kriteria tersebut tanpa memperhatikan kriteria lainnya, yang mungkin sama pentingnya dalam menentukan sukses atau tidaknya perusahaan.
2. Ukuran Kriteria Beragam  
Kriteria beragam muncul untuk mengatasi kelemahan kriteria tunggal. Berbagai aspek kinerja manajer dicari ukuran kriterianya sehingga manajer diukur kinerjanya dengan beragam kriteria. Tujuannya adalah agar manajer mengarahkan usahanya kepada berbagai ukuran kinerja.
3. Ukuran Kriteria Gabungan  
Pada ukuran kriteria beragam tidak ditentukan bobot tiap-tiap kinerja untuk menentukan kinerja keseluruhan manajer, sehingga manajer cenderung mengerahkan usaha, perhatian dan sumber daya kepada kegiatan yang menurut persepsinya menjanjikan perbaikan terbesar pada kinerjanya secara keseluruhan. Oleh karena itu beberapa perusahaan memberikan bobot angka tertentu kepada beragam kriteria kinerja untuk mendapatkan ukuran tunggal kinerja manajer, setelah memperhitungkan bobot beragam masing-masing kriteria kinerja.

### Pengukuran Kinerja dengan Metode EVA

Metode EVA pertama kali dipopulerkan oleh Steward dan Stern pada tahun 1991. Berbeda dengan pengukuran kinerja akuntansi yang tradisional, EVA mengukur nilai tambah (*value creation*) yang dihasilkan suatu perusahaan dengan cara mengurangi laba operasi setelah pajak dengan beban biaya modal (*cost of capital*) yang timbul sebagai akibat dari investasi yang dilakukan. EVA yang positif menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal atau tingkat pengembalian yang diminta pemodal. Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan *nilai bagi pemilik* modal, ini selaiian dengan tujuan memaksimumkan nilai perusahaan. Sebaliknya EVA yang negatif menandakan bahwa nilai perusahaan berkurang akibat tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah dari pada tingkat pengembalian yang dituntut pemodal. Jadi EVA berhubungan langsung dengan nilai intrinsik perusahaan (Utama, 1997 : 10). Manajer harus memaksimumkan EVA jika ingin meningkatkan nilai perusahaan. Secara ringkas, pengukuran kinerja dengan metode EVA dapat dijelaskan dengan tabel. 1

**Tabel 1: Kriteria Kinerja Perusahaan dengan Metode EVA**

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

Sumber: Stern Steward dalam Sidharta Utama (1997)

Stern Steward melakukan beberapa penyesuaian terhadap laba operasi setelah pajak yang disusun menurut standar akuntansi keuangan. Menurut Stern penyesuaian perlu dilakukan untuk menghilangkan kemungkinan distorsi yang ditimbulkan oleh standar akuntansi keuangan. Penyesuaian yang dilakukan adalah dengan melakukan penambahan cadangan-cadangan ekuitas ekuivalen (*equity equivalent reserve*) ke modal serta menambahkan beban periodik dari cadangan-cadangan tersebut ke laba operasi setelah pajak. Contoh dari cadangan - cadangan ekuitas ekuivalen antara lain adalah cadangan piutang tak tertagih, amortisasi kumulatif dari goodwill, dan aktiva tak berwujud yang dikapitalisasikan (misal: pengeluaran untuk penelitian dan pengembangan).

Secara konseptual perhitungan EVA adalah dengan mengurangi biaya modal dari laba. Dengan demikian EVA dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= (\text{Total Modal}) - \left( \frac{(\text{Laba Operasi Setelah Pajak} - \text{Total Biaya Modal})}{\text{Total Modal}} \right) \\ &= (\text{Total Modal}) - (\text{Tingkat Pengembalian atas Modal} - \text{Tingkat Biaya Modal}) \end{aligned}$$

Persamaan diatas menunjukkan bahwa EVA yang positif menandakan tingkat pengembalian yang diminta investor. Diperhitungkannya biaya modal merupakan keunggulan pendekatan EVA dibanding pendekatan akuntansi tradisional dalam menilai kinerja perusahaan.

### Pengertian Biaya Modal

Biaya modal menunjukkan besarnya komposisi atau pengembalian yang dituntut investor atas modal yang tertanam di perusahaan. Sumber dari pada modal yang akan ditanamkan diperoleh, akan menentukan besarnya biaya modal (cost of capital) dan biaya modal ini yang akan dilakukan. Suatu investasi dianggap akan menguntungkan jika investasi tersebut akan menghasilkan tingkat pengembalian (*rate of return*) yang lebih besar dari biaya modal. Di bawah ini adalah beberapa jenis biaya modal sesuai dengan asal dana yang ditanamkan (Riyanto, 1995 : 245) :

1. Biaya Modal Pinjaman (*Cost of Debt*)

Biaya modal pinjaman dihitung dengan cara menentukan tarif bunga efektif setelah pajak. Karena bunga modal pinjaman yang dikeluarkan perusahaan dapat dikurangkan dari penghasilan untuk menentukan laba kena pajak, maka pembayaran bunga pinjaman akan menimbulkan penghematan pajak (tax saving). Sebagai contoh, jika perusahaan membayar bunga 10% atas modal yang ditarik dari pinjaman dan tarif pajak penghasilan adalah 35%, maka tarif bunga efektif setelah pajak adalah sebesar 6,5%(10% -(35% $\times$ 10%))

2. Biaya Modal Saham Istimewa (*Cost of Preferred Stock*)

Saham istimewa menunjukkan hak pemilikan atas perusahaan, namun secara ekonomis, saham istimewa lebih mirip dengan utang jangka panjang. Saham istimewa mengharuskan perusahaan membayarkan dividen dalam jumlah tetap, tanpa melihat perusahaan rugi atau untung. Dividen untuk saham istimewa dibayar terlebih dulu sebelum dividen kepada pemegang saham biasa dibagikan. Biaya modal saham istimewa dihitung dengan cara membagi dividen saham istimewa dengan harga pasar saham istimewa saat ini. Karena dividen yang dibayarkan pada pemegang saham istimewa tidak dapat dikurangkan sebagai biaya dalam laporan laba rugi, maka tidak terdapat penghematan pajak dalam pembayaran dividen ini. Biaya modal saham preferen ( $K_p$ ) dirumuskan berikut:

$$K_p = \frac{D}{P}$$

D = Dividen yang dibagikan tiap tahun

P = Harga saham preferen tersebut

3. Biaya Modal Sendiri

Menunjukkan tingkat keuntungan yang diinginkan oleh pemilik modal pada saat mereka bersedia menyerahkan dana tersebut ke perusahaan. Bila perusahaan telah menjual sahamnya ke bursa, maka taksiran biaya modal

sendiri dilakukan. Bila tidak, estimasi yang dilakukan hanya berdasarkan diri atas referensi perusahaan sejenis. Besarnya biaya modal sendiri (Ke) dapat dihitung dengan menggunakan rumus berikut (EF. Brigham, 1989) :

**Ke = Tingkat keuntungan bebas resiko + resiko saham**

Indikator untuk menentukan besarnya tingkat keuntungan bebas resiko adalah sebesar nilai rata - rata tingkat suku bunga deposito berjangka tiga bulan dari bank. Sedangkan resiko saham diukur dengan menggunakan standar deviasi dari return yang diharapkan dari investasi saham. Nilai return tersebut dihitung dengan rumus (Haugen, 1986):

$$R = \frac{\sum Ri}{n} = \frac{(R_p - R_1) + (R_p - R_2) + (R_p - R_3) + (R_p - R_n)}{n}$$

dimana =R = Return rata-rata

R<sub>i</sub> = Selisih harga ke-I dengan harga perdana

n = banyaknya return yang diamati

Dari hasil perhitungan nilai variabel return diatas, maka besarnya nilai resiko saham merupakan standar deviasi (σ) dari return harapan dan dihitung dengan persamaan:

$$= \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (Ri - R)^2}{n - 1}}$$

Dimana : σ = standar deviasi (resiko saham)

R<sub>i</sub> = Hasil untuk kemungkinan ke-i

R = return rata-rata

n = banyaknya return yang diamati

Tidak semua analisis menggunakan CAPM dalam menaksir biaya modal sendiri. Cara lain adalah dengan pendekatan cashflow. Karena sulitnya memperkirakan arus deviden dimasa yang akan datang, maka rumus yang digunakan adalah modal dengan pertumbuhan konstan. Hal ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$P_o = \frac{D_i}{Ke - q} \quad , \text{ sehingga } Ke = \frac{D_i}{P_o} + q$$

P<sub>o</sub> = harga saham saat ini

D<sub>i</sub> = Deviden yang diharapkan pada tahun depan (th ke I)

Ke = biaya modal sendiri

q = Pertumbuhan laba (& juga deviden)

4. Biaya Modal Rata - rata Tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*)  
Biaya modal rata-rata tertimbang yang disebut juga over all cost of capital adalah tingkat biaya penggunaan modal perusahaan secara keseluruhan. Karena biaya dari masing-masing sumber dana itu berbeda-beda maka untuk menetapkan biaya modal dari perusahaan secara keseluruhan perlu memperhitungkan "*weighted average*" dari berbagai sumber dana tersebut.

Penetapan bobot dapat didasarkan pada :

1. Jumlah rupiah masing-masing komponen modal.
  2. Proporsi modal dalam struktur modal yang dinyatakan dalam persentase.
- Dengan mengalikan masing-masing komponen modal dengan biaya masing-masing komponennya dapat dihitung besarnya biaya modal tertimbang. Dalam penelitian ini nanti, total biaya modal perusahaan akan dihitung dengan cara tertentu.

### Hubungan EVA dengan Nilai Perusahaan

Hubungan antara EVA dengan nilai perusahaan dapat dijelaskan bahwa EVA dapat digunakan sebagai alat untuk menilai perusahaan apabila perhitungan EVA tidak hanya pada periode masa kini, tetapi juga mencakup periode yang akan datang. Hal ini disebabkan karena EVA pada suatu tahun tertentu menunjukkan besarnya penciptaan nilai pada tahun tersebut, sedangkan nilai perusahaan menunjukkan nilai sekarang dari total penciptaan nilai selama umur perusahaan tersebut. Berdasarkan model penilaian Edward-Bell-Ohlson, Lee (1996 : 35) menyatakan bahwa nilai perusahaan dapat dinyatakan sebagai penjumlahan dari total modal yang diinvestasikan ditambah nilai sekarang dari total EVA perusahaan di masa yang akan datang:

$$\text{Nilai perusahaan} = \text{Total Modal yang diinvestasikan} + \text{Nilai sekarang EVA mendatang}$$

Persamaan di atas menunjukkan bahwa EVA yang semakin tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan, artinya EVA yang positif menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal atau tingkat pengembalian yang dimirita investor atas investasi yang dilakukannya.

Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai bagi pemilik modal, konsisten dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. Sebaliknya, ada kemungkinan nilai perusahaan lebih rendah dari total modal yang diinvestasikan apabila total EVA yang dihasilkan perusahaan tersebut negatif. EVA negatif ini menandakan bahwa nilai perusahaan berkurang sebagai akibat tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah daripada tingkat pengembalian yang dituntut investor. EVA juga memberikan informasi atas total modal yang diinvestasikan, tingkat pengembalian atas modal dan tingkat biaya modal dari perusahaan.

Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa manajer harus memaksimalkan EVA jika ingin meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu juga sebagai pengukur kinerja perusahaan, EVA secara langsung menunjukkan seberapa besar perusahaan telah menciptakan nilai bagi pemilik modal.

**Tabel 2: Keunggulan Eva dibandingkan Metode Tradisional**

No	Metode	Metode Tradisional
1	Memperhitungkan biaya modal. Dengan EVA, para manajer harus selalu membandingkan tingkat pengembalian proyek dengan tingkat biaya modal yang mencerminkan tingkat risiko proyek tersebut.	Tidak memperhitungkan biaya modal, sehingga dapat menghasilkan keputusan yang misleading karena hanya memfokuskan pada investasi dengan tingkat pengembalian tinggi tanpa memperhatikan tingkat risiko investasi

2	EVA membantu mengurangi serendah mungkin konflik kepentingan yang umum terjadi antara pihak manajemen dan pemilik modal	Belum dapat mengatasi konflik yang muncul. Manajemen berkepentingan Memaksimumkan tingkat pengembalian yang akan memperbaiki kinerja perusahaannya, sedangkan investor berkepentingan untuk meminimumkan tingkat resiko investasinya.
3	EVA merupakan angka rupiah absolut sehingga bisa berdiri sendiri : - Tidak perlu data pembanding dengan perusahaan sejenis Tidak perlu analisis rasio	Tidak dapat berdiri sendiri : - Perlu data pembanding, seperti standar industri dan sering kali tidak tersedia - Perlu analisis rasio

EVA mendorong pengalokasian dana perusahaan untuk investasi dengan biaya modal yang rendah. Investasi yang demikian umumnya memiliki resiko yang kecil sehingga secara tidak langsung EVA mendorong perusahaan untuk menghindari resiko. Kenyataannya, sebagian besar inovasi dalam bisnis memiliki resiko sangat tinggi terutama dalam era persaingan pasar bebas.

EVA sebagaimana ukuran kinerja keuangan lainnya hanya merupakan tolok ukur kinerja jangka pendek dan berdasarkan sunk cost (investasi historis).

### Menghitung EVA

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

*Capital* merupakan jumlah dana yang tersedia bagi perusahaan untuk membiayai usahanya yang meliputi penjumlahan dari total hutang dan modal perusahaan.

### Penelitian Terdahulu

Suatu penelitian yang menunjang digunakannya EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan dilakukan oleh Lehn dan Makhija (1996), keduanya profesor di Katz Graduate School of Business Administration, University of Pittsburgh, Amerika Serikat Mereka meneliti kaitan antara berbagai pengukur kinerja seperti EVA, ROA dan ROE dengan tingkat pengembalian saham (stock return) yang secara umum dianggap sebagai pengukur terbaik dari kinerja perusahaan. Penelitian tersebut melibatkan 241 perusahaan selama kurun waktu 1987 - 1993. Hasilnya adalah bahwa EVA berkorelasi positif dengan tingkat pengembalian saham dan dibandingkan dengan pengukuran lainnya EVA berkorelasi paling kuat dengan tingkat pengembalian saham. Hasil penelitian ini mendukung keefektifan EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan.

### Kerangka Pemikiran

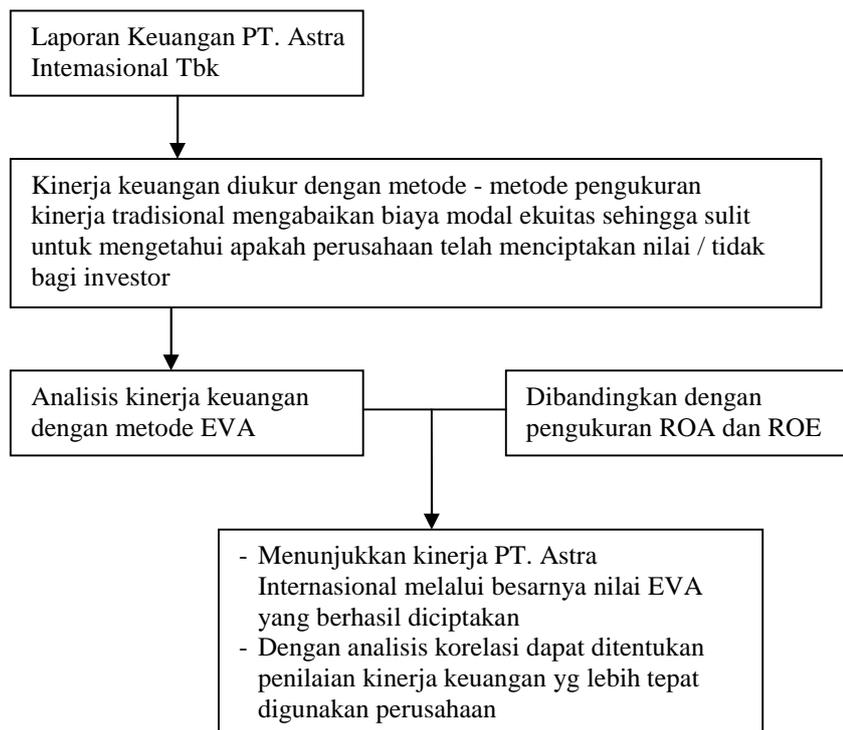
Pada dasarnya dalam penelitian ini setelah diadakan analisis kinerja keuangan dengan metode rasio dirasakan belum mampu menunjukkan laba riil perusahaan karena mengabaikan unsur biaya modal dalam perhitungannya maka untuk mengetahui laba riil perusahaan kemudian diadakan analisis kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan metode EVA yang dalam perhitungannya telah memasukkan unsur biaya modal.

Dilihat dari kondisi keuangan perusahaan periode tahun 2002 -2004 dapat diketahui bahwa perusahaan mengalami fluktuasi diantara periode tersebut.

Perusahaan berusaha mengetahui kinerja keuangan dengan menggunakan analisis kinerja keuangan dengan metode ROA dan ROE. Namun ternyata pengukuran menggunakan ROA dan ROE terdistorsi oleh aturan-aturan akuntansi sehingga belum menunjukkan kinerja keuangan yang sebenarnya. Selain itu pasar dan para pemegang saham juga tidak mengetahui seberapa besar nilai tambah yang akan mempengaruhi keputusan investasi para pemilik modal.

Dari uraian tersebut dapat dibuat skema kerangka pemikiran sebagai berikut:

**Gambar 1. Kerangka Pemikiran**



## METODE PENELITIAN

### Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini menggunakan jenis penelitian deskripsi analisis, yaitu penulis melakukan penelitian menguraikan dan menganalisa suatu keadaan yang sesungguhnya pada obyek penelitian melalui data yang ada. Selanjutnya menyimpulkan dan mencoba memprediksi keadaan yang akan datang secara sistematis, faktual dan akurat mengenai fakta - fakta yang ada dalam kaitannya dengan fenomena yang diselidiki dalam penelitian ini.

### Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Adapun sampel yang akan digunakan adalah Laporan Keuangan Tahunan PT. Astra Internasional yang telah diaudit, meliputi neraca dan laporan laba rugi tahun 2002 - 2004.

### Definisi Operasional

1. Kinerja Pemsahaan adalah suatu tampilan selatoa periode waktu terteritu. adalah suatu tampilan seldtaia periode waktu tertentu. Untuk mengetahui kondisi kinenanya maka pemsahaan dapat melakukan dengan menilai kineria perusahaannya. Penilaian atau pengukuran kinerja adalah penentuan secara periodik tampilan pemsahaan yang bempa kegiatan operasional, struktur organisasi, dan karyawannya berdasarkan sasaraa, standar, dan kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya (Mulyadi,1993 : 419).
2. Analisis Tingkat Kembalikan atas Ekuitas (ROE) adalah perbandingan antara jumlah laba yang tersedia bagi pemilik modal sendiri di satu pihak dengan jumlah modal sendiri yang menghasilkan laba tersebut di lain pihak. Atau dengan kata lain Rentabilitas Modal Sendiri adalah kemampuan suatu perusahaan dengan modal sendiri yang bekerja di dalamnya untuk menghasilkan keuntungan. Laba yang diperhitungkan untuk menghitung RMS adalah laba usaha setelah dikurangi dengan bunga modal asing dan pajak perseroan atau *income tea*. (*Earning After 7WEAT*). Bambang Riyanto (1995)
3. Tingkat Kembalikan atas Assets (Return on Assets), analisis ROA (Rentabilitas Ekonomi) digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba di masa lalu. Analisis ini kemudian dapat diproyeksikan ke masa depan untuk melihat kemampuan perusahaan menghasilkan laba pada masa-masa mendatang (Mamduh MH & Abdul Halim, 1996: 159).
4. *Economic Value Added* (EVA) merupakan indikator tentang adanya penciptaan nilai dari suatu investasi. EVA yang positif menandakan perusahaan berhasil menciptakan nilai bagi pemilik perusahaan. Dalam mengkur EVA yang dihasilkan suatu perusahaan dilakukan dengan cara mengurangi beban biaya modal (*cost of capital*) yang timbul akibat investasi yang dilakukan terhadap laba operasional setelah pajak. Biaya modal merupakan modal yang diinvestasikan perusahaan dikalikan rata-rata tertimbang (*weighted average*)

### Teknik Analisis Data

Penelitian ini akan mengukur kinerja PT. Astra Intemasional Tbk. Dengan metode EVA kemudian dibandingkan dengan ROE, ROA. Kemudian penelitian ini juga menjelaskan hubungan antar variabel - variabel tersebut dengan menggunakan analisis korelasi untuk mengetahui apakah ada hubungan antar variabel. Dalam penelitian ini variabel - variabel yang akan digunakan adalah Pertama, ROE (*Retun on Equity*) atau imbal hasil atas ekuitas. Rumus ROE adalah sebagai berikut:

$$ROE = \frac{EAT}{Total\ Equity} \times 100\%$$

Variabel kedua dalam penelitian ini adalah RO (*Return on Assets*) atau ittlbal hasil atas aktiva yang mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan berdasarkan asset yang dimilikinya. Runius dari ROA adalah:

$$ROE = \frac{EBIT}{Total\ Asset} \times 100\%$$

Variabel yang ketiga adalah prestasi yang dicapai perusahaan dicerminkan melalui besarnya nilai *Economic Value Added* (EVA). Adapun perhitungan EVA adalah:

$$\text{EVA} = \text{Net operating Profit After Tax} - \text{Total Cost of Capital}$$

Untuk kepentingan analisis dipergunakan pendekatan metode analisis kuantitatif dan kualitatif. Metode analisis kuantitatif dilakukan dengan perhitungan data kuantitatif. Metode analisis kualitatif dilakukan dengan menganalisis hasil perhitungan data untuk dapat menarik kesimpulan dari penelitian ini.

Tahap - tahap analisis data kuantitatif dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**1. Menentukan besarnya nilai EVA**, dengan langkah - langkah sebagai berikut:

- a. Menghitung biaya hutang (*cost of debt*)  
Biaya hutang adalah bunga yang dibayarkan atas hutang yang terjamin dalam laporan laba rugi.
- b. Menghitung tingkat biaya modal sendiri
- c. Menghitung struktur permodalan dari neraca
- d. Menentukan biaya modal tertimbang (*weighted average cost of capital*)
- e. Menghitung Net Operating After Tax (NOPAT)
- f. Menghitung EVA  
EVA merupakan selisih dari NOPAT dengan total biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan yang ditunjukkan dalam persamaan :  
$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC}$$

**2. Menentukan besarnya ROE dan ROA**

Kedua variabel ini didapat dari data sekunder yang telah dibuat perusahaan dalam catatan atas laporan keuangan tahunnya.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Penilaian Kinerja PT. Astra Internasional Tbk dengan Metode EVA

Penilaian kinerja dengan Metode EVA akan menghasilkan nilai EVA yang absolut dalam satuan rupiah tertentu. EVA mengukur penciptaan nilai tambah (*value creation*) yang dihasilkan perusahaan dengan cara mengurangi laba operasi setelah pajak (*Net Operating Profit After Tax/ NOPAT*) dengan beban biaya modal (*cost of capital*) yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan. Nilai EVA yang positif menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal atau tingkat pengembalian yang diminta investor. Hal ini dapat diperjelas dengan melihat label 3.

Sebaliknya, nilai EVA yang negatif menunjukkan bahwa nilai perusahaan berkurang akibat tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah daripada tingkat pengembalian yang dituntut oleh investor. Diperhitungkannya biaya modal merupakan keunggulan pendekatan EVA dibanding pendekatan tradisional dalam menilai kinerja keuangan perusahaan. Dengan EVA

perusahaan akan lebih memperhatikan struktur modalnya karena hal ini berkaitan erat dengan besarnya biaya modal.

**Tabel 3: Kriteria Kinerja Perseroan Dengan Metode EVA**

Nilai EVA	Kinerja Perusahaan
EVA Positif	Laba Operasi lebih besar daripada Biaya Modal, menandakan perusahaan berhasil menciptakan nilai tambah untuk investor dan meningkatkan nilai asetnya.
EVA Negatif	Laba Operasi lebih rendah daripada Biaya Modal, menandakan perusahaan tidak berhasil menciptakan nilai tambah, bahkan menurunkan nilai asetnya sebesar EVA Negatif tersebut.
EVA = Nol	Laba Operasi periode itu telah habis untuk menutup Biaya Modal. Perusahaan tidak berhasil menciptakan nilai tambah bagi investor.

Sumber : Stern Steward dalam Sidharta Utama (1997)

Tabel 4 menggambarkan nilai EVA yang telah dicapai PT. Astra Intemasional Tbk mulai tahun 2002 hingga 2004.

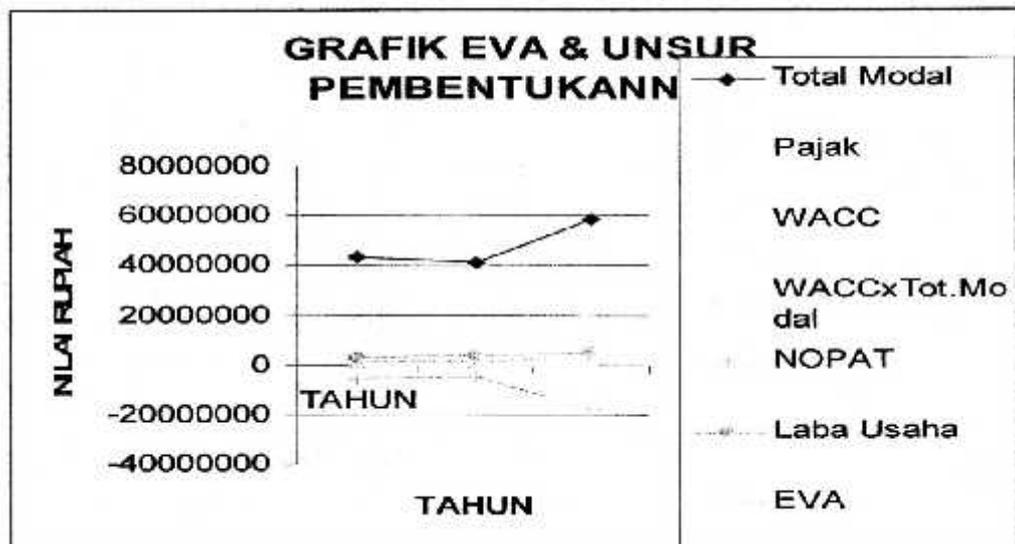
**Tabel 4 : Nilai EVA, Total Modal Dan Cost Of Capital PT. ASTRA INTERNASIONAL Tbk**

Tahun	EVA	Tota Modal	WACC
2002	-5,341,747.13	43449900	0.15467
2003	-4,714,738.95	41302609	0.15062
2004	-17,482,618.17	58570493	0.35368

Sumber : data sekunder yang telah diolah disarikan dari lampiran 2

Tabel 4 menunjukkan hasil perhitungan dengan Metode EVA memberikan nilai EVA yang berfluktuasi. EVA pada 2002 sampai 2004 menunjukkan nilai EVA negatif. EVA negatif ini mengurangi nilai perusahaan pada periode tersebut. Hal ini berarti PT. Astra Intemasional Tbk belum mampu menciptakan nilai perusahaan pada periode tersebut sebesar EVA-nya. Pada tahun 2004 perusahaan mengalami penurunan EVA yang cukup tajam yaitu dari negatif Rp 4,714,738.95 rupiah pada periode sebelumnya menjadi negatif Rp 17,482,618.17 mpiah. Adanya pembahan nilai EVA dari periode ke periode dapat dijelaskan dengan grafik nilai EVA beserta unsur-unsur pembentuknya, seperti pada Gambar 1.

Pada periode 2003 terjadi penunman total modal dalam perusahaan dari tahun sebelumnya, dari sekitar Rp. 43,449,900 pada awal periode, menjadi Rp 41,302,609 pada akhir periode. Dan pada akhir tahun penelitian menjadi naik Rp 58,570,493 Perusahaan melakukan ekspansi usaha yang besar, dengan pembiayaan investasi, baik dengan modal asing maupun modal sendiri.

**Gambar 2. Eva dan Unsur Pembentuknya**

Dengan demikian mengakibatkan kenaikan WACC/Biaya Modalnya. Pada periode ini laba usaha setelah pajak (NOPAT) mengalami kenaikan dari periode sebelumnya. Tetapi karena terjadi kenaikan dalam WACC yang relatif lebih tinggi dibandingkan kenaikan NOPAT-nya, maka mengakibatkan penurunan EVA (terjadi penurunan penciptaan nilai oleh perusahaan kepada pemodal dibandingkan periode sebelumnya).

Pada periode 2002/2003 terjadi penurunan total modal yang sangat tajam. Penurunan ini terjadi karena adanya hutang dan ekuitas. Namun penurunan hutang relatif lebih besar dibandingkan dengan ekuitas. Periode selanjutnya dengan adanya kenaikan total modal mengakibatkan kenaikan biaya modal (WACC). Pada periode itu terjadi penciptaan laba usaha paling tinggi selama periode penelitian (2002-2004). Tetapi tingkat pajak yang mengalami kenaikan pada periode tersebut, mengakibatkan penurunan dalam NOPAT. Dengan turunnya NOPAT serta diringi dengan kenaikan WACC mengakibatkan penurunan nilai EVA yang tajam dari pada periode sebelumnya.

Besarnya tingkat pengembalian yang dituntut oleh investor tercermin dari biaya modal yang dikeluarkan yaitu biaya hutang (*cost of debt*) dan biaya modal sendiri (*cost of equity*). Pada PT. Astra Intemasional, biaya modal yang ditanggung terlihat tinggi, hal ini disebabkan adanya penurunan yang bersifat terus-menerus terhadap harga saham PT. Astra Intemasional (dapat dilihat pada lampiran 1) ditambah dengan tingkat investasi bebas resiko yang cenderung tinggi akibat kondisi perekonomian di Indonesia yang tidak stabil.

Dengan demikian, para investor/pemegang saham akan menanggung tingkat resiko yang tinggi dengan kemungkinan mendapatkan *capital loss*. Keadaan ini menyebabkan perusahaan menanggung *cost of equity* yang lebih tinggi dibandingkan dengan *cost of debt*, sebagaimana ditunjukkan oleh tabel 5.

Pada tabel ini, selama tiga periode penelitian menunjukkan besarnya *cost of debt* rata-rata sebesar 4,5%, sedangkan *cost of equity* rata-rata sebesar 31%. Tingginya *cost of equity* menunjukkan tingginya risiko yang dihadapi investor, sehingga investasi yang dilakukan seharusnya dikompensasi dengan tingkat kembalian yang tinggi pula. Dengan demikian, anggapan pendanaan dengan penerbitan saham (modal sendiri) adalah lebih murah, karena tidak diperhitungkan *cost of equity* di Laporan Laba/Rugi, harus diubah.

**Tabel 5: Tingkat Biaya Hutang Dan Biaya Modal Sendiri PT. ASTRA INTERNASIONAL Tbk (%)**

Tahun	<i>Cost Of Debt</i>	<i>Cost of Equity</i>	Tk. Hutang	Tk. Modal Saham
2002	0.03525072	0.0486765	0.397337	0.602662031
2003	0.03451950	0.0472040	0.336499	0.663500652
2004	0.0205430	0.02577506	0.3316591	0.668340849

Sumber : Data sekunder yang diolah disarikan dari lampiran 2

### **Kinerja PT. Astra Internasional Berdasarkan Metode Tradisional**

Ukuran kinerja keuangan yang digunakan PT. Astra Internasional antara lain adalah *Return on Equity* (ROE), dan *Return on Assets* (ROA). Untuk membedakan dengan EVA sebagai alat ukur kinerja yang relatif lebih baru, maka ukuran kinerja PT. Astra Internasional tersebut disebut sebagai perhitungan kinerja keuangan yang menggunakan metode tradisional. Berdasarkan laporan keuangan yang disusun PT. Astra Internasional, maka hasil perhitungan besarnya ROE, dan ROA dapat dilihat pada tabel 6.

**Tabel 6: Kinerja PT. ASTRA INTERNASIONAL Tbk Berdasarkan Metode Tradisional (ROE & ROA)**

Tahun	Laba Bersih	Laba Usaha	Jumlah Modal Saham	Total Modal	ROE	ROA
	a	b	c	d	e	f
2002	36366	2882516	26185605	43449	0.138	0.0
2003	442158	3397794	27404308	41302	0.1613	0.0
2004	54055	485808	39145053	58570	0.138	0.0

Sumber : Data sekunder yang diolah disarikan dari lampiran

### **Pengukuran Kinerja Berdasarkan Return On Equity (ROE)**

Pengukuran kinerja keuangan dengan ROE menunjukkan kemampuan modal sendiri (Modal Saham dan Laba Ditahan) untuk menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham. Tabel 4.4. memperlihatkan besarnya ROE masing-masing sebesar: 13,88 % (2002), 16,13% (2003), dan 13,80 % (2004) yang berarti setiap rupiah modal sendiri akan menghasilkan keuntungan netto masing-masing sebesar Rp. 0,1388 (2002), Rp. 0,1613 (2003) dan Rp. 0,1380 (2004).

ROE yang dihasilkan perusahaan terlihat mengalami kenaikan dan penurunan. Kenaikan ROE terjadi pada tahun 2003. Kenaikan ini disebabkan jumlah penurunan modal sendiri lebih tinggi dari jumlah kenaikan laba bersih. Begitu pula pada tahun 2004, ROE yang dihasilkan mengalami penurunan, karena jumlah kenaikan laba bersih lebih tinggi dari jumlah kenaikan modal sendiri.

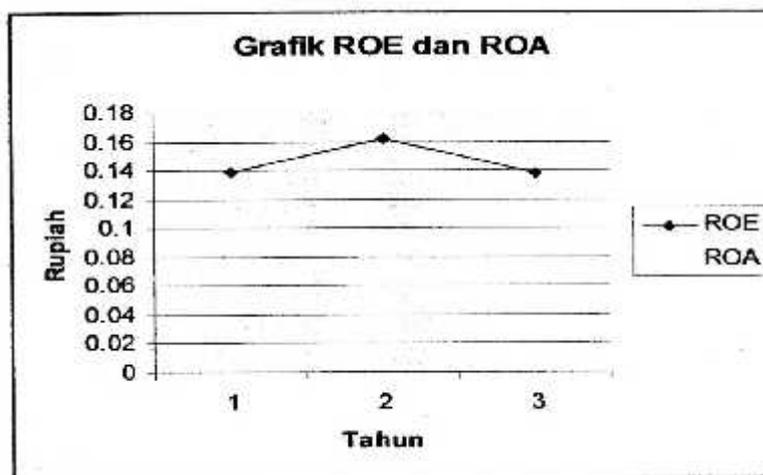
### **Pengukuran Kinerja Berdasarkan Return On Assets (ROA)**

Pengukuran kinerja keuangan dengan ROA menunjukkan kemampuan dari total modal yang diinvestasikan untuk menghasilkan laba usaha (EBIT). Tabel 4.

Memperlihatkan ROA sebesar : 6,63% (2002), 8,22% (2003), dan 8,3% (2004) yang berarti setiap rupiah total aset akan menghasilkan laba usaha masing-masing sebesar: Rp. 0,0663 (2002), Rp. 0,0822 (2003), dan Rp. 0,083 (2004).

Setiap tahun penelitian 2002 - 2004 ROA mengalami kenaikan. Gambar dibawah ini menunjukkan pada tahun 2003 sampai 2004 laba usaha mengalami kenaikan. Kenaikan ROA ini sekilas menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan meningkat. Namun jika dilihat pada grafik unsur pembentuk ROA, ternyata kenaikan ROA ini dipengaruhi oleh kenaikan modal asing yang sangat tajam. Kenaikan modal asing ini tentu saja akan mengurangi laba perusahaan karena akan menambah kewajiban perusahaan kepada pihak kreditur dalam bentuk beban bunga.

**Gambar 3. ROE DAN ROA PT Astra International Tbk.**



### Perbandingan Kinerja PT.Astra Internasional Tbk. Berdasarkan EVA dan Metode Tradisional

Dari tabel 1 dan 2 di muka dapat dilihat adanya perbedaan atas penilaian kinerja PT Astra Internasional jika menggunakan EVA dibandingkan dengan menggunakan metode tradisional yang selama ini dipakai. Jika menggunakan EVA kinerja untuk tahun 2002 hingga tahun 2004 mengalami penurunan dan hasil yang dicapai adalah negatif, yang berarti belum mampu menciptakan nilai bagi perusahaan. Sedangkan jika menggunakan metode tradisional tahun 2003 mengalami penurunan tetapi pada tahun 2004 mengalami kenaikan. Hal tersebut dapat dilihat pada tabel 7.

**Tabel 7: Pengukuran Kinerja Keuangan Dengan Metode Tradisional Dan EVA**

Tahun	ROE	ROA	EVA
2002	0.13887814	0.066341	-5,341,747.13
2003	0.16134627	0.082266	-4,714,738.95
2004	0.13808912	0.082944	-17,482,618.17

Sumber: Data Sekunder yang Diolah

Jika berdasarkan metode tradisional, kinerja PT Astra Intemasional Tbk mengalami penurunan dan kenaikan. Dengan ROE perusahaan sudah memperhatikan biaya bunga pinjaman, perhitungan biaya dan pendapatan non-operasional namun belum memasukkan kontribusi biaya modal sendiri. Begitu pula dengan ROA belum mengikutkan unsur biaya modal sendiri.

Adanya kenaikan kinerja belum tentu menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan meningkat. Karena kenaikan kinerja ini bisa saja disebabkan oleh kenaikan modal asing dan modal sendiri seperti yang terjadi pada PT Astra Intemasional Tbk untuk ROE dan ROA tahun 2004.

Oleh karenanya pengukuran kinerja keuangan dengan EVA akan melengkapi informasi yang lebih lengkap dalam penilaian kinerja PT Astra Intemasional Tbk karena dalam EVA telah tercakup unsur yang didalam metode tradisional belum dimasukkan dan hasil yang diperoleh pun dalam bentuk angka absolut. Namun demikian, sekalipun secara konseptual EVA lebih sempurna daripada metode pengukuran tradisional (yaitu ROE, dan ROA) terhadap kondisi keuangan perusahaan, dalam praktiknya EVA dapat menimbulkan masalah terutama karena diperlukannya estimasi atas tingkat biaya modal (Siddharta Utama, 1997). Terdapatnya berbagai estimasi ini dapat menyebabkan kesalahan dalam perhitungan biaya modal yang pada akhirnya dapat mengurangi manfaat dari EVA.

Oleh karena itu, dalam penggunaan EVA sebagai penilai kinerja keuangan, PT Astra Intemasional senantiasa harus melakukan evaluasi atas tingkat biaya modal yang digunakan untuk menentukan pilihan tingkat biaya modal.

## KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan perumusan masalah dan tujuan penelitian, dikaitkan dengan hasil pengolahan data yang telah dilakukan dalam bab sebelumnya, maka dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Penerapan Metode EVA pada PT. Astra Intemasional Tbk. Menunjukkan kinerja perusahaan setelah dikurangkan dengan seluruh biaya modalnya. Nilai EVA negatif yang ditunjukkan dalam hasil penelitian ini, berarti perusahaan belum memenuhi harapan yang diinginkan pemodal (investor dan kreditor). Dalam konteks ini, kreditor dapat memperoleh tingkat kembalikan (*return*) sebesar beban hutang (*cost of debt*) yang ditanggung perusahaan. Sedangkan investor dapat memperoleh tingkat kembalikan (*return*) sebesar *cost of equity* yang ditanggung perusahaan. Belum terpenuhinya tingkat *return* yang diharapkan pemodal ini berarti PT. Astra Intemasional Tbk. Belum melakukan penciptaan nilai (*value creation*) kepada pemodalnya.
2. Perbedaan pengukuran kinerja ROE dan ROA dibandingkan dengan metode EVA terletak pada adanya penciptaan nilai oleh perusahaan kepada pemodalnya. Penciptaan nilai ini sebesar *weighed average cost of capital* (WACC) yang ditanggung perusahaan. Apabila NOPAT dapat menutupi WACC yang ditanggung perusahaan dan masih ada sisa maka perusahaan telah menciptakan nilai bagi permodalannya dan dirinya. Tetapi jika WACC melebihi NOPAT maka perusahaan belum mampu menciptakan nilai kepada pemodalnya bahkan mengurangi nilai perusahaannya.

Sesuai dengan manfaat dilakukannya penelitian ini, maka diajukan beberapa saran. Saran-saran berikut terutama memperhatikan kelebihan-kelebihan metode EVA serta kemungkinan-kemungkinan pengaruh atas aplikasi pada perusahaan, terutama PT. Astra Internasional Tbk.

1. Perusahaan seharusnya menggunakan ukuran kinerja yang tidak hanya menunjukkan besarnya profitabilitas, tetapi juga menunjukkan besarnya tingkat risiko bisnisnya. Dengan demikian, penerapan metode EVA pada PT. Astra Internasional Tbk. patut dipertimbangkan sebagai salah satu alternatif pengukuran kinerja keuangannya. Hal ini karena hasil penelitian telah membuktikan bahwa metode EVA mampu menunjukkan belum adanya penambahan nilai perusahaan yang dapat diukur secara absolut dengan angka-angka rupiah EVA mendorong keseimbangan antara kepentingan manajemen (menghendaki tingkat kembalian tinggi) dan kepentingan investor menghendaki investasi dengan tingkat risiko serendah mungkin dengan diperhatikannya biaya modal investasi.
2. Pengukuran kinerja keuangan dengan EVA, sebagaimana metode pengukuran yang lain, hanya merupakan alat untuk mengevaluasi hasil kegiatan perusahaan di masa lalu. Dengan EVA, maka akan diketahui apakah selama ini perusahaan telah menciptakan nilai bagi kreditur maupun pemegang saham. Sedangkan perusahaan senantiasa harus berkembang meningkatkan kinerjanya di masa yang akan datang. Usaha untuk mengembangkan kinerja perusahaan di masa yang akan datang ini, diserahkan untuk memperhatikan data lain yang relevan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Anthony, Dearden, Bedford. 1989. *Management Control System*. Richard D Irwinjnc., 6th Edition, 1989
- Budi, W. S.1989. CCEVA: ***Fakta dan Permasalahan***", Usahawan no.4,april, 1997 Brigham, F; Eugene. ***Fundamental of Financial Management***, Orlando, The Dryden Press.
- Christinat, D. 1995. "All About EVA", CFO Magaazine, December 11, 1995 J.Supranto. Statistik untuk Pimpinan dan Usahawan, Eriangga, Jakarta.
- Husnan, S.1994. ***Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas***, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta.
- Kaplan, R.N.1998. ***Advance Management Accounting***, Prentice Hall Publishing, New York.
- Mamduh, M. H. dan Halim, A. 1996. ***Analisis Laporan Keuangan***, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta.
- Mason, Robert ; Lind,Douglas.1996. ***Statistical Techniques in Business and Economics***, Richard D Irwin, Inc.

Mike Rousana **"Memfaatkan EVA untuk Menilai Perusahaan di Pasar Modal Indonesia"**, Usahawan no.4 April, 1997

Mulyadi. 1993. **Akuntansi Manajemen**, UPP-STffi YKPN, Yogyakarta. 1993

Porter, M. E. 1985. **Competitive Advantage : Creating and Sustaining Superior Performance**. New York: The Free Press.

Riyanto, B.1995. **Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan**. Yayasan Badan Penerbit Gajah Mada, Yogyakarta.

Siddharta Utama. **"Economic Value Added: Pengukur Penciptaan Nilai Perusahaan"**, Usahawan no.4 April, 1997