

ANALISA ATAS PERBEDAAN KINERJA KEUANGAN
PERUSAHAAN DENGAN MENGGUNAKAN
ECONOMIC VALUE ADDED

Peneliti:

AMELINA APRICIA SJAM, S.E., M.M.



**JURUSAN MANAJEMEN FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS KRISTEN MARANATHA
BANDUNG
2008**

LEMBAR IDENTITAS DAN PENGESAHAN LAPORAN PENELITIAN

1. a) Judul Penelitian : Analisa Atas Perbedaan Kinerja Keuangan Perusahaan dengan Menggunakan *Economic Value Added*
b) Jenis Penelitian : Empiris
2. Fakultas/ Jurusan : Ekonomi/ Manajemen
3. Pusat/ Bidang Studi : Manajemen
4. Peneliti : Amelina Apricia Sjam, S.E., M.M.
5. NIK : 520123
6. Pangkat/ Golongan Ruang: Penata Muda Tk. I/ IIIb
7. Sumber dana penelitian : Universitas Kristen Maranatha
8. Biaya Penelitian
9. Waktu Penelitian : Februari 2008 – Mei 2008

Bandung, Mei 2008

Menyetujui,

Dekan Fakultas Ekonomi,

Universitas Kristen Maranatha



Tedy Wahyusaputra, S.E., M.M.

Peneliti,



Amelina Apricia Sjam, S.E., M.M.

Mengetahui,

Ketua LPPM,

Universitas Kristen Maranatha



Ir. Heru Susilo, MSc.

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN.....	ii
DAFTAR ISI.....	iii
DAFTAR TABEL.....	vi
ABSTRAK.....	vii
BAB I. PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Penelitian.....	1
1.2 Identifikasi Masalah.....	3
1.3 Tujuan Penelitian.....	3
1.4 Manfaat Penelitian.....	3
1.5 Rerangka Pemikiran.....	4
1.6 Perumusan Hipotesis.....	8
BAB II. TINJAUAN PUSTAKA.....	11
2.1 Alat-alat Ukur untuk Menilai Kinerja Keuangan.....	11

2.2 Nilai Tambah Ekonomis (<i>Economic Value Added</i>).....	14
2.2.1 Manfaat Nilai Tambah Ekonomis.....	17
2.2.2 Laba Bersih Operasional Setelah Pajak (<i>Net Operating Profit After Tax</i>).....	18
2.2.3 Biaya Modal (<i>Cost of Capital</i>).....	19
2.2.3.1 Biaya Modal Hutang.....	23
2.2.3.2 Biaya Modal Saham.....	24
2.2.3.2.1 Biaya Modal Saham Biasa.....	24
2.2.3.2.2 Biaya Modal Saham Preferen.....	25
2.2.3.3 Perhitungan Biaya Modal.....	26
2.2.4 Total Modal.....	27
2.2.5 Ekuivalen Ekuitas.....	28
2.3 Perhitungan Nilai Tambah Ekonomis.....	33
2.4 Tinjauan Atas Penelitian-penelitian Terdahulu.....	34
BAB III. OBJEK DAN METODE PENELITIAN.....	36
3.1 Jenis Penelitian.....	36
3.2 Rentang Waktu Penelitian.....	36
3.3 Populasi dan Sampel.....	36
3.4 Teknik Pengambilan Sampel.....	37
3.5 Definisi Operasional Variabel Penelitian.....	38
3.6 Jenis dan Sumber Data.....	38
3.7 Teknik Analisis Data.....	38
BAB IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	42
4.1 Hasil Perhitungan Nilai Tambah Ekonomis.....	42
4.2 Pengujian Hipotesis.....	43

Daftar Isi

4.2.1 Uji Tanda (<i>Sign Test</i>).....	43
4.2.2 Uji T untuk Dua Sampel yang Berpasangan (<i>Paired Sample T Test</i>).....	44
BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN.....	47
5.1 Kesimpulan.....	47
5.2 Saran.....	49
DAFTAR PUSTAKA.....	viii
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
3.1 Daftar Nama Perusahaan Sampel.....	37
3.2 Pengujian Kolmogorov-Smirnov untuk Normalitas Data.....	39
4.1 Hasil Perhitungan Nilai Tambah Ekonomis.....	42
4.2 Uji Tanda (<i>Sign Test</i>).....	44
4.3 <i>Paired Samples Statistics</i>	45
4.4 <i>Paired Samples Correlations</i>	45
4.5 <i>Paired Samples Test</i>	46

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
1 Perhitungan <i>Economic Value Added</i>	
1.1 Perhitungan <i>Invested Capital</i>	
1.1.a Penyesuaian-penyesuaian Untuk <i>Capital</i>	
1.1.b <i>Working Capital Requirement (WCR)</i>	
1.2 <i>Net Operating Profit After Tax (NOPAT)</i>	
1.2.a Penyesuaian-penyesuaian untuk NOPAT.....	
1.3 Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC).....	
1.3.a Biaya Hutang Setelah Pajak.....	
1.3.b Biaya Saham.....	
1.3.c Perhitungan Beta Saham.....	
1.3.d <i>Return Market (Rm)</i>	
1.3.e Sertifikat Bank Indonesia.....	

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 LATAR BELAKANG PENELITIAN

Seorang manajer atau analis keuangan selalu melakukan kegiatan menelaah kondisi dan hasil dari suatu usaha, dan berusaha memahami pola arus dana secara lebih spesifik. Untuk itu, manajer atau analis keuangan tersebut membutuhkan adanya masukan informasi formal dan informal, baik keuangan maupun nonkeuangan, yang relevan untuk tujuan tersebut. Bentuk informasi keuangan yang paling umum adalah seperangkat laporan keuangan. Dari informasi-informasi keuangan tersebut, manajer atau analis keuangan tersebut akan membuat keputusan-keputusan bisnis yang akan mempengaruhi *going concern* perusahaan.

Keputusan-keputusan tersebut, yang nantinya akan dijalankan secara terus menerus oleh manajemen perusahaan, akan menghasilkan ukuran kinerja perusahaan. Informasi tentang kinerja keuangan perusahaan yang tercermin dari laporan posisi keuangan, laporan laba rugi, dan laporan arus kas perusahaan serta informasi lain yang terkait dengan laporan keuangan dapat diperoleh dari laporan keuangan perusahaan. Untuk dapat memahami informasi dan kinerja keuangan tersebut, diperlukan analisis laporan keuangan, yang meliputi perhitungan dan interpretasi rasio keuangan, yang merupakan salah satu alat untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan. Rasio keuangan menggambarkan hubungan antara suatu jumlah tertentu dengan jumlah yang lain, dan akan dapat menjelaskan serta memberikan gambaran mengenai baik buruknya keadaan posisi keuangan suatu perusahaan, terutama jika angka rasio tersebut dibandingkan dengan angka rasio pembanding yang digunakan sebagai standar.

Tekanan dalam pasar yang teregulasi untuk selalu menghasilkan keuntungan yang bertambah telah membuat ratusan perusahaan besar di seluruh dunia menerapkan tolok ukur kinerja baru untuk mencatat keberhasilan manajemen dalam menciptakan nilai bagi pemegang saham dan memotivasi karyawan di seluruh perusahaan agar bekerja konsisten mencapai tujuan penciptaan nilai (Young and O'Byrne, 2001)

Dalam tahun-tahun terakhir telah bermunculan singkatan-singkatan seperti EVA (*Economic Value Added*), RONA (*Return on Net Assets*), dan CFROI (*Cash Flow Return on Investment*). Meskipun pendukung dari tolok ukur tertentu menegaskan keunggulannya dibandingkan tolok ukur lainnya, namun semua tolok ukur tersebut memiliki prinsip dasar yang sama, yaitu untuk dapat menciptakan nilai bagi pemegang saham, perusahaan harus memperoleh pengembalian atas modal investasi (*return on invested capital*) melebihi biaya modal (*cost of capital*).

Penelitian ini akan menggunakan *Economic Value Added* (EVA) sebagai salah satu tolok ukur kinerja keuangan, dimana EVA menjadi salah satu metode yang sering digunakan dalam beberapa tahun terakhir. Sebagaimana dikatakan oleh Brewer et. Al (1999) bahwa:

Economic Value Added (EVA) has been getting plenty of attention in recent years as a new form of performance measurement

Ide dasar di balik EVA bukanlah hal baru. Esensi dari EVA adalah pengemasan ulang dari manajemen keuangan yang dapat dipercaya dan prinsip keuangan yang sudah lama ada. Namun, EVA merupakan inovasi terpenting, adalah karena EVA membuat teori keuangan modern, dan implikasi manajerial dari teori ini dapat dipahami oleh para manajer keuangan. EVA membantu para manajer untuk lebih memahami tujuan keuangan, dan dengan demikian, membantu mereka untuk mencapai tujuan perusahaan (Young and O'Byrne, 2001)

1.2 IDENTIFIKASI MASALAH

Masalah-masalah yang dapat diidentifikasi dan diharapkan dapat dijawab sebagai keluaran dari penelitian ini adalah:

1. Apakah yang dimaksud dengan *Economic Value Added* ?
2. Apakah perbedaan *Economic Value Added* dengan pengukuran kinerja keuangan yang konvensional?
3. Apakah terdapat perbedaan kinerja keuangan pada saat terjadinya krisis ekonomi dengan kinerja keuangan lima tahun setelah krisis ekonomi di Indonesia, apabila diukur dengan menggunakan *Economic Value Added*?

1.3 TUJUAN PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan untuk:

1. Mendeskripsikan *Economic Value Added* sebagai salah satu alat untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan.
2. Mendeskripsikan perbedaan pengukuran kinerja keuangan konvensional dan pengukuran kinerja keuangan dengan pendekatan *Economic Value Added*
3. Menganalisa perbedaan kinerja keuangan pada saat terjadinya krisis ekonomi dengan kinerja keuangan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi di Indonesia, dimana pengukuran dilakukan dengan menggunakan *Economic Value Added*.

1.4 MANFAAT PENELITIAN

Penelitian ini bermanfaat untuk:

1. Memberikan kontribusi bagi organisasi, khususnya manajer-manajer keuangan, sehingga hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah referensi dalam menetapkan alat ukur untuk menilai kinerja keuangan

2. Memberikan gambaran bagi pihak-pihak lain yang membutuhkan bahan-bahan untuk membuat penelitian lanjutan mengenai pengukuran kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan *Economic Value Added*
3. Memperkuat dan menambah wawasan keilmuan peneliti dalam hal pengukuran kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan *Economic Value Added*

1.5 RERANGKA PEMIKIRAN

Pada saat manajer merasa ditekan untuk menghantarkan nilai, mereka sering kali kekurangan alat diagnostik. Terlebih lagi, mereka kekurangan suatu alat penciptaan nilai untuk membujuk penyedia dana bahwa dananya akan lebih produktif dan menguntungkan jika ditanam dalam perusahaan mereka. Manajer yang gagal menjalankan tugas ini akan menempatkan perusahaan pada ketidakunggulan dalam persaingan untuk mendapatkan sumber-sumber modal. Mereka harus belajar berkompetisi di pasar modal atau mereka akan digantikan oleh manajer lain yang mampu.

Masih terdapat perlawanan yang cukup menyebar, khususnya di Eropa, terhadap gagasan menciptakan nilai bagi pemegang saham yang seharusnya menjadi prioritas manajemen puncak. Manajemen berdasarkan penciptaan nilai bagi pemegang saham seringkali dikritik atas dasar mengabaikan pemegang kepentingan (*stakeholder*) selain pemegang saham perusahaan (*shareholders*), yaitu karyawan, pelanggan, pemasok, lingkungan, dan komunitas lokal. Bukti-bukti yang ditemukan di Eropa dan Amerika Utara menunjukkan bahwa perusahaan dengan reputasi baik, dalam arti: (1) memiliki produk dan jasa yang berkualitas, (2) memiliki kemampuan untuk menarik, mengembangkan, dan mempertahankan orang berbakat, dan (3) memenuhi tanggung jawab terhadap komunitas serta lingkungan, mereka cenderung memiliki harga saham di atas rata-rata.

Bukti ini menunjukkan bahwa perusahaan menghantarkan nilai bagi pemegang saham (*shareholders*) hanya jika mereka menghantarkan nilai bagi pihak

lainnya (*stakeholder*). Jika pelanggan tidak puas, mereka akan membeli dari pesaing. Jika karyawan merasa bakatnya tidak dihargai dan dinilai rendah, mereka dapat pergi ke tempat lain.

Hasil-hasil yang bersifat melengkapinya dapat ditemukan di luar Amerika Serikat. Boston Consulting Group (BCG) mempelajari perusahaan-perusahaan Jerman, kemudian mengemukakan hasil bahwa terdapat hubungan kuat antara berinvestasi pada karyawan dan kinerja pasar saham. Ditemukan bahwa perusahaan yang “fokus terhadap karyawan” menghasilkan pengembalian jangka panjang yang lebih tinggi bagi pemegang saham dibandingkan pesaingnya di dalam industri yang sama (Young and O’Byrne, 2001:15).

Pemegang saham adalah penuntut “sisa” pada perusahaan. Pemegang saham mendapatkan pembayaran terakhir. Pemberi hutang atau investor obligasi adalah pihak yang prioritasnya lebih dahulu dari pemegang saham dalam hal pembagian laba perusahaan. Bukan hanya pengukuran kinerja operasi perusahaan konvensional yang mempengaruhi nilai, tetapi juga tuntutan oleh pihak-pihak lain di dalam perusahaan, termasuk pelanggan, karyawan, manajer, pemasok, komunitas lokal, dan pemerintah nasional. Singkatnya, perusahaan yang mengabaikan pihak-pihak ini tidak dapat menghantarkan nilai kepada pemegang saham.

Manajemen berdasarkan nilai (*Value-Based Management/ VBM*) adalah menanamkan cara berpikir di mana setiap orang dalam organisasi belajar untuk mengutamakan keputusan berdasarkan pengertian bagaimana keputusan itu memberikan sumbangsih bagi nilai perusahaan. Ini berarti semua proses kunci dan sistem dalam perusahaan harus diarahkan untuk penciptaan nilai.

Economic Value Added (EVA) didasarkan pada gagasan keuntungan ekonomis – juga dikenal sebagai penghasilan sisa (*residual income*) – yang menyatakan bahwa kekayaan hanya diciptakan ketika sebuah perusahaan telah memperhitungkan biaya operasi dan biaya ekuitas. Dalam pengertian sempit ini,

EVA benar-benar hanya merupakan cara alternatif untuk meninjau kinerja perusahaan.

Yang paling mendasar, EVA merupakan metode pengukuran kinerja. Ketika dihubungkan dengan pembayaran manajemen, EVA menyediakan insentif kuat bagi manajer untuk mencari dan mengimplementasikan investasi yang menciptakan nilai. Jika dipergunakan secara benar, EVA dapat membantu perusahaan mengimplementasikan suatu program VBM yang menyeluruh (Young and O'Byrne, 2001:18).

Menerima penciptaan nilai sebagai tujuan utama perusahaan hanyalah merupakan suatu permulaan. Para manajer juga harus mengukur kemajuan mereka dalam mencapainya. Dengan demikian, setiap perusahaan harus mempunyai alat ukur yang dapat memberikan gambaran kinerja keuangan perusahaan. Penilaian tersebut dilakukan untuk mengevaluasi perolehan yang didapatkan perusahaan atas usaha yang telah dilakukan, serta untuk mengetahui seberapa baik manajer telah melakukan tugasnya untuk menciptakan nilai atau sebaliknya, malahan merusak nilai yang sudah ada.

Metode-metode pengukuran kinerja keuangan yang konvensional tidak mampu memberikan evaluasi kinerja keuangan perusahaan secara tepat terhadap pencapaian nilai tambah perusahaan. Metode-metode tersebut tidak cukup baik untuk memperlihatkan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. Konsep nilai tambah ini mengarahkan tuntutan pencapaian perusahaan yang sebenarnya, yaitu seberapa besar perusahaan dapat menghasilkan tingkat pengembalian atas investasi dibandingkan dengan resiko yang harus ditanggung perusahaan.

EVA mengukur perbedaan, dalam pengertian keuangan, antara pengembalian atas modal perusahaan dan biaya modal. Itu serupa dengan pengukuran keuntungan dalam akuntansi konvensional, tetapi dengan satu perbedaan penting. EVA mengukur seluruh biaya modal. Angka nilai bersih dalam Laporan Laba Rugi hanya mempertimbangkan jenis biaya modal yang mudah dilihat,

yaitu bunga, namun mengabaikan biaya ekuitas. Itulah sebabnya bisa terjadi, perusahaan memiliki kinerja keuangan baik jika diukur dengan metode pengukuran kinerja keuangan konvensional, namun memiliki kinerja yang buruk apabila diukur dengan EVA (menghasilkan nilai EVA negatif).

Dengan pendekatan EVA, perusahaan harus memperhitungkan biaya modal yang dikeluarkan untuk memperoleh *return*-nya. EVA merupakan hasil dari laba yang dikurangi dengan biaya modal. Dengan konsep penilaian ini, nilai EVA yang dihasilkan mencerminkan keuntungan yang sebenarnya dari investasi perusahaan.

Beberapa peneliti memberikan definisi-definisi mengenai EVA sebagai berikut:

Economic Value Added, or EVA, is a measure of financial performance that combines the familiar concept of residual income with principles of modern corporate finance – specifically, that all capital has a cost and that earning more than the cost of capital creates value for shareholders. EVA is after-tax net operating profit – NOPAT – minus a capital charge.

Dierks and Patel (1997:52)

EVA is a financial performance measure based on operating income after taxes, the investment in assets required to generate that income, and the cost of the investment in assets (or weighted average cost of capital).

Brewer et al (1999:4)

EVA is a periodic measure calculated as after-tax operating profits less a charge for capital employed, where the charge is based on the cost of capital (or WACC) times the level of capital employed.

Garvey and Milbourn (2000:1)

EVA is a comprehensive measure of operating performance. Put simply, EVA measures the change in financial worth of an enterprise from one year to the next. It is a more comprehensive financial measurement tool than net income alone, because it includes the cost of capital used to generate that income.

United States Postal Service, Handbook F-6 (2001:5)

Dari beberapa kutipan di atas terlihat bahwa EVA merupakan salah satu alternatif dari metode-metode pengukuran kinerja keuangan yang sudah ada, karena metode ini lebih mampu memberikan evaluasi kinerja keuangan perusahaan lebih tepat. Selain itu, EVA juga mengukur secara menyeluruh, dengan cara memperhitungkan *weighted average cost of capital* (WACC) yang tidak digunakan oleh alat pengukur kinerja keuangan lainnya.

Chen and Dodd (1997) menemukan bahwa EVA merupakan pengukur kinerja perusahaan yang sangat berguna. Chen and Dodd juga menyatakan bahwa EVA dipergunakan oleh perusahaan-perusahaan besar dunia untuk mengukur kinerja keuangan mereka, di antaranya Coca Cola Company, AT&T, Briggs & Stratton, Chrysler, Compaq Computer, GE, Quaker Oats, dan Scott Paper.

1.6 PERUMUSAN HIPOTESIS

Ramli (2008) mengatakan bahwa Indonesia pernah masuk sebagai fenomena *East Asian Economic Miracle*, sebelum badai krisis menghantam Indonesia. Menurut pandangannya, Indonesia merupakan negara yang mengalami kontraksi ekonomi paling buruk pada saat krisis dibanding negara Asia lainnya. Namun dalam perjalanannya, Indonesia ternyata juga merupakan negara yang paling lambat dalam proses *recovery* ekonomi pasca krisis.

Dibandingkan dengan Malaysia, Thailand dan Korea, kemajuan ekonomi pasca krisis yang dicapai Indonesia relatif paling lambat. Setahun setelah krisis, Korea langsung mencatat pertumbuhan ekonomi sekitar 9.5 persen. Sementara Thailand dan Malaysia masing-masing mencatat pertumbuhan ekonomi 4.4 persen dan 6.6 persen pada tahun 1999. Pada tahun yang sama, ekonomi Indonesia justru mengalami stagnasi dan hanya tumbuh di bawah satu persen.

Sementara itu, American Express Bank Ltd. dalam laporan tahunan 2001 mengatakan bahwa kondisi perekonomian nasional pada tahun 2001 belum juga menggembirakan. Lemahnya perekonomian di tahun 2001 ditandai dengan

melemahnya Rupiah hingga di atas Rp 10.000,00; inflasi dua *digit* dan tingkat suku bunga SBI yang relatif cukup tinggi, mencapai 17% lebih. Di pasar modal, Indeks Harga Saham Gabungan juga belum bisa menembus level 400, yang lebih rendah dari tahun 2000. Hal ini ditambah pula dengan peristiwa 11 September di WTC, Amerika Serikat, yang memperburuk perekonomian global yang memang sedang lesu. Di samping itu, dari dalam negeri juga masih banyak permasalahan yang belum terselesaikan, antara lain masalah politik, hukum, sosial, dan keamanan.

Hal serupa juga dikemukakan oleh DPN Apindo (2003) yang mengatakan bahwa krisis ekonomi yang muncul sejak tahun 1997, hingga tahun 2003 belum juga usai menerpa Indonesia. Beberapa negara yang juga mengalami hal yang sama, seperti Korea Selatan, Thailand, Philipina, dan Malaysia telah menjalankan program *recovery* dan secara bertahap menuju ke arah pemulihan. Sementara Indonesia masih belum dapat keluar dari jerat krisis tersebut. Beberapa faktor utama yang masih menjadi penghambat pemulihan, antara lain mencakup masalah stabilitas politik, ekonomi, sosial, pertahanan keamanan, dan kepastian hukum.

Selain itu kebijakan perundang-undangan masih banyak yang belum mendorong ke arah pemulihan ekonomi, termasuk perundang-undangan di bidang ketenagakerjaan yang sampai saat ini blum sepenuhnya tuntas. Sudah pasti dengan kondisi demikian berakibat tidak adanya kepastian dalam rangka pemulihan ekonomi nasional secara umum dan berdampak signifikan terhadap dunia usaha yang dianggap sebagai lokomotif perekonomian bangsa. Oleh karenanya, investasi semakin enggan masuk, dan angka pengangguran cenderung semakin meningkat.

Purwanto (2002) mengatakan bahwa hingga tahun 2002 kondisi perekonomian nasional masih belum menggembirakan, apalagi dengan munculnya berbagai musibah silih berganti yang menjadikan bangsa Indonesia semakin sulit keluar dari krisis. Di samping itu, nampaknya pemerintah dihadapkan pada permasalahan yang sangat kompleks, yaitu bagaimana melakukan pembayaran utang pemerintah yang cukup besar baik utang dalam negeri maupun utang luar

negeri. Meskipun terbuka sejumlah alternatif bagi penanganan krisis utang pemerintah tersebut, nampaknya salah satu pintu alternatif yang terbuka bagi pemerintah (yang memungkinkan) adalah melakukan penjadwalan ulang (*rescheduling*) utang luar negeri pemerintah untuk jangka waktu 20 tahun.

Penelitian ini hendak menguji apakah ada perbedaan kinerja keuangan perusahaan pada saat terjadinya krisis ekonomi tahun 1997 dengan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi di Indonesia, dimana alat ukur kinerja keuangan yang digunakan adalah *Economic Value Added* (EVA). Dalam penelitian ini perusahaan-perusahaan yang akan diuji adalah perusahaan-perusahaan yang berada dalam industri tekstil dan garmen yang *listing* di Bursa Efek Jakarta.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka peneliti mempunyai dugaan bahwa kinerja keuangan perusahaan-perusahaan tekstil dan garmen saat terjadinya krisis ekonomi tahun 1997 adalah sama dengan kinerja keuangan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi di Indonesia.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 ALAT-ALAT UKUR UNTUK MENILAI KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN

Untuk mengevaluasi kondisi dan kinerja keuangan perusahaan, analisis keuangan perlu untuk menjalankan pemeriksaan terhadap berbagai aspek kesehatan keuangan perusahaan. Alat yang sering digunakan untuk melakukan hal tersebut adalah rasio keuangan, atau sering disebut juga suatu indeks yang menghubungkan dua buah data keuangan dengan membagi salah satu dengan yang lainnya (Van Horne, 1998). Informasi mengenai rasio keuangan tersebut bisa didapatkan dari laporan keuangan perusahaan.

Dari banyak laporan perusahaan yang diterbitkan untuk para pemegang saham, laporan keuangan tahunan adalah yang paling penting. Menurut Brigham et. al. (1999), hal tersebut dikarenakan laporan keuangan memberikan dua jenis informasi, yaitu (1) adanya bagian verbal, biasanya disajikan dalam bentuk surat dari *chairman*, yang menggambarkan hasil operasi perusahaan selama tahun yang telah berlalu dan mendiskusikan pengembangan baru yang akan mempengaruhi operasi perusahaan di masa yang akan datang, dan (2) sajian empat laporan keuangan dasar – neraca, laporan laba/rugi, laporan perubahan modal, dan laporan arus kas. Secara bersama-sama keempat laporan tersebut memberikan gambaran operasi dan posisi keuangan perusahaan. Data verbal dalam poin pertama dan data kuantitatif dalam poin kedua sama pentingnya. Laporan keuangan melaporkan apa yang sebenarnya terjadi terhadap harta, laba, dan dividen selama beberapa tahun terakhir, yang juga berusaha dijelaskan oleh pernyataan verbal mengapa hal-hal tersebut dapat terjadi.

Menurut Van Horne (1998), rasio harus dihitung karena dengan cara itu kita akan mendapatkan perbandingan yang dapat dibuktikan lebih berguna daripada angka mentah. Foster (1986) juga pernah mengeluarkan pernyataan yang serupa, bahwa salah satu akibat yang terjadi karena pemakaian analisis laporan keuangan adalah masalah perbandingan laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang berbeda ukurannya. Untuk itu, Foster mengusulkan adanya *common-size statement* yang pada dasarnya hampir mirip dengan perhitungan rasio keuangan, yaitu mengubah angka-angka mentah pada laporan keuangan ke dalam bentuk persentase.

Analisa rasio adalah salah satu cara pemrosesan dan penginterpretasian informasi akuntansi, yang dinyatakan dalam artian relatif maupun absolut untuk menjelaskan hubungan tertentu antara angka yang satu dengan angka yang lain dari suatu laporan keuangan. Menurut Jones et. al. (1996), *financial statement analysis is the process of looking beyond the face of financial statement to gather ever more information.*

Suhardito et. al. (2000) juga menambahkan bahwa dengan analisa rasio ini dapat diketahui kekuatan dan kelemahan perusahaan di bidang keuangan. Analisis rasio keuangan dapat dipakai sebagai sistem peringatan awal (*early warning system*) terhadap kemunduran kondisi keuangan dari suatu perusahaan. Analisis rasio dapat membimbing investor membuat keputusan atau pertimbangan tentang apa yang akan dicapai oleh perusahaan dan bagaimana prospek yang akan dihadapi di masa mendatang.

Machfoedz (1995) mengatakan bahwa rasio keuangan yang digunakan oleh bermacam-macam pembuat keputusan berbeda-beda sesuai dengan keputusan yang mereka buat. Beberapa penelitian yang meneliti mengenai rasio keuangan sebagai dasar untuk membandingkan kinerja di antaranya Davidson et. al. (1988) dan Lere (1991). Dari sudut pandang pengguna eksternal, rasio keuangan digunakan untuk menentukan pembelian saham suatu perusahaan, peminjaman

kas, atau untuk meramal kekuatan keuangan perusahaan di masa yang akan datang.

Secara umum, ada dua jenis rasio keuangan yang biasa digunakan. Jenis pertama mengikhtisarkan beberapa aspek dari kondisi keuangan pada suatu waktu – yaitu pada saat neraca dipersiapkan. Jenis ini disebut rasio neraca (*balance-sheet ratios*), karena baik pembilang maupun penyebut dari setiap rasio diambil dari neraca (*stock item*). Jenis kedua mengikhtisarkan kinerja perusahaan selama satu periode waktu, biasanya setahun. Rasio ini disebut dengan rasio laporan laba-rugi atau rasio laporan laba-rugi/neraca (*income statement ratios or income statement/balance sheet ratios*). Disebut rasio laporan laba-rugi jika membandingkan satu “*flow*” *item* pada laporan laba-rugi dengan *flow item* lainnya pada laporan laba-rugi. Sementara jika membandingkan *flow item* sebagai numerator dengan *stock item* sebagai denominator disebut dengan rasio laporan laba-rugi/neraca.

Pengukuran kinerja keuangan dengan menggunakan rasio-rasio keuangan merupakan metode penilaian kinerja keuangan tradisional. Salah satu rasio keuangan yang cukup dikenal untuk mengukur kinerja adalah *Return on Investment* (ROI) serta *Return on Equity* (ROE). ROI merupakan perbandingan antara laba terhadap jumlah *asset*, sedangkan ROE merupakan perbandingan antara laba dengan ekuitas.

Metode ini dianggap tidak cukup baik untuk memperlihatkan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. Pertimbangannya adalah ROI dan ROE bersifat jangka pendek, sering dipengaruhi oleh aturan akuntansi yang bervariasi, dan tidak memperhitungkan biaya modal baik yang dapat timbul karena hutang maupun ekuitas. Perhitungannya pun dapat dimanipulasi dengan menjual *asset*, baik *current* maupun *fixed*, sehingga peningkatan laba diikuti oleh penyusutan aktiva. Metode ROI dan ROE dapat menyebabkan distorsi karena membuat investasi kelihatannya menguntungkan, terlihat baik bagi keputusan, padahal dengan

memperhitungkan komponen biaya modal yang digunakan maka mungkin investasi tersebut malah merugi (Utama, 1997).

Tekanan dalam pasar yang tergulasi untuk selalu menghasilkan keuntungan yang bertambah telah membuat ratusan perusahaan di seluruh dunia menerapkan tolok ukur kinerja baru untuk mencatat keberhasilan manajemen dalam menciptakan nilai bagi pemegang saham dan memotivasi karyawan di seluruh perusahaan agar bekerja konsisten mencapai tujuan penciptaan nilai.

Dalam tahun-tahun terakhir, manajer perusahaan telah diperkenalkan dengan alat-alat ukur baru seperti *Economic Value Added (EVA)*, *Return on Net Assets (RONA)*, dan *Cash Flow Return on Investment (CFROI)*. Meskipun pendukung dari tolok ukur tertentu menegaskan keunggulannya dibandingkan pesaingnya, semua tolok ukur tersebut memiliki prinsip dasar yang sama: untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham, perusahaan harus memperoleh pengembalian atas modal investasi (*returns on invested capital*) melebihi biaya modal (*cost of capital*) (Young dan O'Byrne, 2001).

2.2 NILAI TAMBAH EKONOMIS (*ECONOMIC VALUE ADDED*)

Selama beberapa tahun terakhir ini telah berkembang suatu metode baru yang dikenal dengan *Economic Value Added (EVA)*. Di Indonesia metode ini masih jarang dipergunakan, tetapi di berbagai perusahaan besar di Amerika Serikat telah banyak digunakan.

Konsep EVA merupakan salah satu ukuran kinerja operasional perusahaan yang mengukur kekayaan pemegang saham yang berhasil diciptakan atau dimusnahkan oleh pimpinan perusahaan dalam jangka waktu tertentu dengan memperhatikan secara adil ekspektasi para penyandang dana. EVA merupakan indikator tentang adanya penciptaan nilai dari suatu investasi. Konsep ini dilandasi bahwa dalam pengukuran laba, perusahaan harus adil mempertimbangkan harapan setiap penyedia dana. Harapan penyedia dana dinyatakan dalam ukuran tertimbang

biaya modal dari struktur modal yang ada. Penggunaan EVA akan membuat perusahaan lebih memfokuskan perhatian pada penciptaan nilai perusahaan (*creating a firms value*).

Berbeda dengan pengukuran kinerja akuntansi yang tradisional, EVA mencoba mengukur nilai tambah (*value creation*) yang dihasilkan suatu perusahaan dengan cara mengurangi beban biaya modal yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan, di mana dalam pengukuran yang konvensional biaya modal ini tidak dimasukkan ke dalam perhitungan. Salah satu alasannya adalah karena biaya modal ini tidak tampak dalam laporan keuangan, sehingga agak sulit untuk menentukan berapa biaya modal perusahaan.

Selain itu, EVA sebagai pengukur kinerja keuangan perusahaan tidak hanya melihat pada tingkat pengembalian saja tetapi juga secara eksplisit mempertimbangkan tingkat resiko perusahaan. EVA juga dapat digunakan sebagai tolok ukur dari suatu tahun anggaran tertentu, serta kinerja operasional ekonomis suatu perusahaan dan sekaligus menjawab keinginan para manajer dalam menyajikan suatu ukuran yang secara adil mempertimbangkan harapan-harapan kreditur dan pemegang saham.

Dengan EVA, kita dapat mengetahui atau mengukur seberapa efisien operasi atau kegiatan perusahaan dalam menggunakan modal untuk menciptakan nilai tambah. Tidak seperti alat ukur kinerja perusahaan yang konvensional, konsep EVA dapat berdiri sendiri tanpa perlu adanya analisis pembandingan dengan perusahaan sejenis atau membuat analisis tren (Winarto, 2003).

Yang dimaksud dengan nilai tambah ekonomis (*Economic Value Added/ EVA*) adalah laba yang tertinggal setelah dikurangi dengan biaya modal (*cost of capital*) yang diinvestasikan untuk menghasilkan laba tersebut (Tunggal, 2001). Teuku Mirza (1997) mengemukakan pernyataan yang sama: "EVA merupakan keuntungan operasional setelah pajak dikurangi dengan biaya modal atau dengan

kata lain EVA merupakan pengukuran pendapatan sisa (*residual income*) yang mengurangkan biaya modal terhadap laba operasi setelah pajak.”

Dengan demikian, perhitungan EVA mencakup keuntungan operasional bersih setelah pajak dan tingkat biaya modal. Biaya modal yang dimaksud meliputi *cost of debt* (biaya hutang) dan *cost of equity* (biaya modal sendiri) serta proporsi masing-masing di dalam struktur modal perusahaan. Perhitungan biaya modal dapat didasarkan atas perhitungan sebelum pajak (*before tax*) atau perhitungan setelah pajak (*after tax*). Oleh karena perhitungan *rate of return* dihitung atas dasar setelah pajak, maka pembandingnya juga diperhitungkan atas dasar setelah pajak.

Naiknya laba operasi dapat mengakibatkan naiknya resiko bisnis yang dihadapi perusahaan, apabila kenaikan laba operasi bukan berasal dari efisiensi internal. Kenaikan resiko bisnis akan membawa konsekuensi pada kenaikan *required rate of return* yang pada gilirannya akan berakibat pada naiknya biaya modal. EVA masih bergantung pada struktur modal yang kemudian akan menentukan tingkat resiko keuangan dan biaya modal.

Hal yang mendasari penilaian EVA adalah kenyataan bahwa pemegang saham harus mendapatkan pendapatan yang merupakan kompensasi logis dari resiko yang telah diambil untuk memilih dan melakukan investasi terhadap pilihan saham tersebut. Dengan kata lain, EVA yang makin tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan, di mana penciptaan nilai tersebut akan tercermin pada harga saham yang lebih tinggi. Sebaliknya, EVA yang rendah menunjukkan bahwa tidak ada keuntungan riil yang telah didapat dan sesungguhnya perusahaan telah melakukan kegiatan usaha yang merugikan dari sisi pemegang saham. Jika hasil pengukuran menghasilkan $EVA = 0$, maka hal ini dianggap sebagai pencapaian yang cukup untuk kompensasi resiko investasi yang dilakukan pemegang saham.

2.2.1 Manfaat Nilai Tambah Ekonomis

EVA sebagai salah satu alat untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan merupakan jawaban terhadap harapan manajemen perusahaan terhadap adanya metode penilaian yang lebih baik. Berikut adalah beberapa manfaat EVA. Pertama, penggunaan EVA akan menyebabkan perusahaan lebih memperhatikan kebijaksanaan struktur modalnya. Perusahaan yang menggunakan EVA sebagai tolok ukur kinerja keuangannya akan memperhatikan biaya modal atas ekuitas dan akan memaksa perusahaan untuk berhati-hati dalam menentukan kegiatan operasional yang akan mempengaruhi struktur modalnya.

Kedua, dengan EVA para manajer akan berpikir dan juga bertindak seperti halnya pemegang saham, yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimalkan tingkat biaya modal, sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan. EVA membuat para manajer memfokuskan perhatian pada kegiatan yang menciptakan nilai dan memungkinkan mereka untuk mengevaluasi kinerja berdasarkan kriteria maksimalisasi nilai perusahaan.

Ketiga, EVA dapat digunakan untuk mengidentifikasi kegiatan atau proyek yang memberikan pengembalian lebih tinggi daripada biaya modalnya. Kegiatan atau proyek yang memberikan nilai sekarang dari total EVA yang positif menunjukkan bahwa proyek tersebut menciptakan nilai perusahaan, dengan demikian sebaiknya dilaksanakan. Dengan EVA manajer harus selalu membandingkan tingkat pengembalian proyek dengan tingkat biaya modal yang mencerminkan tingkat resiko proyek tersebut.

Keempat, EVA dapat digunakan secara mandiri tanpa memerlukan data pembanding seperti standar industri atau data perusahaan lain seperti yang terjadi pada konsep analisa rasio. Pada prakteknya, data pembanding seperti ini seringkali tidak tersedia.

2.2.2 Laba Bersih Operasional Setelah Pajak (*Net Operating Profit After Tax*)

Menurut Amin Widjaja Tunggal (2001) terdapat dua cara untuk menghitung laba bersih operasional setelah pajak atau biasa disebut NOPAT:

A. *Operating Approach*

Operating income

(+) Kenaikan *bad debts provision*

Net operating profit

(+) *Interest income*

(+) *Equity income (income from subsidiary/ affiliated companies)*

(+) *Other income (investment)*

(-) *Other loss*

Net profit before tax

(-) *Income tax*

(+) Kenaikkan *deffered tax*

(-) *Tax shield on interest expense*

NOPAT

B. *Financing Approach*

Net profit after tax

(+) *Interest expense*

(+) *Equity equivalent:*

Kenaikan *bad debt provision*

Kenaikan *deffered tax*

(-) *Tax shield on interest expense*

NOPAT

Dalam menghitung EVA, penyesuaian-penyesuaian perlu ditambahkan ke modal dan perubahan periode demi periode dimasukkan ke NOPAT. Penyesuaian-

penyesuaian ini mengubah ukuran modal menjadi lebih akurat. Investor mengharapkan tingkat pengembalian meningkat dari investasinya dan membuat NOPAT menjadi suatu ukuran yang lebih realistis dari kas aktual yang dihasilkan.

2.2.3 Biaya Modal (*Cost of Capital*)

Biaya modal merupakan besarnya kompensasi atas pengembalian minimal yang dapat diterima oleh investor atas modal yang diinvestasikan pada perusahaan. Besarnya kemampuan perusahaan untuk dapat menanggung resiko merupakan faktor yang mempengaruhi perusahaan dalam memilih biaya modal yang akan diambil. Biaya modal didasari oleh adanya *trade off* antara resiko dan tingkat keuntungan yang diharapkan investor. Makin besar resiko perusahaan yang ditanggung investor, makin besar tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor sebagai akibat untuk menutupi resiko dan likuiditas investor sehingga menaikkan biaya modal.

Konsep *cost of capital* menurut Brigham dan Weston (1991) merupakan topik yang penting karena: pertama, keputusan anggaran modal mempunyai pengaruh yang besar dalam perusahaan, dan prosedur anggaran modal yang baik memerlukan perkiraan dalam biaya modal. Kedua, banyak keputusan lainnya – termasuk di dalamnya hubungan terhadap penyewaan, bunga obligasi, dan kebijakan modal kerja –memerlukan perkiraan biaya modal. Ketiga, struktur keuangan dapat mempengaruhi keduanya, ukuran serta resiko dalam aliran pendapatan perusahaan dan oleh sebab itu merupakan nilai bagi perusahaan.

Biaya modal menurut Keown, Scott, Martin dan Petty (1999, sebagaimana dikutip oleh Winarto, 2003) merupakan tingkat pengembalian seluruh investasi perusahaan yang meliputi seluruh tingkat pengembalian yang disyaratkan oleh semua pemilik dana investasi. Ini berarti biaya modal dalam konteks ini merupakan biaya modal rata-rata tertimbang yang melibatkan semua komponen sumber pembiayaan.

Untuk penentuan biaya modal, terdapat dua konsep yang digunakan, yaitu:

A. Biaya modal setelah pajak

Hal ini didasarkan pada argumen bahwa perhatian utama para pemegang saham biasa adalah pada arus kas yang tersedia untuk digunakan atau disebut dengan arus kas yang tersedia bagi para pemegang saham biasa setelah pajak perusahaan dibayarkan. Jika manajemen ingin memaksimalkan harga saham, semua analisis harus secara penuh merefleksikan pengaruh pajak.

B. Biaya modal yang digunakan adalah biaya modal marjinal

Biaya modal marjinal adalah biaya modal untuk suatu proyek yang terlepas dari proyek lain. Konsep ini digunakan dengan pertimbangan bahwa resiko suatu proyek (baru) biasanya berbeda dengan proyek yang lain.

Dari pernyataan di atas, maka dalam manajemen keuangan suatu biaya modal rata-rata tertimbang digunakan dalam pembuatan keputusan investasi dan keputusan ini bergantung pada biaya modal baru atau marjinal. Sebagai suatu konsep keuangan, biaya modal memiliki tiga asumsi. Keown, Scott and Petty (1999, sebagaimana dikutip oleh Winarto, 2003) menyatakan bahwa:

1. Resiko bisnis konstan

Biaya modal rata-rata tertimbang hanya dapat digunakan pada kriteria untuk investasi yang mempunyai tingkat resiko bisnis sama untuk aset-aset yang ada.

2. Resiko keuangan konstan

Resiko keuangan ini ditentukan oleh perbandingan sumber pendanaan jangka panjang dalam struktur modal. Komponen biaya modal merupakan fungsi struktur keuangan pada saat yang berlaku.

3. Kebijakan deviden

Kebijakan deviden akan menentukan tingkat pertumbuhan perusahaan. Peningkatan pertumbuhan ini akan menentukan perubahan dalam biaya modal. Dengan mengasumsikan bahwa kebijakan deviden konstan, maka akan mempermudah dalam analisis. Komponen modal adalah pos-pos yang ada di

sebelah kanan dari neraca, termasuk di dalamnya adalah berbagai macam hutang, saham preferen, dan saham biasa. Setiap peningkatan dalam aktiva harus dibiayai dengan peningkatan dari salah satu komponen modal. Seperti faktor-faktor lainnya dalam perusahaan, modal mempunyai biaya yang disebut dengan biaya modal/ *cost of capital* (COC). Konsep ini dimaksudkan untuk dapat menentukan besarnya biaya yang secara riil harus ditanggung oleh perusahaan untuk memperoleh dana dari suatu sumber.

Cost of capital suatu perusahaan merupakan suatu tingkat keuntungan yang harus dicapai agar bisa memuaskan keinginan para investor. *Cost of capital* ini penting karena merupakan penghubung utama antara keputusan-keputusan di dalam finansial manajemen perusahaan dan nilai perusahaan serta merupakan alat ukur yang dapat digunakan untuk dapat menentukan apakah perbandingan antara modal sendiri dan modal pinjaman sudah optimal. Biaya penggunaan modal yang dimaksudkan di sini adalah sama dengan *discount rate* yang dapat menjadikan nilai sekarang dari dana bersih yang diterima perusahaan dari suatu sumber dana sama dengan nilai sekarang dari semua dana yang harus dibayarkan karena penggunaan dana tersebut beserta pelunasannya. Pembayaran atau *out flows* adalah dalam bentuk pembayaran bunga, pembayaran hutang pokok atau deviden.

Biaya penggunaan hutang adalah sebesar tingkat bunga yang ditetapkan kontrak, hal ini benar jika jumlah uang yang diterima sama besarnya dengan jumlah nominal hutangnya. Sering terjadi bahwa jumlah uang yang diterima sebagai hasil dari penggunaan hutang lebih kecil daripada jumlah nominal hutangnya. Jika hal ini terjadi, maka biaya penggunaan hutang secara riil harus ditanggung oleh penerima kredit atau harga kreditnya (*cost of debt*) sesungguhnya lebih besar daripada tingkat bunga menurut kontrak. Demikian pula jika perusahaan mengeluarkan saham preferen. Jika jumlah hasil penjualan saham preferen lebih kecil daripada harga nominalnya, maka biaya saham preferen sesungguhnya lebih besar dari tingkat deviden yang telah ditetapkan sebelumnya.

Terdapat empat faktor yang mempengaruhi *cost of capital*. Yang pertama adalah perekonomian pada umumnya, seperti jumlah permintaan dan penawaran modal serta inflasi. Yang kedua adalah kondisi pasar. Yang utama di sini adalah faktor resiko, dimana jika resiko yang dihadapi perusahaan tinggi, maka premium yang dituntut oleh investor juga tinggi sehingga akan mengakibatkan *cost of capital* tinggi. Faktor yang ketiga adalah operasi perusahaan dan keputusan di bidang keuangan. Resiko sebagai variasi dari *return* merupakan akibat dari keputusan yang dibuat oleh perusahaan, dimana resiko terbagi menjadi dua: (1) *business risk*, merupakan variasi dari *return asset* yang dipengaruhi oleh keputusan investasi perusahaan, (2) *financial risk*, kenaikan variabilitas *return* pemegang saham biasa sebagai akibat digunakannya hutang (*debt*) dan saham preferen. Jika kedua jenis resiko tersebut naik atau turun, maka *required rate of return* yang diharapkan investor akan bergerak.

Faktor keempat yang mempengaruhi *cost of capital* adalah jumlah dana yang dibutuhkan. Makin tinggi modal yang dibutuhkan, maka *weighted cost of capital* juga akan meningkat karena: (1) jumlah *securities* yang banyak untuk dijual menyebabkan *floating cost* meningkat, sehingga mempengaruhi biaya modal perusahaan, (2) perusahaan yang mencari modal dalam jumlah yang relatif besar dibandingkan dengan ukuran perusahaan menyebabkan biaya modal yang dituntut investor meningkat, (3) jika jumlah *securities* yang akan dijual banyak, biasanya timbul kesulitan dalam menawarkannya di bursa/ pasar jika tidak memberikan potongan harga. Hal ini dapat meningkatkan biaya modal. Besarnya biaya modal dapat dihitung dengan biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*) yang merupakan rata-rata tertimbang biaya hutang dan biaya ekuitas. Modal ekuitas yang diinvestasikan oleh investor adalah tanpa jaminan dan tidak mempunyai hak pembayaran lebih dahulu jika dibandingkan dengan modal hutang.

2.2.3.1 Biaya Modal Hutang

Cost of debt atau biaya hutang adalah tingkat biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan jika mendapatkan dana untuk perusahaan dengan cara meminjam dari pihak lain. Biaya penggunaan modal yang berasal dari obligasi atau hutang jangka panjang sebelum pajak adalah (Sartono, 1996):

$$Kb \text{ (before tax cost)} = \frac{\text{Bunga}}{\text{Pokok pinjaman}} \times 100\%$$

Jika berasal dari obligasi, maka dapat dihitung dengan cara:

$$Kb = \frac{C + \frac{f-p}{n}}{\frac{p+f}{2}}$$

Dimana:

C = bunga tahunan

f = harga nominal dari obligasi

p = harga pasar

n = umur obligasi

Biaya hutang yang digunakan adalah biaya hutang setelah pajak karena perusahaan yang sebagian sumber dananya berasal dari hutang akan terkena kewajiban membayar bunga. Bunga merupakan salah satu bentuk beban bagi perusahaan yang akan menyebabkan besarnya pembayaran pajak penghasilan menjadi berkurang. Biaya hutang setelah pajak dapat dicari dengan mengalikan tingkat bunga sebelum pajak dengan $(1 - T)$, dengan T adalah tingkat pajak. Karena bunga bersifat mengurangi pajak, maka dibutuhkan penyesuaian pajak (*tax adjustment*), sehingga Kb dikonversikan menjadi biaya hutang setelah pajak (*after tax debt cost*).

$$K_d = K_b (1 - T)$$

Dimana:

T = tingkat pajak perusahaan

K_b = biaya hutang sebelum pajak

2.2.3.2 Biaya Modal Saham

Biaya modal saham terdiri atas saham biasa dan saham preferen.

2.2.3.2.1 Biaya Modal Saham Biasa

Perusahaan dapat menggunakan dana yang berasal dari pemegang saham biasa. Hal ini dapat dilakukan dengan menggunakan laba ditahan serta menerbitkan saham biasa baru. Dana yang berasal dari laba ditahan disebut dengan pembelanjaan ekuitas biasa internal (*internal common equity*), sedangkan yang berasal dari penerbitan saham biasa baru dikenal dengan pembelanjaan ekuitas biasa eksternal (*external common equity*). Ada beberapa cara untuk memperhitungkan biaya modal saham biasa (Sartono, 1996):

1. **Constant growth valuation (Gordon) model.** Asumsi yang digunakan dalam model ini adalah nilai dari per lembar saham sama dengan *present value* dari deviden pada masa yang akan datang.

$$K_s = \frac{D_i}{P_0} + g$$

Dimana:

K_s = *required rate of return common stock*

P₀ = *value of common stock*

D_i = *deviden per lembar saham*

g = *constant rate growth in common stock*

2. **CAPM (Capital Asset Pricing Model).** Model ini menggambarkan hubungan antara *required rate of return* atau biaya modal saham dengan resiko dari

perusahaan yang dinyatakan koefisien beta. Besarnya biaya laba ditahan didasarkan pada besarnya tingkat pengembalian yang disyaratkan oleh para pemegang saham biasa yang mengaitkannya dengan resiko sistematis.

$$K_s = R_f + [\beta \times (R_m - R_f)]$$

Dimana:

R_f = *risk free rate of return*

R_m = *market return*

Dengan menggunakan CAPM, biaya modal saham adalah *return* yang diharapkan oleh investor sebagai kompensasi dari resiko perusahaan. Jika cara di atas tidak digunakan, maka dipakai pendekatan *price/ earnings ratio*. Cara ini membantu dalam mengestimasi nilai saham perusahaan terutama untuk perusahaan yang belum *go public*, karena saham-saham perusahaan belum diperdagangkan di bursa efek. *Price/ earnings ratio* dihitung dengan membagi harga dari saham biasa dengan *earnings per share* (EPS), sehingga untuk menghitung *return* yang diharapkan oleh investor, yang merupakan *cost of common stock* perusahaan didapat dari:

$$K_s = \frac{1}{\text{PER}} \times 100\%$$

2.2.3.2.2 Biaya Modal Saham Preferen

Saham preferen memiliki sifat gabungan antara hutang dan saham biasa. Dikatakan mempunyai sifat hutang karena saham preferen mengandung kewajiban yang tetap untuk dibayar secara periodik, dan dalam likuidasi perusahaan pemegang saham preferen memiliki hak didahulukan sebelum pemegang saham biasa. Pendapatan saham preferen adalah berupa deviden saham preferen. Saham preferen tidak memiliki jangka waktu atau jatuh tempo, sehingga dalam penilaiannya menyerupai obligasi abadi. Saham preferen dikatakan tidak seperti hutang karena kegagalan untuk membayar deviden saham preferen tidak mengakibatkan pembubaran perusahaan. Biaya penggunaan dana yang berasal

dari penjualan saham preferen dapat dihitung dengan membagi deviden per lembar saham preferen dengan harga *netto* yang diperoleh dari penjualan saham preferen.

$$K_s = \frac{D_p}{P_n}$$

Dimana:

D_p = deviden per lembar saham preferen

P_n = harga saham preferen per lembar

Karena deviden saham preferen bukan merupakan pengurang pajak dan dibebankan dari keuntungan setelah pajak, maka tidak dibutuhkan penyesuaian pajak.

2.2.3.3 Perhitungan Biaya Modal

Biaya modal yang digunakan perusahaan adalah biaya modal rata-rata tertimbang yang mempunyai beberapa komponen, yaitu biaya hutang, biaya saham preferen, dan biaya saham biasa. Setelah komponen-komponen biaya modal ini dihitung dengan memasukkan unsur proporsi sumber dana dalam struktur modal sebagai penimbang, biaya modal rata-rata tertimbang dapat dihitung.

Penetapan bobot didasarkan pada (Sartono, 1996): (1) jumlah Rupiah dari masing-masing komponen struktur modal, (2) proporsi modal dalam struktur modal, dinyatakan dalam persentase. WACC dapat dihitung dengan mengalikan masing-masing komponen modal dengan biaya masing-masing komponennya.

$$K_0 = W_d K_d + W_p K_p + W_s K_s$$

Dimana:

W_d = bobot dari hutang

W_p = bobot dari saham preferen

W_s = bobot dari saham biasa

Perhitungan WACC perusahaan tersebut dapat dilakukan dengan cara sebagai berikut: (1) dengan menggunakan jumlah modal Rupiah untuk menghitung

bobotnya, yaitu dengan mengalikan komponen modal yang digunakan dengan biaya masing-masing modal, (2) dengan menggunakan proporsi modal untuk penetapan bobotnya. Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) tersebut akan berubah jika ada perubahan struktur modal atau perubahan biaya masing-masing komponen modal tersebut. Selama struktur modal dan biaya masing-masing komponen modal tersebut masih dapat dipertahankan, biaya modal rata-rata tidak akan berubah walaupun ada tambahan modal yang digunakan. Jika perusahaan membutuhkan tambahan dana yang besar sehingga terpaksa harus mengadakan emisi saham baru, maka penambahan saham biasa tersebut akan mengakibatkan *cost of capital*, karena biaya saham biasa baru lebih mahal daripada biaya laba ditahan.

2.2.4 Total Modal

Dalam perhitungan nilai tambah ekonomis atau EVA, total modal adalah jumlah utang yang mengandung bunga dan modal sendiri, serta dilakukan penyesuaian-penyesuaian yang dipilih. Untuk perhitungan total modal, ada dua pendekatan sebagai berikut (Tunggal, 2001):

A. *Operating Approach*

Cash

Working Capital Requirement (WCR)

(+) *Bad debt reserve*

(+) *Bad stock reserve*

Net WCR

Investment

Fixed asset net

Other asset net

Cummulative goodwill

Total invested capital

Perhitungan *Working Capital Requirement* (WCR):

Accounts receivable net

Inventories net

Advance and deposits

Other current assets

Dikurangi:

Accounts payable

Accrued expense

Taxes payable

Working Capital Require

B. *Financing Approach*

Short term debt

Long term debt

Capital lease liabilities

Deffered tax net

Shareholders equity

(+) *Bad debt reserve*

(+) *Bad stock reserve*

Net shareholders equity

Minority interest of subsidiary

Total invested capital

2.2.5 Ekuivalen Ekuitas

Ekulivalen ekuitas digunakan untuk mengoreksi neraca juga untuk menghilangkan cara-cara akuntansi yang menyebabkan distorsi terhadap pengukuran laba ekonomi perusahaan yang sebenarnya. Dalam menghitung *rate of*

return, ekuivalen ekuitas ditambahkan ke *invested capital* dan peningkatan dalam ekuivalen ekuitas (perubahan dari periode ke periode) diperhitungkan pada NOPAT.

Menurut G. Bennet Stewart III (1991, sebagaimana dikutip oleh Winarto, 2003), terdapat lebih dari 150 penyesuaian ekuivalen ekuitas, tetapi banyak perusahaan hanya menggunakan tidak lebih dari lima penyesuaian ekuivalen ekuitas yang praktis dan dapat diterapkan. Kriteria umum penyesuaian ekuivalen ekuitas adalah: (1) nilainya cukup material atau signifikan, (2) manajemen dapat mempengaruhi hasil dari *account* yang dilakukan, (3) informasi yang diperlukan untuk melakukan penyesuaian ekuivalen ekuitas tersedia (dalam catatan laporan keuangan), (4) para profesional nonkeuangan dapat mengerti mengapa penyesuaian ekuivalen ekuitas dilakukan.

Bennet Stewart III memberikan suatu daftar ekuivalen ekuitas sebagai berikut (1991, sebagaimana dikutip oleh Winarto, 2003):

<i>Add to capital:</i> <i>Equity equivalents</i>	<i>Add to NOPAT:</i> <i>Increase in equity equivalents</i>
<i>Deferred tax reserve</i>	<i>Increase in deferred tax reserve</i>
<i>LIFO reserve</i>	<i>Increase in IFO reserve</i>
<i>Cumulative goodwill amortization</i>	<i>Goodwill amortization</i>
<i>Unrecorded goodwill</i>	
<i>(Net) capitalized intangibles</i>	<i>Increase in (net) capitalized intangibles</i>
<i>Full cost reserve</i>	<i>Increase in full cost reserve</i>
<i>Cumulative unusual loss (gain) AT</i>	<i>Unusual loss (gain) AT</i>
<i>Other reserve such as:</i>	<i>Increase in other reserved</i>
<i>Bad debt reserve</i>	
<i>Inventory obsolescence reserve</i>	
<i>Warranty reserve</i>	
<i>Deferred income reserve</i>	

Berikut adalah penjelasan dari penambahan ekuivalen ekuitas terhadap NOPAT dan modal di atas:

1. *Deferred Tax*

Deferred tax timbul dalam akuntansi pajak penghasilan karena terdapat *future tax effects* yang timbul sebagai akibat adanya perbedaan temporer antara *accounting base* dengan *tax base*. Perbedaan tersebut timbul karena adanya perbedaan dalam pengakuan transaksi dan peristiwa yang telah diakui dalam laporan keuangan dan SPT pajak seperti penyusutan aktiva tetap dan kerugian fiskal.

Pengakuan *future tax effects* dilakukan dengan mengakui adanya pajak tangguhan (*deferred tax assets*) dan kewajiban pajak tangguhan (*deferred tax liability*). Dalam perhitungan EVA, pengaruh *deferred tax* harus dieliminasi dengan alasan bahwa *deferred tax* bukan biaya yang bersifat tunai sehingga perlu dilakukan *adjustments* dalam menghitung *invested capital* dan NOPAT sebagai berikut:

<i>Capital</i>	<i>NOPAT</i>
(+) <i>Deferred tax liability balance (net)</i>	(+) <i>Increase in current deferred tax</i>
(-) <i>Deferred tax assets balance (net)</i>	(-) <i>Decrease in current deferred tax</i>

2. Cadangan LIFO (*LIFO Reserved*)

Ketika harga naik, perusahaan menggunakan metode LIFO sebagai pencatatan persediaan sehingga terjadi penurunan laba akuntansi yang dilaporkan. Dengan cara ini, tujuan perusahaan adalah untuk menghemat pajak sehingga banyak kas yang tertinggal. Oleh karena itu, metode persediaan LIFO perlu dinilai kembali dengan nilai terbaru.

Metode persediaan FIFO memberikan nilai barang sesuai dengan harga terbaru sehingga tidak perlu dilakukan penyesuaian. Perbedaan nilai persediaan

antara metode FIFO dan LIFO disebut *LIFO reserved*. Cadangan LIFO ditambahkan ke *capital* dan peningkatan cadangan LIFO dari tahun sebelumnya ditambahkan ke NOPAT sehingga laba perusahaan lebih mendekati sebenarnya.

3. *Goodwill*

Goodwill terjadi jika sebuah perusahaan mengakuisisi perusahaan lain dengan harga di *atas fair market value* atas aktiva dan hutangnya. Sama seperti *intangible assets*, *goodwill* dianggap sebagai investasi yang tidak dapat diamortisasi karena bukan merupakan *cash cost*, sehingga dalam menghitung EVA perlu dilakukan penyesuaian sebagai berikut:

- *Invested capital* ditambah dengan *cumulative goodwill amortization*
- NOPAT ditambah dengan nilai amortisasi tahun berjalan

4. *Goodwill* Tidak Tercatat (*Unrecorded Goodwill*)

Goodwill tidak tercatat terjadi jika sebuah perusahaan mengakuisisi perusahaan lain dengan menggunakan metode akuisisi penyatuan kepentingan (*pooling of interest*). Biaya yang dicatat oleh pembeli adalah nilai buku akuntansi penjual. Dari sudut investor atau pembeli perusahaan, biaya sesungguhnya dari akuisisi adalah nilai pasar efek yang ditawarkan untuk merealisasi perjanjian jual beli tersebut. *Goodwill* tidak tercatat adalah selisih nilai pasar dengan nilai buku, ditambahkan ke *capital*, tetapi tidak memiliki pengaruh ke NOPAT.

5. Aktiva Tidak Berwujud (*Intangible Assets*)

Yang termasuk dalam kategori ini antara lain: biaya penelitian dan pengembangan, pengembangan produk baru, dan biaya teknologi yang mempunyai keuntungan di masa yang akan datang dan dianggap sebagai aset ekonomi. Jika biaya *intangible assets* tersebut telah dibiayakan sebagai *period expense*, maka

diperlukan *adjustment* dengan cara dikapitalisasi kembali sebagai *equity equivalents* dan menambah *invested capital*, lalu diamortisasi selama periode tertentu. Biaya *intangible assets* yang telah dibiayakan tahun berjalan harus ditambah kembali ke NOPAT setelah dikurangi amortisasi *intangible assets* yang dikapitalisasi.

6. Cadangan Biaya Perusahaan (*Full Cost Reserve*)

Perlakukan akuntansi terhadap pengeluaran dana perusahaan yang berhubungan dengan keberhasilan dan kegagalan eksplorasi minyak dan gas bumi dapat menggunakan *Successfull Efforts* (SE) dan metode *Full Cost* (FC). SE merupakan metode akuntansi yang hanya mengkapitalisasi biaya eksplorasi yang berhasil saja, biaya yang gagal diperlakukan sebagai beban (*expense*). Sedangkan metode FC mengkapitalisasi seluruh biaya eksplorasi yang terjadi baik biaya eksplorasi yang berhasil maupun yang gagal karena tingkat hasil dalam metode FC mencerminkan kondisi yang sebenarnya. Oleh karena itu, perlu dilakukan penyesuaian dengan cara kumulatif kerugian luar biasa dikurangi keuntungan dan ditambahkan ke *capital* dan peningkatan dari periode selanjutnya ke NOPAT.

7. *Restructuring Charges*

Yang termasuk dalam kategori *restructuring charges* antara lain: biaya-biaya untuk likuidasi suatu unit perusahaan. Perlakuan akuntansi untuk biaya ini adalah membebankan seluruh biaya penutupan unit perusahaan sebagai biaya dalam laporan laba rugi. Dalam menghitung EVA, *unusual loss (gain) after tax* tersebut harus dikapitalisasi karena diasumsikan sebagai suatu bagian dari biaya untuk mempertahankan perusahaan secara keseluruhan. *Restructuring charges* merupakan investasi yang diperlukan untuk keberhasilan usaha masa yang akan datang.

8. Cadangan (*Reserve*)

Yang termasuk *reserve* antara lain *allowance for bad debts*, *allowance for bad stocks*, *warranty provisions* dan *deferred income reserve*. Dalam perhitungan EVA, *other reserves* tidak diakui sebagai unsur yang mempengaruhi *accounting profit* karena sifatnya yang hanya cadangan dan tidak ada unsur *cash outflows*. Hanya biaya penghapusan yang benar-benar terjadi yang diakui sebagai unsur yang mempengaruhi *accounting profit* sehingga cadangan (*reserve*) di neraca (*balance sheet*) merupakan *equity equivalent* yang menambah *invested capital* dan kenaikan cadangan (saldo akhir – saldo awal) menambah NOPAT.

2.3 PERHITUNGAN NILAI TAMBAH EKONOMIS

Nilai tambah ekonomis merupakan nilai lebih hasil operasi selama satu tahun pada tingkat laba operasional setelah memperhitungkan biaya modal formula nilai tambah ekonomis atau EVA sebagai berikut:

$$\text{Economic Value Added} = \text{After tax operating income} - \text{Weighted Average COC} \times \text{Total Assets} - \text{Current liabilities}$$

Hasil perhitungan EVA akan menunjukkan bahwa operasional perusahaan dapat menciptakan nilai tambah atau tidak. Jika hasil perhitungan EVA positif (EVA > 0) berarti ada penambahan nilai dalam operasional perusahaan dan hal ini menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat biaya modal, atau melebihi tingkat pengembalian yang diminta investor, atau melebihi investasi yang dilakukan. Jika hasil perhitungan EVA sama dengan nol (EVA = 0) berarti secara ekonomis perusahaan dalam keadaan impas, yang artinya seluruh laba yang diperoleh digunakan untuk membayar kewajiban pada penyedia dana. Jika hasil perhitungan EVA negatif (EVA < 0) berarti tidak ada penambahan nilai

dalam operasional perusahaan dan hal ini menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah daripada tingkat biaya modal.

2.4 TINJAUAN ATAS PENELITIAN-PENELITIAN TERDAHULU

Pengukuran kinerja keuangan dengan menggunakan metode *Economic Value Added* dapat mendorong pihak manajemen perusahaan untuk bertindak dan berpikir seperti halnya pemilik perusahaan yang selanjutnya dapat memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimalkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan.

Mike Roussana (1997), seorang peneliti dari PT Trikora Lloyds, di dalam penelitiannya menyatakan bahwa ada hubungan struktur modal terhadap *Economic Value Added*. Dalam menganalisis ada atau tidaknya pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan tersebut, Roussana tidak hanya menggunakan analisis nilai tambah ekonomis tetapi juga menggunakan analisis rasio profitabilitas.

Erwin Ch. Simandjuntak (2002) meneliti tentang penilaian kinerja keuangan perusahaan berdasarkan pertambahan nilai EVA dan MVA (*Market Value Added*) sebagai alat acuan nilai. Hasil penelitiannya adalah nilai EVA perusahaan negatif selama periode 1997-2001 dan nilai MVA hampir negatif sepanjang tahun. Hal ini menunjukkan bahwa EVA negatif yang dihasilkan perusahaan memberikan pengaruh terhadap nilai MVA.

Penelitian lainnya dilakukan oleh B. Melvin Tenegar (2002) yang mencoba mengaplikasikan konsep EVA pada *lower level plant management* PT Inti Keramik Alam Asri Tbk. Hasil penelitian menunjukkan bahwa EVA perusahaan tersebut adalah negatif untuk tahun 1997, 1998, 1999, dan 2001. Sementara tahun 2000 perusahaan memiliki nilai EVA positif. Dengan penerapan konsep EVA, maka diperoleh beberapa usulan perbaikan, yaitu perusahaan dapat menambah pendapatan tanpa menambah modal, yaitu dengan cara pengurangan biaya-biaya,

pengurangan biaya modal, pengurangan aset yang tidak diperlukan pengurangan modal kerja dan penghilangan bisnis yang mempunyai pengembalian yang rendah.

Winarto (2003) melakukan penelitian mengenai pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan rasio profitabilitas (*Return on Investment/ ROI*) dan nilai tambah ekonomis, dimana penelitian dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan yang berada dalam industri tekstil dan garmen yang *listing* di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitian menunjukkan bahwa mayoritas kinerja keuangan perusahaan-perusahaan dalam industri tekstil dan garmen dalam jangka waktu 1997-2001 dengan pendekatan EVA adalah negatif. Hal ini berarti perusahaan belum dapat menciptakan nilai tambah dalam operasionalnya dan belum dapat memenuhi keinginan dari para pemilik dan krediturnya untuk mendapatkan hasil dari investasinya. Selain itu, penelitian ini juga menunjukkan bahwa jika nilai ROI positif, belum tentu nilai EVA positif. Namun jika nilai ROI negatif, maka nilai EVA juga negatif. Hal ini terjadi karena ROI hanya memperhitungkan biaya bunga hutang, sedangkan EVA menghitung seluruh biaya modal, baik biaya bunga hutang maupun biaya modal sendiri.

BAB III

OBJEK DAN METODE PENELITIAN

3.1 JENIS PENELITIAN

Penelitian ini hendak menguji apakah ada perbedaan kinerja keuangan perusahaan pada saat terjadinya krisis ekonomi dan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi di Indonesia. Dengan demikian, jenis penelitian yang dipergunakan adalah penelitian empiris.

3.2 RENTANG WAKTU PENELITIAN

Data-data yang diperlukan untuk menghitung nilai tambah ekonomis perusahaan-perusahaan tekstil dan garmen yang *go public* serta terdaftar di Bursa Efek Jakarta, didapatkan dalam dua periode waktu, yaitu tahun 1997 dan tahun 2001.

3.3 POPULASI DAN SAMPEL

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan tekstil dan garmen yang ada di Indonesia. Sedangkan sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan tekstil dan garmen yang sudah *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta dalam tahun 1997-2001.

Penelitian ini dilakukan hanya pada perusahaan-perusahaan *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta, serta berada dalam jenis industri yang sama, yaitu industri tekstil dan garmen. Hal ini dilakukan agar diperoleh hasil pengukuran yang dapat dibandingkan dan diuji perbedaannya antara tahun 1997 dengan tahun 2001.

Tabel 3.1
Daftar Nama Perusahaan Sampel
Tahun 1997-2001

No.	Nama Perusahaan	Kode
1.	PT Argo Pantes Tbk	ARGO
2.	PT Century Textile Industry Tbk	CNTB
3.	PT Eratex Djaja Ltd Tbk	ERTX
4.	PT Ever Shine Tex Tbk	ESTI
5.	PT Great River International Tbk	GRIV
6.	PT Pania Indonesia Tbk	HDTX
7.	PT Karwell Indonesia Tbk	KARW
8.	PT Hanson Industri Utama Tbk	MYRX
9.	PT Apac Centertex Corporation Tbk	MYTX
10.	PT Pania Filament Inti Tbk	PAFI
11.	PT Pan Brothers Tbk	PBRX
12.	PT Polysindo Eka Perkasa Tbk	POLY
13.	PT Roda Vivatex Tbk	RDTX
14.	PT Sarasa Nugraha Tbk	SRSN
15.	PT Sunson Textile Manufacturer Tbk	SSTM
16.	PT Texmaco Jaya Tbk	TEJA
17.	PT Teijin Indonesia Fiber Corporation Tbk	TFCO

3.4 TEKNIK PENGAMBILAN SAMPEL

Sampel yang akan diuji dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu metode pemilihan sampel dengan beberapa kriteria tertentu, yaitu:

- Sampel adalah perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam industri tekstil dan garmen
- Sampel adalah perusahaan yang *go public* pada tahun 1996-2001
- Sampel yang dipilih adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ dalam kurun waktu 1996-2001
- Perusahaan yang dipilih memiliki akhir tahun fiskal pada bulan Desember
- Data yang dibutuhkan tersedia selama periode 1996-2001

3.5 DEFINISI OPERASIONAL VARIABEL PENELITIAN

Kinerja keuangan perusahaan didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk menciptakan nilai tambah (*value creation*) dari suatu investasi, dengan cara mengurangi laba operasional bersih setelah pajak dengan beban biaya modal yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan. Kemampuan perusahaan untuk menciptakan nilai tambah (*value creation*) ditunjukkan dengan nilai *Economic Value Added* (EVA) positif.

3.6 JENIS DAN SUMBER DATA

Penelitian ini menggunakan sumber data sekunder, yaitu data yang diperoleh dari pihak lain yang sudah dalam bentuk publikasi, dimana data-data dalam laporan keuangan tersebut diasumsikan *credible*. Data bersumber dari:

- Data laporan keuangan publikasian (*annual report*) untuk periode satu tahun buku yang berakhir pada tanggal 31 Desember, berupa neraca dan laporan laba rugi dari tahun 1996 sampai tahun 2001
- Data laporan bulanan Bank Indonesia tahun 1997 dan tahun 2001

3.7 TEKNIK ANALISIS DATA

Metode statistika parametrik dapat digunakan apabila beberapa persyaratan dipenuhi, di antaranya adalah sampel yang akan dipakai untuk analisis haruslah berasal dari populasi yang berdistribusi normal. Jika jumlah populasi sedikit, atau sampel merupakan sampel kecil maka sulit untuk melakukan statistik inferensi secara memadai. Juga jika jenis data yang dianalisis adalah nominal atau ordinal, metode parametrik sulit untuk diterapkan dengan hasil memuaskan (Santoso, 2004).

Sampel yang dianalisis dalam penelitian ini adalah sampel besar, yaitu 17 perusahaan tekstil dan garmen yang sudah *go public*, dimana analisa dilakukan pada

tahun 1997 dan 2001. Meskipun jumlah sampel besar sehingga memenuhi ketentuan dipergunakannya metode statistik parametrik, namun harus diuji pula apakah data yang akan dianalisa ini berdistribusi normal ataukah tidak. Untuk itu terlebih dahulu dilakukan pengujian normalitas dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov.

Tabel 3.2.
Pengujian Kolmogorov-Smirnov untuk Normalitas Data

	Year	Kolmogorov-Smirnov(a)		
		Statistic	df	Sig.
SMEAN (EVA)	1997	.258	17	.004
	2001	.333	17	.000

Dasar pengambilan keputusan dalam uji normalitas Kolmogorov-Smirnov adalah:

- Distribusi data adalah normal jika nilai signifikansi (Sig.) atau nilai probabilitas $> 0,05$
- Distribusi data tidak normal jika nilai signifikansi (Sig.) atau nilai probabilitas $< 0,05$

Hasil pengujian normalitas menunjukkan seluruh nilai signifikansi (Sig.) lebih kecil dari 0,05 yang berarti bahwa distribusi data adalah tidak normal. Dengan demikian, pengujian hipotesis akan menggunakan metoda statistika non parametrik. Metode yang akan digunakan adalah Uji Tanda (*Sign Test*). Uji Tanda adalah teknik statistika yang digunakan untuk menguji perbedaan dua sampel berhubungan (*dependen*). Dua sampel yang *dependen* diartikan sebagai sampel dengan subjek yang sama, namun mengalami perlakuan atau pengukuran yang berbeda, yaitu diukur pada saat terjadinya krisis ekonomi dan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi.

Di samping itu, pengujian hipotesis juga akan menggunakan metoda statistika parametrik karena sampel analisa adalah sampel besar. Neter et. al. (1993) mengatakan bahwa untuk semua populasi, distribusi sampling untuk data dengan sampel besar adalah normal, yang lebih dikenal dengan *Central Limit Theorem*. Metoda statistika parametrik yang akan digunakan untuk pengujian hipotesis adalah Uji T untuk dua sampel yang berpasangan (*Paired Sample T Test*). Dua sampel yang berpasangan

diartikan sebagai sampel dengan subjek yang sama, namun mengalami perlakuan atau pengukuran yang berbeda, yaitu diukur pada saat terjadinya krisis ekonomi dan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi.

Langkah-langkah dalam penelitian adalah sebagai berikut:

1. Menghitung nilai *Economic Value Added* (EVA) masing-masing perusahaan untuk tahun 1997 dan 2001
 - a) Menghitung *Return Market* (Rm) untuk tahun 1997 dan tahun 2001
 - b) Menghitung Beta untuk masing-masing saham perusahaan untuk tahun 1997 dan 2001
 - c) Setelah diketahui *Return Market* dan Beta saham perusahaan, maka dapat dihitung biaya modal masing-masing perusahaan untuk tahun 1997 dan 2001.
 - d) Menghitung biaya hutang setelah pajak masing-masing perusahaan untuk tahun 1997 dan 2001
 - e) Setelah diketahui biaya modal dan biaya hutang setelah pajak untuk masing-masing perusahaan, maka dapat dihitung biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital/ WACC*) masing-masing perusahaan untuk tahun 1997 dan 2001
 - f) Langkah selanjutnya adalah menghitung *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT) masing-masing perusahaan untuk tahun 1997 dan 2001
 - g) Kemudian dihitung *Working Capital Requirement* (WCR) agar dapat dihitung berapa *invested capital*, yang selanjutnya digunakan untuk memperoleh nilai *average invested capital*.
 - h) Setelah diketahui nilai WACC dan nilai *average invested capital*, maka dapat dihitung *cost of capital* (COC) masing-masing perusahaan untuk tahun 1997 dan 2001

- i) Setelah diperoleh nilai NOPAT dan COC, maka dapat dihitung nilai *Economic Value Added* (EVA) masing-masing perusahaan untuk tahun 1997 dan 2001
2. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan Uji Tanda (*Sign Test*) dan Uji T untuk dua sampel yang berpasangan (*Paired Sample T Test*).

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 HASIL PERHITUNGAN NILAI TAMBAH EKONOMIS

Nilai tambah ekonomis suatu perusahaan menunjukkan besarnya nilai tambah yang dapat dihasilkan suatu perusahaan selama tahun berjalan. Jika nilai tambah ekonomis positif berarti perusahaan telah dapat menciptakan nilai tambah pada kinerja keuangannya dan sebaliknya, jika nilai tambah ekonomis negatif berarti perusahaan tidak mampu menciptakan nilai tambah bagi kinerja keuangannya. Data yang diperlukan untuk dapat menghitung nilai tambah ekonomis adalah NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*) dan COC (*Cost of Capital*) yang harus dikeluarkan perusahaan dalam menjalankan aktivitasnya.

Nilai tambah ekonomis belum dapat diciptakan oleh perusahaan-perusahaan di dalam industri garmen dan tekstil selama kurun waktu 1997 dan 2001, meskipun jika dilihat secara individu terdapat perusahaan yang dapat menciptakan nilai tambah ekonomis dalam kinerjanya, yaitu PBRX tahun 1997 dan 2001. Sebagian besar dari perusahaan sampel tidak dapat menciptakan nilai tambah ekonomis dikarenakan tingkat biaya modal yang harus dikeluarkan lebih besar dari tingkat pengembalian yang dihasilkan. Hasil perhitungan nilai tambah ekonomis adalah sebagai berikut:

Tabel 4.1
Hasil Perhitungan Nilai Tambah Ekonomis
Tahun 1997 dan 2001

Emiten	1997	2001
ARGO	(417,855,813,917)	(278,080,085,479)
CNTB	(9,940,276,568)	(544,427,249)
ERTX	(65,136,632,741)	(15,590,036,668)
ESTI	(140,524,390,389)	(121,059,881,305)
GRIV	(83,489,262,696)	(279,927,984,502)
HDTX	(389,639,385,932)	(97,262,627,698)
KARW	(127,299,489,580)	(120,202,200,836)

MYRX	(148,195,283,527)	(176,831,871,398)
MYTX	(464,603,327,386)	(419,983,019,376)
PAFI	(50,241,841,475)	(49,320,272,532)
PBRX	175,985,492	9,270,776,390
POLY	(209,654,890,075)	(2,570,480,473,864)
RDTX	(152,466,101,722)	(97,884,211,826)
SRSN	(79,053,146,137)	(47,098,762,599)
SSTM	(43,684,026,486)	(78,117,669,923)
TEJA	(76,941,299,059)	(295,825,805,523)
TFCO	(95,834,736,897)	

4.2 PENGUJIAN HIPOTESIS

Penelitian ini hendak menguji apakah terdapat perbedaan kinerja keuangan perusahaan-perusahaan dalam industri tekstil pada tahun 1997 dengan tahun 2001, dimana alat ukur kinerja keuangan yang dipergunakan adalah nilai tambah ekonomis (*Economic Value Added*). Hipotesis penelitian ini adalah kinerja keuangan perusahaan-perusahaan tekstil dan garmen saat terjadinya krisis ekonomi tahun 1997 adalah sama dengan kinerja keuangan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi di Indonesia.

Pertama, hipotesis tersebut akan diuji dengan metode statistika non parametrik. Metode yang akan digunakan adalah Uji Tanda (*Sign Test*). Dan yang kedua, hipotesis akan diuji dengan metode statistika parametrik yaitu Uji T untuk dua sampel yang berpasangan (*Paired Sample T Test*).

4.2.1 Uji Tanda (*Sign Test*)

H_0 = Kinerja keuangan perusahaan pada saat terjadinya krisis ekonomi (tahun 1997) berbeda dengan kinerja keuangan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi (tahun 2001)

H_1 = Kinerja keuangan perusahaan pada saat terjadinya krisis ekonomi (tahun 1997) tidak berbeda (sama) dengan kinerja keuangan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi (tahun 2001)

Tabel 4.2
Uji Tanda (*Sign Test*)

Frequencies

		N
EVA_2001 - EVA_1997	Negative Differences(a)	7
	Positive Differences(b)	10
	Ties(c)	0
	Total	17

a EVA_2001 < EVA_1997

b EVA_2001 > EVA_1997

c EVA_2001 = EVA_1997

Test Statistics(b)

	EVA_2001 - EVA_1997
Exact Sig. (2-tailed)	.629(a)

a Binomial distribution used.

b Sign Test

Dasar pengambilan keputusan dalam Uji Tanda adalah berdasarkan probabilitas:

- Jika probabilitas > 0,05, maka H_0 diterima
- Jika probabilitas < 0,05, maka H_0 ditolak

Dari hasil Uji Tanda, terlihat pada kolom *Exact. Sig. (2-tailed)* untuk uji dua sisi adalah 0,629. Di sini diperoleh probabilitas di atas 0,05 (0,629 > 0,05). Maka H_0 diterima, yang berarti kinerja keuangan perusahaan pada saat terjadinya krisis ekonomi (tahun 1997) berbeda dengan kinerja keuangan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi (tahun 2001). Dengan demikian, hasil pengujian hipotesis memberikan hasil yang tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan oleh peneliti.

4.2.2 Uji T untuk Dua Sampel yang Berpasangan (*Paired Sample T Test*)

H_0 = Kedua rata-rata populasi adalah tidak identik (rata-rata populasi kinerja keuangan perusahaan pada saat terjadinya krisis ekonomi (tahun 1997) dan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi (tahun 2001) adalah tidak sama/ berbeda secara nyata.

H_1 = Kedua rata-rata populasi adalah identik (rata-rata populasi kinerja keuangan perusahaan pada saat terjadinya krisis ekonomi (tahun 1997) dan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi (tahun 2001) adalah sama/ tidak berbeda secara nyata.

Tabel 4.3
Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	EVA_1997	-150199054064.41	17	141608378997.842	34345076710.624
	EVA_2001	-309032610995.1640	17	584740479931.71600	141820397784.28420

Tabel 4.3 memperlihatkan ringkasan statistik dari kedua sampel. Untuk nilai *Economic Value Added* pada tahun 1997, perusahaan memiliki nilai EVA rata-rata –Rp 150.199.054.064,41. Sedangkan pada tahun 2001, perusahaan mempunyai nilai EVA rata-rata –Rp 309.032.610.995,1640.

Tabel 4.4
Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	EVA_1997 & EVA_2001	17	.197	.449

Tabel 4.4 menunjukkan hasil korelasi antara EVA tahun 1997 dan EVA tahun 2001, yang menghasilkan angka 0,197 dengan nilai probabilitas 0,449 atau berada jauh di atas 0,05. Hal ini menyatakan bahwa korelasi antara EVA tahun 1997 dan EVA tahun 2001 adalah tidak erat dan benar-benar tidak berhubungan secara nyata.

Tabel 4.5
Paired Samples Test

		Pair 1
		EVA_1997 - EVA_2001
Paired Differences	Mean	158833556930.75220
	Std. Deviation	573934837864.87500
	Std. Error Mean	139199644631.68400
	95% Confidence Interval of the Difference	Lower -136256507373.66550
		Upper 453923621235.17000
t		1.141
df		16
Sig. (2-tailed)		.271

Dasar pengambilan keputusan dalam *Paired Sample T Test* adalah berdasarkan probabilitas:

- Jika probabilitas > 0,05, maka H_0 diterima
- Jika probabilitas < 0,05, maka H_0 ditolak

Tabel 4.5 menunjukkan bahwa nilai probabilitas adalah 0,271. Oleh karena probabilitas > 0,05 maka H_0 diterima. Hal ini berarti kinerja keuangan pada saat terjadinya krisis ekonomi (tahun 1997) dan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi (tahun 2001) adalah tidak sama/ berbeda secara nyata.

Hasil pengujian hipotesis yang dilakukan dengan *Sign Test* dan *Paired Sample T Test* ternyata memberikan hasil yang sama, yaitu kinerja keuangan pada saat terjadinya krisis ekonomi (tahun 1997) dan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi (tahun 2001) adalah tidak sama/ berbeda secara nyata, dimana alat ukur yang digunakan adalah *Economic Value Added* (EVA).

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

Dalam bab ini akan diberikan kesimpulan sebagai hasil akhir dari pengujian yang telah dilakukan pada bab empat. Selain itu juga akan dipaparkan keterbatasan dalam penelitian ini, serta penelitian anjuran yang diusulkan untuk peneliti selanjutnya.

5.1 KESIMPULAN

Dalam penelitian ini, peneliti berusaha mendeskripsikan *Economic Value Added* sebagai salah satu alat untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan. Selain itu, peneliti juga ingin mendeskripsikan perbedaan pengukuran kinerja keuangan konvensional dan pengukuran kinerja keuangan dengan menggunakan *Economic Value Added*, serta menganalisa perbedaan kinerja keuangan pada saat terjadinya krisis ekonomi dengan kinerja keuangan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi di Indonesia, dimana pengukuran dilakukan dengan menggunakan *Economic Value Added*.

Salah satu tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang dimaksud adalah nilai total kapital yang terdiri dari hutang dan ekuitas. Memaksimalkan nilai perusahaan bisa juga diartikan sebagai memaksimalkan nilai saham.

Setiap perusahaan harus memiliki alat ukur yang dapat memberikan gambaran kinerja keuangan perusahaan. Penilaian tersebut dilakukan untuk mengevaluasi perolehan yang didapat perusahaan terhadap kerja atau usaha yang dilakukan, apakah telah memberikan hasil yang sesuai dengan rencana dan tujuan-tujuan strategis yang diharapkan dapat diraih.

Metode penilaian kinerja keuangan perusahaan konvensional yang cukup dikenal yaitu *Return on Assets* (ROA) serta *Return on Equity* (ROE). ROA merupakan perbandingan antara laba dengan jumlah *assets*, sedangkan ROE merupakan perbandingan antara laba dengan ekuitas.

Metode ini dianggap tidak cukup baik untuk memperlihatkan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. Pertimbangannya adalah ROE dan ROA bersifat jangka pendek, sehingga sering dipengaruhi oleh aturan akuntansi yang bervariasi, serta tidak memperhitungkan biaya modal baik yang ditimbulkan oleh hutang maupun ekuitas. Perhitungannya pun dapat dimanipulasi dengan menjual *assets*, baik *current assets* maupun *fixed assets*, sehingga peningkatan laba diikuti oleh penyusutan aktiva. Metoda ROA dan ROE dapat menyebabkan distorsi karena membuat investasi kelihatannya menguntungkan, terlihat baik untuk pengambilan keputusan, padahal dengan memperhitungkan komponen biaya modal mungkin investasi tersebut sebenarnya malah merugi.

Economic Value Added (EVA) adalah laba operasional bersih setelah pajak dikurangi biaya modal. Biaya modal yang dimaksud telah mencakup biaya bunga hutang dan biaya modal sendiri. Bila laba ini lebih besar daripada biaya modal, maka terciptalah nilai tambah bagi perusahaan.

Hal yang mendasari penilaian EVA adalah kenyataan bahwa pemegang saham harus mendapatkan pendapatan yang merupakan kompensasi logis dari risiko yang telah diambil untuk memilih dan melakukan investasi terhadap pilihannya itu. Dengan kata lain, sejumlah modal yang ditanamkan haruslah paling tidak mempunyai nilai pengembalian yang sama terhadap risiko investasi yang ada di pasar modal. Jika tidak, maka yang terjadi adalah tidak ada keuntungan riil telah didapatkan dan sebenarnya perusahaan telah melakukan kegiatan usaha yang merugikan dari sisi pemegang saham. Jika hasil pengukuran yang dihasilkan memberikan $EVA = 0$, maka hal ini dianggap sebagai pencapaian yang cukup untuk kompensasi risiko investasi yang dilakukan pemegang saham.

Metode-metode penilaian kinerja keuangan yang ada tidak mampu untuk memberikan evaluasi kinerja perusahaan secara tepat terhadap pencapaian nilai tambah terhadap kinerja perusahaan. Konsep nilai tambah ini mengarahkan tuntutan pencapaian yang sebenarnya akan seberapa besar perusahaan dapat menghasilkan tingkat pengembalian investasi terhadap risiko yang harus ditanggung perusahaan.

Dengan pendekatan EVA, perusahaan harus memperhitungkan biaya modal yang dikeluarkan dalam memperoleh *return*-nya. EVA merupakan hasil pengurangan laba dengan biaya modal. Dengan konsep penilaian ini, nilai EVA yang dihasilkan mencerminkan keuntungan yang sebenarnya dari investasi perusahaan.

Pendekatan ini mengharuskan manajemen perusahaan untuk dapat memilih investasi dengan tingkat pengembalian yang paling tinggi dengan tingkat risiko yang paling rendah. Semakin positif nilai EVA, maka semakin baik pula kinerja suatu perusahaan.

Penelitian ini hendak menguji apakah terdapat perbedaan kinerja keuangan perusahaan-perusahaan dalam industri tekstil dan garmen pada pada saat terjadinya krisis ekonomi (tahun 1997) dengan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi (tahun 2001), dimana alat ukur kinerja keuangan yang dipergunakan adalah nilai tambah ekonomis (*Economic Value Added*).

Hasil pengujian hipotesis yang dilakukan dengan *Sign Test* dan *Paired Sample T Test* ternyata memberikan hasil yang sama, yaitu kinerja keuangan pada saat terjadinya krisis ekonomi (tahun 1997) dan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi (tahun 2001) adalah tidak sama/ berbeda secara nyata.

5.2 SARAN

Dari kesimpulan penelitian, akan terbuka peluang baru bagi para peneliti selanjutnya untuk mengembangkan penelitian ini. Pertama, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja keuangan saat terjadinya krisis ekonomi berbeda dengan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi. Penelitian ini hanya ingin

mengatahui ada atau tidaknya perbedaan kinerja keuangan dalam dua kurun waktu, namun tidak menguji arah. Peneliti selanjutnya dapat mengembangkan penelitian dengan menguji arah, yaitu mencari tahu apakah kinerja keuangan lima tahun setelah terjadinya krisis ekonomi, meningkat atau justru menurun dibandingkan saat terjadinya krisis ekonomi.

Kedua, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan-perusahaan dalam industri tekstil dan garmen pada tahun 1997 berbeda dengan kinerja keuangan tahun 2001. Hal ini belum tentu berlaku bagi industri-industri lainnya. Peneliti selanjutnya dapat mengembangkan penelitian dengan melakukan uji beda pada perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam industri-industri lainnya, selain industri tekstil dan garmen.

Ketiga, penilaian dengan pendekatan EVA dalam penelitian ini dilakukan dalam kurun waktu tahun 1997 dan tahun 2001 hasilnya menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan memiliki nilai EVA negatif. Nilai EVA negatif dapat disebabkan oleh faktor mikro, seperti kinerja perusahaan yang buruk. Namun nilai EVA negatif dapat juga disebabkan oleh faktor makro ekonomi, seperti inflasi yang tidak stabil, tingkat suku bunga yang tidak stabil, keadaan perekonomian yang tidak stabil, dan lain sebagainya. Faktor-faktor tersebut akan mempengaruhi cara perusahaan beroperasi dan pada akhirnya akan mempengaruhi kinerja perusahaan. Oleh karena itu, peneliti selanjutnya dapat memperhitungkan faktor-faktor mikro dan makro yang juga berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, yang selanjutnya mempengaruhi nilai EVA.

Keempat, penelitian ini menggunakan pendekatan EVA dalam menilai kinerja keuangan perusahaan, dimana EVA merupakan pendekatan yang relatif baru, yang dapat menjadi alternatif dari metode-metode yang sudah ada. Metode EVA diharapkan dapat lebih mampu memberikan evaluasi kinerja keuangan perusahaan secara lebih tepat dibandingkan dengan metode keuangan konvensional, seperti ROA dan ROE. Peneliti selanjutnya dapat mengembangkan penelitian dengan

mengukur kinerja keuangan dengan rasio profitabilitas dan metode EVA. Tujuannya adalah mencari tahu apakah penilaian kinerja keuangan menunjukkan hasil yang konsisten apabila diukur dengan menggunakan rasio profitabilitas serta diukur dengan menggunakan pendekatan EVA.

DAFTAR PUSTAKA

- American Express Bank, Ltd., *Laporan Tahunan 2001*.
- Brewer, Peter C., Chandra, Gyan., Hock, Clayton A., *Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations*, S.A.M. Advanced Management Journal, ABI/Inform Research, 1999.
- Brigham, Eugene F., Gapenski, Louis C., P. R. Daves., *Intermediate Financial Management*, 5th edition, The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers, 1999.
- Brigham, E. F., Weston, J. F., *Finance Management*, The Dryden Press, Hinsdale, Illinois, Seventh Edition, 1991.
- Chen, Shimin., Dodd, James L., *Economic Value Added (EVA): An Empirical Examination Of A New Corporate Performance Measure*, Journal of Managerial Issues, ABI/Informs Research, 1997.
- Davidson S., *Managerial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods, and Uses*. The Dryden Press, Chicago, Third Edition, 1988.
- Dierks, Paul A., Patel, Ajay., *What is EVA and How Can It Help Your Company?*, Management Accounting, ABI/Inform Research, 1997.
- DPN APINDO, *Pengentasan Kemiskinan Dalam Perspektif Dunia Usaha*, Position Paper, 2003.
- Foster G., *Financial Statement Analysis*, 2nd edition, Prentice-Hall International Inc., 1986.
- Garvey, Gerald T., Milbourn, Todd T., *The Optimal and Actual Use of EVA versus Earnings in Executive Compensation*, 2000.
- Institute for Economic and Financial Research, *Indonesian Capital Market Directory*, 1999.
- _____, *Indonesian Capital Market Directory*, 2000.
- _____, *Indonesian Capital Market Directory*, 2001.
- _____, *Indonesian Capital Market Directory*, 2002.
- Jones, K. H., J. B. Price., M. L. Werner, and M. S. Doran., *Introduction to Financial Accounting: a user perspective*, Instructor Edition, Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice-Hall, Inc., Second Edition, 1996.
- Lere, J. C., *Managerial Accounting: A Planning, Operating, and Control Framework*, John Wiley and Sons Inc., New York, 1991.
- Machfoedz, M., *Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earnings Changes in Indonesia*, Kelola no.7, 1994.

- Mirza, T., *Manajemen Usahawan Indonesia*, No.4/Th XXVI/ April/1997.
- Purwanto, Djoko., *Tantangan Ke Depan Pasca Paris Club III*, 2002.
- Ramli, Rizal., *Hujan Badai Ekonomi Indonesia*, Kolom Berita Utama Majalah ADIL, Edisi 23, 2008. <http://www.adilnews.com/?q=ar/rizal-ramli-hujan-badai-ekonomi-indonesia> .
- Santoso, S., *SPSS: Mengolah Data Statistik Secara Profesional*, PT Elex Media Komputindo, Jakarta, 2000.
- Sartono, R. A., *Manajemen Keuangan*, BPFE, Yogyakarta, Edisi Ketiga, 1996.
- Simandjuntak, Erwin Ch., *Penilaian Kinerja Keuangan Perusahaan Berdasarkan Pertambahan Nilai EVA dan MVA sebagai Alat Acuan Nilai*, Tesis, 2002.
- Sjam, Amelina A., *Analisis Perbandingan Manajemen Keuangan pada Industri Manufaktur dan Industri Jasa di Indonesia*, 2003, Skripsi, tidak dipublikasikan.
- Sjam, Amelina A., *Pengaruh Rasio-rasio Keuangan sebagai Ukuran Kinerja Perusahaan terhadap Probabilitas Kegagalan Perusahaan*, 2006, Tesis, tidak dipublikasikan.
- Suhardito B., S. J. A. Irot, dan L. D. Wahyuni., *Analisis Kegunaan Raso-rasio Keuangan dalam Memprediksi Perubahan laba Emiten dan Industri Perbankan di PT Bursa Efek Surabaya*, 2000, tidak dipublikasikan.
- Tan, Kwang En, *Pengaruh Koefisien Respon Laba Akuntansi Terhadap Harga Saham Dalam Masa Krisis Ekonomi di Indonesia*, Jurnal Ilmiah Akuntansi, Fakultas Ekonomi Program Studi Akuntansi, Universitas Kristen Maranatha, vol. 2, no. 1, November 2002.
- _____, *Perbandingan Kinerja dan Karakteristik Keuangan Perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Jakarta dan Stock Exchange of Singapore*, 2002, Tesis, tidak dipublikasikan.
- Tenegar, B. Melvin., *Aplikasi Konsep EVA pada Lower Level Plant Management PT Inti Keramik Alam Asri Tbk*, Tesis, 2002.
- Tunggal, Amin W., *Memahami Konsep Economic Value Added (EVA) dan Value Based Management (VAM)*, Harvarindo, 2001.
- United States Postal Service, *Economic Value Added*, Handbook F-6, 2001.
- Utama, S., *Manajemen Usahawan Indonesia*, No. 4/Th XXVI/April/1997.
- Van Horne, J. C., *Financial Management and Policy*. Prentice-Hall International Inc., 1998.
- Winarto, J., *Economic Value Added sebagai Salah Satu Alternatif Penilaian Kinerja Keuangan Perusahaan*, Jurnal Manajemen, Fakultas Ekonomi Program Studi Manajemen, Universitas Kristen Maranatha, vol 3, no. 1, November 2003.
- Winarto, J., *Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Diukur dengan Rasio Profitabilitas (ROI) dan Nilai Tambah Ekonomis (EVA)*, 2003, Tesis, tidak dipublikasikan.
- Young, S. David., O'Byrne, Stephen F., *EVA dan Manajemen Berdasarkan Nilai*, Penerbit Salemba Empat, 2001.