



Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar Unand.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin Unand.

**ANALISIS PENILAIAN KINERJA PERUSAHAAN DENGAN
MENGUNAKAN PENDEKATAN EVA, RASIO PROFITABILITAS,
DAN RASIO PASAR PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BEI**

SKRIPSI



**HIJRAH ADE PUTRA
0795042**

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ANDALAS
PADANG 2011**

PERNYATAAN

Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan disuatu perguruan tinggi dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali secara tertulis diacu dalam skripsi ini disebutkan dalam daftar referensi.

Padang, Oktober 2011

Hijrah Ade Putra
07953042





No. Alumni Universitas	Hijrah Ade Putra	No. Alumni Fakultas :
-------------------------------	-------------------------	------------------------------

BIODATA

a). Tempat/Tgl Lahir : Simawang/16 Mei 1989 b). Nama Orang Tua : H. S. DT. Pado Penghulu dan Hj. Nurhayati c). Fakultas : Ekonomi d). Jurusan : Akuntansi e). No.BP : 07953042 f). Tanggal Lulus : 24 September 2011 g). Predikat lulus : Sangat Memuaskan h). IPK : 3,18 i). Lama Studi : 4 tahun 1 bulan j). Alamat Orang Tua : Jl. Tuanku lareh No.89 Simawang. Ombilin, Kab. Tanah Datar, Sumatra Barat

ANALISIS PENILAIAN KINERJA PERUSAHAAN DENGAN MENGGUNAKAN PENDEKATAN EVA, RASIO PROFITABILITAS, DAN RASIO PASAR PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI

Skripsi S1 Oleh : **Hijrah Ade Putra**, Pembimbing : **Drs. H. Fauzi Saad, MM, Akt**

ABSTRAK

Penilaian ini dilakukan untuk menilai kinerja keuangan suatu perusahaan yang diperlukan untuk mengukur efektifitas dan eksistensi dari kegiatan operasional perusahaan selama suatu periode. Hasil penelitian kinerja perusahaan digunakan oleh pihak-pihak yang berkepentingan untuk melihat prospek perusahaan di masa yang akan datang. Bagi investor untuk meramalkan laba, dividen dan harga saham dan bagi kreditor untuk mengevaluasi kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari publikasi laporan keuangan di bursa efek Indonesia. Sampel yang diambil adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia, dan perusahaan tersebut memiliki data yang diperlukan. Perusahaan yang memenuhi kriteria diatas adalah 21 perusahaan. Pengukuran dilakukan dengan menggunakan variabel berupa EVA, Rasio Profitabilitas dan Rasio Pasar. Pengolahan data dilakukan secara manual dengan menggunakan formula yang telah tersedia. Dari hasil analisis disimpulkan bahwa penggunaan EVA sebagai alat ukur kinerja keuangan, perusahaan lebih efektif dibandingkan dengan rasio profitabilitas dan rasio pasar karena memperhitungkan adanya biaya modal yang harus dilakukan oleh perusahaan.

Skripsi telah dipertahankan di depan sidang penguji dan dinyatakan lulus pada tanggal 24 September 2011, dengan penguji :

Tanda Tangan	1.	2.	3.
Nama Terang	Dra. Sri Dewi Edmawati, M.Si, Ak	Nini Syofriyeni, SE, M.Si, Ak	Dra. Warnida, MM, Ak

Mengetahui :

Ketua Jurusan : **DR. Yuskar, SE, MA, Ak**
NIP. 196009111986031001

Tanda tangan

Alumnus telah mendaftar ke fakultas dan telah mendapat Nomor Alumnus :

	Petugas Fakultas/ Universitas	
No. Alumni Fakultas	Nama :	Tanda-tangan :
No. Alumnis Universitas	Nama :	Tanda tangan :

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis ucapkan kehadirat Allah SWT. karena berkat rahmat dan karunia-Nya, penulis telah dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **“Analisis Penilaian Kinerja Perusahaan Dengan Menggunakan Pendekatan EVA, Rasio Profitabilitas, Dan Rasio Pasar Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar DI BEI”** yang merupakan salah satu syarat untuk menyelesaikan studi Strata satu Jurusan Akuntansi Program Reguler Mandiri Fakultas Ekonomi Universitas Andalas Padang.

Dalam penulisan skripsi ini penulis tidak lepas dari doa, dukungan dan bimbingan baik moril maupun materil dari berbagai pihak, oleh karena itu penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. **Ayahanda H. S. DT.Pado Penghulu tercinta dan Ibunda Hj. Nurhayati.**
Terima kasih penulis ucapkan untuk pengorbanan, nasehat dan dukungan tiada hentinya yang diberikan hingga bisa menyelesaikan studi ini.
2. Seluruh **“KELUARGA BESARKU”** yang selalu senantiasa memberikan masukan, motivasi dan semangat yang tiada hentinya.
3. **Bapak H. Fauzi Saad SE, Akt.** Selaku Dosen Pembimbing yang telah meluangkan waktunya memberikan bimbingan, nasehat, dan petunjuknya dalam penulisan skripsi ini.
4. Prof. DR. H. Syafruddin Karimi, SE, MA. Selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Andalas Padang.

5. DR. H. Yuskar, SE. MA. Ak. Selaku Ketua Jurusan Akuntansi Universitas Andalas Padang.
6. **Ibu Dra. Sri Dewi Edmawati, M.Si. Akt.** Selaku Ketua Program Studi Akuntansi Program Reguler Mandiri Fakultas Ekonomi Universitas Andalas Padang.
7. Seluruh Dosen dan Staf Pengajar Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Andalas yang telah mendidik dan memberikan ilmunya hingga penulis dapat menyelesaikan studi dengan baik.
8. Bapak dan Ibu Pegawai Tata Usaha/Sekretariat/Pustaka Fakultas Ekonomi Universitas Andalas yang telah membantu penulis dalam kelancaran proses administrasi selama kuliah hingga selesai studi ini.
9. Teman-teman angkatan 2007 terutama jurusan Akuntansi yang senantiasa memberikan motivasi dalam penyelesaian skripsi ini. Saya ucapkan terima kasih untuk semua masa suka duka selama menjalankan studi dikampus kita.
10. Kakak-kakak dan adik-adik FE-PEUA yang banyak membantu penulis selama menjalani studi. Terima kasih atas kritik dan sarannya.
11. Kepada teman-teman kos Tan Malaka yang banyak memberikan dukungan, doa, senda gurau dan kebersamaan selama kuliah. Aku g' akan melupakan kalian bro. Suatu saat nanti aku pasti akan merindukan kalian semua.
12. Special thank to **"Lady Rose"**.... You always be my inspiration. Every moment with you, every moment I treasure...

Semoga Allah membalas semua pengorbanan dan budi baik yang diberikan kepada penulis. Penulis mohon maaf apabila ada kekurangan dalam penulisan skripsi ini. Dengan segala kerendahan hati penulis persembahkan karya ini semoga bermanfaat bagi kita semua.

Padang, Oktober 2011



DAFTAR ISI

LEMBAR PENGESAHAN

LEMBAR PERSEMBAHAN

LEMBAR PERNYATAAN

ABSTRAK

KATA PENGANTAR..... i

DAFTAR ISI..... iv

DAFTAR TABEL..... vi

BAB I PENDAHULUAN

A Latar Belakang 1

B Perumusan Masalah 6

C Tujuan Penelitian 6

D Manfaat Penelitian 7

E Batasan Masalah 7

F Sistematika Penulisan 7

BAB II LANDASAN TEORITIS

A. Pengertian Kinerja Perusahaan 9

B. Penilaian Kinerja Dengan Pendekatan Tradisional 14

C. EVA Sebagai Alat Ukur Kinerja Keuangan 20

1 Keunggulan dan Kelemahan EVA 22

2 Implementasi EVA 26

3 Mekanisme Penilaian Kinerja Dengan EVA 26

4 Perhitungan EVA 34

5 Standar Penilaian EVA 35

D. Studi Terdahulu 35

BAB III METODE PENELITIAN

A Desain Penelitian	37
B Variabel dan Pengukuran	37
C Populasi dan Sampel	40
D Data dan Metode Pengumpulan Data	41
E Analisis Data	42

BAB IV PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Perusahaan Sampel	43
1 Deskripsi Data Keuangan Perusahaan Sampel	59
B. Kinerja Perusahaan Sampel Dengan Pendekatan Tradisional..	62
C. Perhitungan EVA	66
1 Perhitungan NOPAT	66
2 Perhitungan Biaya modal	69
3 Perhitungan Invested Capital	73
4 Menentukan EVA Perusahaan Sampel	75

BAB IV KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan	80
B. Keterbatasan Penelitian dan Saran Penelitian Selanjutnya	82

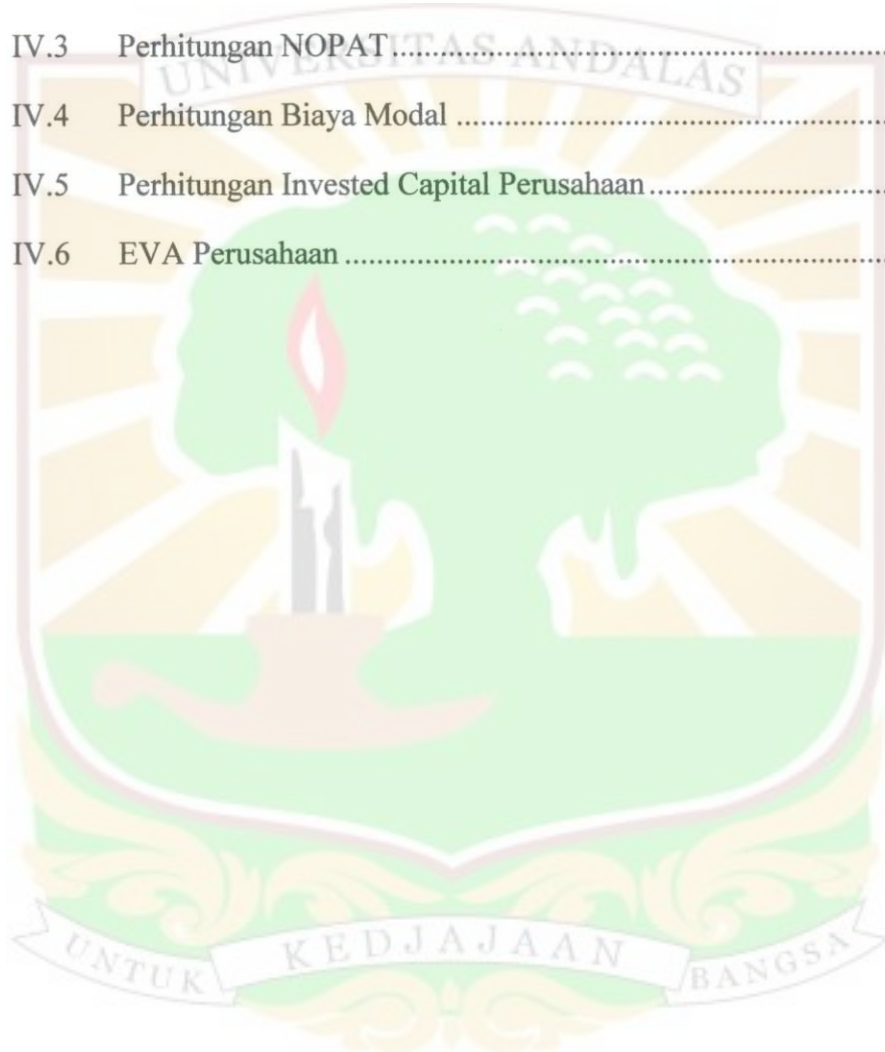
DAFTAR PUSTAKA	vii
-----------------------------	------------

LAMPIRAN.....	84
----------------------	-----------

RIWAYAT HIDUP	
----------------------------	--

DAFTAR TABEL

Tabel III.1	Perusahaan-Perusahaan Sampel.....	41
Tabel IV.1	Ikhtisar Data Keuangan Perusahaan	61
Tabel IV.2	Ikhtisar Data Keuangan Perusahaan	66
Tabel IV.3	Perhitungan NOPAT.....	69
Tabel IV.4	Perhitungan Biaya Modal	73
Tabel IV.5	Perhitungan Invested Capital Perusahaan.....	75
Tabel IV.6	EVA Perusahaan	78



BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Sebuah perusahaan didirikan dengan serangkaian tujuan yang akan dicapai. Setiap tujuan harus memperhatikan semua pihak yang terlibat dengan perusahaan, bagi pihak internal yaitu manajemen maupun pihak eksternal perusahaan, yaitu pemegang saham/ investor (stockholders), karyawan, kreditor, pemerintah dan masyarakat. Pada persaingan yang semakin ketat, setiap perusahaan harus mampu menjaga keberadaannya (eksistensi) agar mampu bertahan dalam dunia bisnis. Untuk dapat memperoleh gambaran yang tepat tentang perkembangan perusahaan, perlu diketahui kondisi bisnis yang dijalankan perusahaan dalam beradaptasi terhadap lingkungan usaha yang selalu berubah.

Laporan keuangan yang merupakan ringkasan dari kegiatan ekonomi yang dijalankan suatu perusahaan dapat mencerminkan kondisi perusahaan itu. Maka perlu dilakukan penilaian kinerja keuangan terhadap kondisi perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan setiap akhir periode akan menyusun laporan keuangan yang bertujuan untuk membantu memprediksi bagaimana kesejahteraan perusahaan di masa yang akan datang dengan memakai informasi akuntansi sebelumnya. Penilaian kinerja keuangan perusahaan merupakan usaha untuk mengukur efektifitas dan efisiensi kegiatan keuangan perusahaan selama periode tertentu, dimana kinerja keuangan sangat mempengaruhi visi dan misi yang hendak dicapai.

Analisis keuangan sangat bergantung pada informasi yang diberikan oleh laporan keuangan perusahaan dan merupakan salah satu sumber informasi yang penting disamping informasi lainya seperti informasi industri, kondisi perekonomian, pangsa pasar perusahaan, kualitas manajemen dan lainya dalam hal untuk mengukur kinerja suatu perusahaan. Untuk mengukur kinerja perusahaan, investor biasanya melihat kinerja keuangan perusahaan yang tercermin dari berbagai macam rasio dan di perlukan perbandingan dengan perusahaan lain yang seringkali sulit untuk didapat.

Selama ini pengukuran kinerja manajerial jarang menggunakan pendekatan perhitungan nilai tambah terhadap biaya modal yang ditanamkan. Analisis kinerja keuangan perusahaan dapat dilakukan dengan memanfaatkan laporan keuangan. Informasi laporan keuangan digunakan dan memiliki fungsi sebagai dasar pengambilan keputusan, baik oleh investor maupun calon investor.

Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dalam kegiatan operasinya merupakan fokus utama dalam penilaian prestasi perusahaan (analisis fundamental perusahaan). Karena laba perusahaan selain merupakan indikator kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban bagi para penyandang dananya, juga merupakan elemen dalam menciptakan nilai perusahaan yang menunjukkan prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Hasil dari penilaian kinerja perusahaan akan berguna bagi semua pihak. Salah satu pihak eksternal yang sangat membutuhkan laporan keuangan adalah investor. Untuk membuat keputusan yang rasional dalam melakukan investasi, investor juga perlu terlebih dahulu menganalisis laporan keuangan perusahaan

dimana investor tersebut akan menginvestasikan dananya. Laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan perusahaan memberikan gambaran mengenai kondisi keuangan perusahaan pada saat tertentu, prestasi operasi pada saat tertentu, serta informasi lainnya yang bersangkutan dengan perusahaan tersebut.

Untuk menilai kondisi keuangan dan prestasi perusahaan, diperlukan beberapa tolok ukur, antara lain adalah rasio yang menghubungkan data-data keuangan yang satu dengan yang lainnya. Analisis rasio keuangan merupakan instrumen analisis prestasi perusahaan yang menjelaskan berbagai hubungan dan indikator keuangan, yang ditujukan untuk menunjukkan perubahan dalam kondisi keuangan atau prestasi operasi dimasa lalu dan membantu menggambarkan tren pola perusahaan tersebut. Hal ini kemudian bertujuan untuk menunjukkan resiko dan peluang yang melekat pada perusahaan yang bersangkutan.

Ada beberapa rasio keuangan menurut Eugene dan Joel (2001, hal 79), yaitu rasio likuiditas (*current ratio, acid test ratio*), rasio manajemen aktiva (*inventory turnover ratio, day sales outstanding/ DSO, rasio perputaran aktiva tetap dan rasio perputaran total aktiva*), rasio leverage (*debt ratio, times-interest-earned/TIE ratio, dan fixed charge coverage ratio*), rasio profitabilitas (*profit margin, BEP, ROA, dan ROE*), dan rasio nilai pasar (*EPS, PE ratio, MB Ratio*).

Rasio keuangan yang akan digunakan dalam mengukur kinerja perusahaan adalah rasio profitabilitas (*Return On Equity/ ROE, Return On Asset/ ROA, Return On Investment/ ROI*) dan rasio pasar (*Earnings Per Share/ EPS dan Price Earnings Ratio/ PER*).

Alat ukur utama untuk mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan dalam kegiatan investasi yang umum digunakan oleh para investor adalah rasio profitabilitas. Daya tarik utama bagi pemilik perusahaan, terutama pemegang saham adalah terletak pada rasio profitabilitas. Rasio ini menunjukkan hasil pengelolaan manajemen perusahaan atas dana yang diinvestasikan. Rasio profitabilitas atau rasio keuntungan berkaitan erat dengan kemampuan perusahaan dan efektivitas operasi perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Sedangkan rasio pasar dipakai untuk mengukur harga pasar relative terhadap nilai buku. Sudut pandang pemakai rasio ini kebanyakan dari para investor atau calon investor.

Meskipun telah digunakan secara luas oleh investor sebagai salah satu dasar dalam pengambilan keputusan investasi karena nilainya tercantum dalam laporan keuangan, penggunaan analisis rasio keuangan sebagai alat pengukur akuntansi konvensional memiliki kelemahan utama, yaitu mengabaikan adanya biaya modal sehingga sulit untuk mengetahui apakah suatu perusahaan telah berhasil menciptakan suatu nilai atau tidak. Untuk mengatasi kelemahan tersebut, dikembangkan suatu konsep baru yaitu Economic Value Added (EVA) yang mencoba mengukur nilai tambah (Value Creation) yang dihasilkan suatu perusahaan dengan cara mengurangi beban biaya modal (cost of capital) yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan.

EVA melakukan perbaikan terhadap rasio keuangan dengan mencoba mengoreksi laba operasi setelah pajak dengan menambahkan cadangan-cadangan ekuitas ekuivalen, seperti cadangan piutang tak tertagih, amortisasi kumulatif, goodwill, dan aktiva yang dikapitalisir ke modal serta menambahkan beban

periodik dari cadangan-cadangan tersebut ke laba operasi setelah pajak (Sony Waluyo dkk, 2006:27).

EVA dilandasi oleh konsep bahwa dalam pengukuran laba suatu perusahaan harus dengan dalil mempertimbangkan harapan system penyediaan dana (kreditur, pemegang saham) dan karyawan serta manajer. EVA merupakan alat ukur kinerja perusahaan yang terbukti berhasil dalam menciptakan dan meningkatkan nilai pemegang saham. Pengukuran EVA memperhitungkan biaya modal yang didasarkan pada pengembalian yang diharapkan oleh investor dari investasi dan dihadapkan pada risiko atas investasi. Semakin tinggi risiko atau *Cost of Capital* yang harus ditanggung oleh perusahaan, berarti semakin tinggi pula tingkat pengembalian yang akan diterima oleh investor atau pemegang saham.

Penilaian perusahaan dengan pendekatan EVA mendorong manajer untuk memilih investasi yang memaksimalkan return dan meminimumkan biaya modal, sehingga nilai saham dapat dimaksimumkan. Dari hasil penelitian sebelumnya dinyatakan bahwa EVA merupakan alat ukur kinerja yang mempunyai korelasi dengan tingkat pengembalian saham. Hal ini karena EVA digunakan oleh manajer perusahaan pada pusat investasi dan saham merupakan salah satu jenis sekuritas yang paling banyak dibeli oleh perusahaan untuk berinvestasi.

EVA dilandasi oleh konsep bahwa dalam pengukuran laba suatu perusahaan harus dengan dalil mempertimbangkan harapan sistem penyediaan dana. Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan untuk melihat perbedaan pengukuran menggunakan EVA dengan pengukuran rasio profitabilitas dan rasio

pasar dalam menilai kinerja perusahaan. Penelitian dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan *manufaktur* yang terdaftar di BEI untuk periode 2007-2009 sebanyak 21 perusahaan. Penelitian dilakukan untuk periode tiga tahun sebelumnya, karena dalam waktu tiga tahun perusahaan telah menyusun laporan keuangan yang dapat menggambarkan kondisi perusahaan saat itu dan memprediksi kinerja perusahaan dimasa yang akan datang.

B. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang diatas, maka penulis merumuskan permasalahan yang akan diteliti sebagai berikut :

1. Bagaimana kinerja perusahaan jika diukur dengan menggunakan pendekatan EVA ?
2. Bagaimana kinerja perusahaan jika diukur dengan menggunakan rasio profitabilitas ?
3. Bagaimana kinerja perusahaan jika diukur dengan menggunakan rasio pasar ?
4. Apakah hasil kinerja perusahaan dengan rasio profitabilitas dan rasio pasar dapat dibandingkan dengan hasil pendekatan EVA ?

C. Tujuan Penelitian

1. Mengetahui pengukuran kinerja yang lebih baik untuk perusahaan, menggunakan pendekatan tradisional atau EVA.
2. Mengetahui keunggulan dan kelemahan dari pengukuran EVA.

D. Manfaat Penelitian

1. Bagi penulis, mengetahui cara pengukuran rasio profitabilitas, rasio pasar dan EVA dalam menilai kinerja keuangan perusahaan.
2. Bagi pihak eksternal, sebagai acuan atau dasar pertimbangan dalam pengambilan keputusan di bidang keuangan untuk menentukan pilihan investasi, pertimbangan memberikan pinjaman bagi perusahaan.
3. Sebagai panduan yang bermanfaat bagi penelitian sejenis.

E. Batasan Masalah

1. Variabel independent yang menjadi fokus penelitian ini adalah EVA, rasio profitabilitas, dan rasio pasar, sedangkan yang menjadi variabel dependennya adalah kinerja perusahaan.
2. Jangka waktu penelitian ini adalah Tiga tahun, yang dimulai dari tahun 2007 sampai dengan tahun 2009.
3. Penelitian dilakukan pada perusahaan-perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

F. Sistematika Penulisan

BAB I, merupakan bab pendahuluan yang meliputi latar belakang dari penelitian ini, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, keterbatasan dari masalah dan sistematika penulisan.

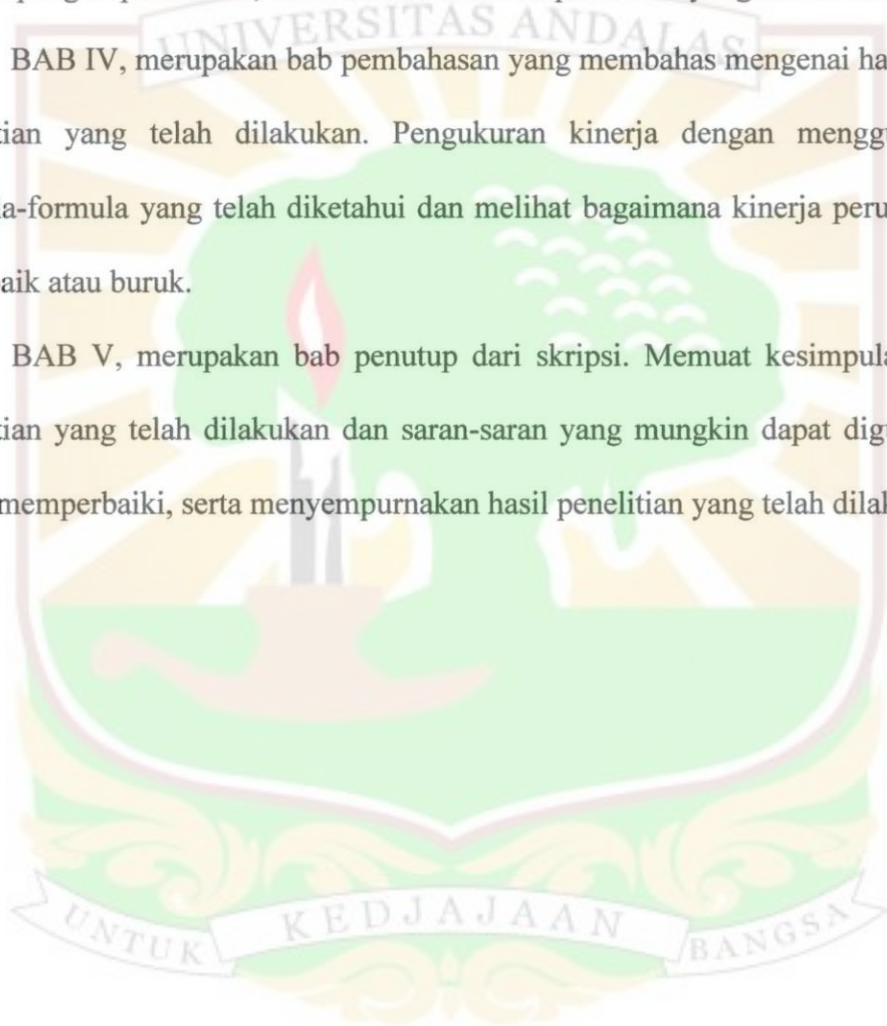
BAB II, merupakan landasan teori dari penelitian. Bagian ini akan membahas mengenai kerangka teoritis dari penelitian yang dilakukan dan bersumber dari buku-buku maupun jurnal-jurnal. Penjelasan mengenai pengertian

kinerja, penilaian kinerja dengan pendekatan tradisional beserta perhitungan Pendekatan EVA dan unsur-unsur perhitungan, keunggulan dan kelemahan EVA.

BAB III, Merupakan bab yang akan membahas mengenai metode penelitian yang terdiri dari desain penelitian, variabel dan pengukuran, data dan metode pengumpulan data, serta analisa data dari penelitian yang dilakukan.

BAB IV, merupakan bab pembahasan yang membahas mengenai hasil dari penelitian yang telah dilakukan. Pengukuran kinerja dengan menggunakan formula-formula yang telah diketahui dan melihat bagaimana kinerja perusahaan yang baik atau buruk.

BAB V, merupakan bab penutup dari skripsi. Memuat kesimpulan dari penelitian yang telah dilakukan dan saran-saran yang mungkin dapat digunakan untuk memperbaiki, serta menyempurnakan hasil penelitian yang telah dilakukan.



BAB II

LANDASAN TEORITIS

A. Pengertian Kinerja Perusahaan

Perusahaan perlu melakukan analisa terhadap laporan keuangan perusahaan untuk melihat bagaimana kinerja perusahaan selama periode berjalan. Perusahaan dapat mengetahui keuntungan atau kerugian yang dialami perusahaan. Kinerja adalah sebuah kata dalam bahasa Indonesia dari kata dasar "Kerja" yang menterjemahkan kata dari bahasa asing prestasi. Bisa pula berarti hasil kerja.

Kinerja merupakan suatu kondisi yang harus diketahui dan dikonfirmasi kepada pihak tertentu, untuk mengetahui tingkat pencapaian hasil suatu instansi. Dihubungkan dengan visi yang diemban suatu organisasi atau perusahaan serta mengetahui dampak positif dan negative dari suatu kebijakan operasional.

Ada beberapa pengertian kinerja menurut para ahli :

Kinerja menurut Ambar Teguh Sulistiyani (2003 : 223)

Kinerja seseorang merupakan kombinasi dari kemampuan, usaha dan kesempatan yang dapat dinilai dari hasil kerjanya.

Kinerja menurut Veizal Rivai (2004 : 309)

Kinerja merupakan perilaku yang nyata, ditampilkan setiap orang sebagai prestasi kerja yang dihasilkan oleh karyawan sesuai dengan perannya dalam perusahaan.

Menurut Robert L. Mathis dan John H. Jackson (2001 : 82) faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja individu tenaga kerja, yaitu :

1. Kemampuan mereka
2. Motivasi

3. Dukungan yang diterima
4. Keberadaan pekerjaan yang mereka lakukan, dan
5. Hubungan mereka dengan organisasi.

Penilaian kinerja (performance appraisal) pada dasarnya merupakan faktor kunci guna mengembangkan suatu organisasi secara efektif dan efisien, karena adanya kebijakan atau program yang lebih baik atas sumber daya manusia yang ada dalam organisasi.

Menurut Bambang Wahyudi (2002, hal 101)

Penilaian kinerja adalah suatu evaluasi yang dilakukan secara periodik dan sistematis tentang prestasi kerja/ jabatan seorang tenaga kerja, termasuk potensi pengembangannya.

Menurut Henry Simamora (2004, hal 338)

Penilaian kinerja adalah proses yang dipakai oleh organisasi untuk mengevaluasi pelaksanaan kinerja individu karyawan.

Manfaat Penilaian Kinerja dan Kontribusi hasil-hasil penilaian merupakan suatu yang sangat bermanfaat bagi perencanaan kebijakan organisasi. Adapun secara terperinci penilaian kinerja bagi organisasi adalah :

1. Penyesuaian-penyesuaian kompensasi
2. Perbaikan Kinerja
3. Kebutuhan latihan dan pengembangan
4. Pengambilan keputusan dalam hal penempatan promosi, mutasi, pemecahan, pemberhentian dan perencanaan tenaga kerja.
5. Untuk kepentingan penelitian pegawai
6. Membantu diagnosis terhadap kesalahan desain pegawai

Penilaian kinerja perusahaan dilihat dan diukur melalui laporan keuangan perusahaan. Laporan keuangan melaporkan baik posisi keuangan perusahaan pada suatu waktu tertentu maupun operasinya selama beberapa periode yang lalu. Tetapi nilai riil dari laporan keuangan adalah fakta bahwa laporan keuangan dapat digunakan untuk memprediksi laba dan dividen masa depan. Adapun pihak-pihak yang membutuhkan laporan keuangan perusahaan menurut Henry Simamora (2000, hal 8) adalah :

1. Pihak Internal (Manajemen Perusahaan)

Manajer perusahaan membutuhkan laporan keuangan untuk menetapkan sasaran-sasaran bagi perusahaannya, mengevaluasi kemajuan terhadap sasaran-sasaran tersebut dan mengambil tindakan korektif apabila diperlukan.

2. Pihak – pihak Eksternal

a. Pemilik Perusahaan (Owners)

Pihak ini membutuhkan informasi mengenai profitabilitas investasi dan apakah kesinambungan peran kepemilikan perusahaan masih dapat dibenarkan secara ekonomi

b. Karyawan

Para karyawan biasanya berkepentingan dengan penilaian posisi finansial perusahaan guna menunjukkan suatu indikasi keselamatan pekerjaan dan kemampuan perusahaan dalam memberikan balas jasa, tunjangan pensiun dan kesempatan kerja

c. Investor

Investor menganalisa laporan keuangan perusahaan tempat mereka berinvestasi guna memantau kemajuan perusahaan dan mengevaluasi besarnya pendapatan yang dapat diperoleh dari investasi tersebut.

d. Kreditor

Kreditor membutuhkan informasi untuk melihat kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban-kewajibannya secara tepat waktu dan terjadwal.

e. Pemerintah

Pemerintah membutuhkan informasi keuangan dalam upayanya mengatur kegiatan-kegiatan perusahaan dan sebagai dasar untuk menyusun statistik pendapatan nasional dan pendapatan lainnya. Besarnya pajak terutang yang harus dibayar ditetapkan berdasarkan angka yang tertera di dalam laporan keuangan.

f. Organisasi Nirlaba

Organisasi-organisasi nirlaba seperti : rumah sakit, yayasan pendidikan, memerlukan informasi keuangan untuk merencanakan dan mengelola aktivitas-aktivitasnya, menyusun anggaran, menggaji pegawai, membeli peralatan, dan lain-lain.

g. Masyarakat

Laporan keuangan dapat membantu masyarakat dengan menyediakan informasi trend dan perkembangan mutakhir kemakmuran perusahaan,

serta rangkaian kegiatannya dan untuk menilai keberadaan ekonomi perusahaan-perusahaan ditengah masyarakat.

Sistem penilaian kinerja merupakan suatu mekanisme yang memperbaiki kemungkinan untuk perusahaan agar strategi yang dijalankan dapat berhasil. Manajemen perusahaan akan memilih pengukuran yang tepat untuk menilai kinerja keuangan perusahaan yang mewakili strategi. Alat ukur tersebut merupakan faktor keberhasilan bagi perusahaan masa sekarang dan masa yang akan datang.

Menurut Robert dan Vijay (2002, Hal 263), ada beberapa alasan penciptaan nilai bagi pemegang saham sangat diperlukan :

- a. Mengurangi resiko pengambilalihan (takeover).
- b. Menciptakan nilai tukar dengan agresifitas dalam merger dan akuisisi.
- c. Mengurangi biaya modal yang memungkinkan investasi lebih cepat untuk pertumbuhan dimasa yang akan datang.

Sistem pengukuran kinerja yang efektif memiliki syarat-syarat sebagai berikut :

- a. Didasarkan pada masing-masing aktivitas dan karakteristik organisasi itu sendiri.
- b. Sesuai dengan seluruh aspek kinerja aktivitas yang mempengaruhi pelanggan, sehingga menghasilkan penilaian yang afektif.
- c. Memberikan umpan balik (feedback) untuk membantu seluruh anggota organisasi dalam menghadapi masalah-masalah dan memberikan solusi perbaikan.

Secara umum, penilaian kinerja dengan tolok ukur keuangan telah membantu pihak manajemen untuk mengetahui sejauh mana tujuan perusahaan telah tercapai, menilai prestasi bisnis secara kuantitatif serta memprediksi harapan-harapan perusahaan dimasa akan datang. Namun demikian, Menurut Sony Waluyo dkk. (2006:29), penggunaan tolok ukur keuangan sebagai satu-satunya pengukur kinerja perusahaan memiliki banyak kelemahan, antara lain :

- a. Pemakaian kinerja keuangan sebagai satu-satunya penentu kinerja perusahaan dapat mendorong manajer untuk mengambil tindakan jangka pendek dengan mengorbankan kepentingan jangka panjang.
- b. Secara umum, mengabaikan aspek pengukuran non-financial dan intangible asset baik sumber internal maupun eksternal. Akibatnya, akan memberikan pandangan yang keliru bagi manajer mengenai perusahaan di masa sekarang dan dimasa akan datang.
- c. Kinerja keuangan hanya memfokuskan pada kinerja masa lalu, sehingga kurang mampu membantu perusahaan dalam mencapai tujuannya.

B. Penilaian Kinerja dengan Pendekatan Tradisional

Untuk mengukur kinerja dan kondisi perusahaan saat ini, serta prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Maka kreditor dan investor sebagai pihak yang berkepentingan dapat menganalisisnya melalui laporan keuangan emiten yang sudah dipublikasikannya di Pasar Modal. Publikasi laporan keuangan di Pasar Modal pada umumnya menggunakan indikator berupa analisis rasio keuangan, seperti :

1. Rasio Profitabilitas

Rasio ini merupakan hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan yang berguna untuk menilai keefektifan operasi perusahaan dan memperlihatkan pengaruh dari likuiditas, manajemen aset dan kewajiban terhadap hasil operasi.

a. *Return On Investment* (ROI)

ROI merupakan alat ukur yang digunakan untuk menilai kinerja perusahaan melalui tingkat pengembalian investasi.

Perhitungan ROI menurut R. Agus Sartono(2001, hal 126)

$$\text{Return On investment} = \frac{\text{Laba Operasi}}{\text{Aset Operasi Rata-rata}}$$

Laba operasi mengacu pada laba sebelum bunga dan pajak. Sedangkan aset operasi rata-rata dihitung berdasarkan jumlah aset yang benar-benar digunakan oleh perusahaan untuk menghasilkan laba operasi, termasuk kas, piutang, persediaan, tanah, bangunan dan peralatan. Semakin tinggi ROI suatu usaha, maka semakin besar laba yang dihasilkan setiap rupiah yang diinvestasikan dalam aset operasi suatu perusahaan.

Menurut Sony Waluyo dkk. (2006, hal 26), ROI termasuk yang paling banyak digunakan sebagai alat untuk menilai kinerja keuangan karena keunggulan-keunggulan, seperti :

- 1) ROI merupakan tolok ukur tunggal komprehensif yang dapat menunjukkan trade-off antara pendapatan, biaya dan investasi.

- 2) ROI dapat digunakan untuk membandingkan kinerja dari berbagai sektor bisnis, baik pesaing, maupun dalam industri.
- 3) Hasil perhitungan ROI dapat dibandingkan dengan tolok ukur keuangan lainnya.

Dalam perkembangannya, penilaian kinerja dengan menggunakan ROI juga mengalami beberapa kelemahan-kelemahan, yaitu :

- 1) Dasar perhitungan yang digunakan adalah laba Akuntansi yang lebih bersifat learning management, dimana manajer dapat mempengaruhi ROI untuk kepentingan jangka pendek dan merugikan perusahaan dalam jangka panjang.
- 2) Keputusan investasi yang berdasarkan ROI mempunyai kecenderungan suboptimalisasi keputusan, yaitu manajer lebih mempertimbangkan keuntungan divisinya dengan mengorbankan kepentingan perusahaan secara keseluruhan.
- 3) Hasil perhitungan ROI bersifat bias, karena faktor kesulitan dalam menghitung nilai investasi sebagai dominator ROI.

b. *Return On Equity* (ROE)

ROE menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang bisa diperoleh pemegang saham.

Perhitungan ROE menurut Eugene dan Joel (2001, hal 91)

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba Bersih setelah Bunga dan Pajak}}{\text{Total Equity}}$$

c. Return On Asset (*ROA*)

ROA menggambarkan kemampuan aset-aset yang dimiliki perusahaan untuk menghasilkan laba.

Perhitungan ROA menurut Eugene dan Joel (2001, hal 90)

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{Jumlah Aset}}$$

2. Rasio Pasar

Rasio ini menghubungkan harga saham perusahaan dengan laba dan nilai buku per lembar saham. Rasio ini memberikan manajemen petunjuk mengenai apa yang dipikirkan investor atas kinerja perusahaan di masa lalu serta prospek di masa mendatang.

a. *Earning Per Share* (EPS)

EPS berguna untuk mengetahui besarnya perbandingan laba perusahaan dengan jumlah lembar saham yang beredar dan menggambarkan prospek laba perusahaan di masa yang akan datang.

Dalam mengevaluasi kinerja perusahaan, investor selain melihat kenaikan atau penurunan pendapatan perusahaan juga harus mencermati akibat dari perubahan pendapatan terhadap investasi yang telah ditanamkan.

James Gill dan Moira Chatton (2003:66) menyatakan bahwa perusahaan yang telah matang umumnya mempunyai rasio EPS tinggi, sedangkan perusahaan yang berusia muda mempunyai kecenderungan EPS yang rendah.

Perhitungan EPS menurut Eugene dan Joel (2001, hal 92)

$$\text{EPS} = \frac{\text{Laba Bersih setelah Bunga dan Pajak}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}}$$

Atau $\text{EPS} = \text{ROE} \times \text{Nilai Buku per Lembar Saham}$

Kelemahan pelaporan EPS didalam Laporan Keuangan :

- 1) Kemungkinan munculnya konflik kepentingan antar investor. Disatu sisi sebagai pengguna laporan keuangan dan sisi lainnya sebagai manajemen perusahaan.
 - 2) Ketidakmampuan laporan keuangan untuk menggambarkan kondisi perusahaan yang paling terbaru (terkini).
- b. *Price Earning Ratio* (PER)

Informasi dalam rasio ini mengidentifikasi besarnya rupiah yang harus dibayarkan investor untuk memperoleh satu rupiah earning perusahaan dan merupakan ukuran relatif dari sebuah saham perusahaan.

PER merupakan fungsi dari risiko dan pertumbuhan laba di masa yang akan datang. PER dapat digunakan untuk melakukan penilaian terhadap perusahaan, sehingga mendorong keputusan investor.

Menurut Eduardus Tandelilin (2001) ada 3 (tiga) keputusan yang dapat diambil oleh investor yaitu:

- 1) Menjual saham yang dinilai overvalued, hal ini dilakukan apabila harga pasar saham lebih besar dari nilai instrinsik.

- 2) Menahan saham yang dinilai fairvalued, hal ini dilakukan apabila harga pasar saham sama dengan nilai instrinsik.
- 3) Membeli saham yang dinilai undervalued, hal ini dilakukan apabila harga pasar saham lebih kecil dari nilai instrinsik

PER yang tinggi cenderung mengalami penurunan harga saham, sedangkan perusahaan dengan PER yang rendah cenderung mengalami peningkatan harga saham.

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga/lembar saham}}{\text{EPS}}$$

Fokus utama analisis tersebut adalah membandingkan pos-pos dalam laporan keuangan, misalnya pos-pos neraca dan pos-pos laporan laba rugi. Namun, penilaian kinerja perusahaan dengan menggunakan analisis rasio keuangan tersebut ternyata tidak selalu dapat menghasilkan suatu penilaian kinerja yang optimal. Kendala-kendala utama analisis rasio keuangan yaitu penggunaan data perusahaan lain yang sejenis sebagai pembanding. Hal ini dapat mengakibatkan kekeliruan dalam penafsiran, karena adanya perbedaan product lines maupun kekhususan produk dan perbedaan dalam penerapan metode akuntansi.

Secara umum, kelemahan dari rasio-rasio tersebut adalah mengabaikan adanya biaya modal (Cost of Capital), sehingga sulit untuk mengetahui apakah suatu perusahaan telah menciptakan nilai atau tidak. Biaya modal menunjukkan bahwa kompensasi atau pengembalian yang dituntut oleh investor atas modal yang ditanamkan dalam suatu perusahaan.

Selain itu, perhitungan rasio keuangan ini menggunakan laba akuntansi yang banyak direkayasa oleh manajemen perusahaan.

C. EVA sebagai Alat Ukur Kinerja Keuangan

Adanya keterbatasan-keterbatasan analisis ROI dan rasio keuangan yang selama ini banyak digunakan, maka pada tahun 1991 lembaga konsultan Stem Stewart & Co. mengembangkan dan mempopulerkan Economic Value Added (EVA). EVA merupakan cara untuk mengukur profitabilitas operasi yang sesungguhnya, karena telah memperhitungkan biaya modal (Cost of Capital). Lebih jauh De Mello (2006, hal 131) mengatakan bahwa EVA merupakan ukuran kinerja keuangan yang lebih mampu menangkap laba ekonomi perusahaan yang sebenarnya, dibandingkan metode-metode lain.

EVA telah diterima sebagai suatu pendekatan untuk menghitung kinerja keuangan suatu perusahaan dan sangat berkaitan dengan kesejahteraan para pemegang saham. EVA mengukur perbedaan, dalam arti keuangan antara pengembalian atas modal perusahaan dan biaya modal.

Konsep Economic Value Added (EVA) pertama kali dikembangkan oleh G Rennet Stewart dan Joel M. Stern, analis keuangan dari New York pada tahun 1991. Di Indonesia metode tersebut dikenal dengan metode NITAMI (Nilai Tambah Ekonomi).

Ada beberapa pengertian EVA menurut para ahli keuangan, yaitu :

EVA menurut Amin Widjaya Tunggal (2001:1)

EVA adalah suatu sistem manajemen keuangan untuk mengukur laba ekonomi dalam suatu perusahaan, yang menyatakan bahwa kesejahteraan hanya dapat tercipta jika perusahaan mampu memenuhi semua biaya operasi (*operation cost*) dan biaya modal (*Cost of Capital*)

EVA menurut Hansen dan Mowen (2000, hal 126)

EVA adalah laba operasional setelah bunga dan pajak dikurangi dengan total biaya modal tahunan. Jika EVA positif, perusahaan telah menciptakan nilai tetapi jika EVA negatif, perusahaan telah menyia-nyiaakan modal.

Penerapan EVA akan menjadi ukuran kinerja yang secara langsung berhubungan dengan kekayaan pemegang saham dari waktu ke waktu (DeMollo, 2006:131). Ini berarti, kinerja keuangan berbasis EVA akan membantu perusahaan yang menjadi kliennya mengambil keputusan yang akan menciptakan kekayaan pemegang saham paling besar.

Mengukur kinerja yang berkenaan dengan EVA dimaksudkan untuk mencatat semua hal yang dapat dilakukan oleh sebuah perusahaan guna menambah nilai dari aktivitasnya. Seperti menjalankan bisnis lebih efisien, memuaskan para pelanggan dan memberi penghargaan untuk pemegang saham. Setiap pekerjaan, departemen, atau proses dalam organisasi diukur dengan nilai tambah.

Dari definisi di atas dapat disimpulkan bahwa EVA merupakan pengukuran pendapatan sisa (Residual Income), yang mengurangi biaya modal terhadap laba operasi. Jadi, EVA ditentukan oleh dua hal yaitu keuntungan operasional bersih setelah pajak dan tingkat biaya modal. Laba operasi setelah pajak menggambarkan hasil penciptaan nilai di dalam perusahaan, sedangkan biaya modal dapat diartikan sebagai pengorbanan yang dikeluarkan dalam penciptaan nilai tersebut. Memperhitungkan tingkat biaya modal atas ekuitas

merupakan keunggulan pendekatan EVA, dibandingkan dengan pendekatan akuntansi lain dalam mengukur kinerja perusahaan.

Manfaat dari EVA adalah sebagai berikut :

1. Fokus untuk penilaian kinerja pada penciptaan nilai (value creation).
Sehingga memaksa para manajer untuk berpikir dan bertindak seperti halnya pemegang saham, yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga nilai badan usaha dapat dimaksimalkan.
2. EVA akan menyebabkan badan usaha untuk lebih memperhatikan kebijakan struktur modalnya.

1. Keunggulan dan Kelemahan EVA

Keunggulan EVA antara lain :

- a) EVA memfokuskan penilaian pada nilai tambah dengan memperhitungkan beban sebagai konsekuensi investasi.
- b) Konsep EVA adalah alat perusahaan dalam mengukur harapan yang dilihat dari segi ekonomis. Dalam pengukurannya, yaitu dengan memperhatikan para penyandang dana secara adil. Dimana derajat keadilan dinyatakan dengan ukuran tertimbang dari struktur modal yang ada dan berpedoman pada nilai pasar dan bukan pada nilai buku.
- c) Perhitungan EVA dapat dipergunakan secara mandiri tanpa memerlukan data pembandingan seperti standar industri atau data perusahaan lain sebagai konsep penilai.

- d) Konsep EVA dapat digunakan sebagai dasar penilaian pemberian bonus pada karyawan terutama pada divisi yang memberikan EVA lebih besar. Sehingga dapat dikatakan bahwa EVA menjalankan stake holders satisfaction concepts.
- e) Pengaplikasian EVA yang mudah menunjukkan bahwa konsep tersebut merupakan ukuran praktis, mudah dihitung dan mudah digunakan. Sehingga merupakan salah satu bahan pertimbangan dalam mempercepat pengambilan keputusan bisnis.

Selain itu Menurut DeMello (2006:132) keuntungan-keuntungan penggunaan EVA meliputi :

- a) Cara pemegang saham menghitung laba. Dengan memperhitungkan seluruh biaya modal, EVA menunjukkan jumlah kekayaan berupa uang yang diciptakan oleh perusahaan dalam setiap pelaporan. Dengan kata lain, EVA merupakan cara pemegang saham menentukan laba.
- b) Menyelaraskan keputusan dengan kekayaan pemegang saham. Peningkatan EVA secara terus menerus akan membawa peningkatan nilai pasar bagi perusahaan. Kinerja saat ini sudah tercermin dalam harga saham yang memberikan peningkatan pada kekayaan pemegang saham.
- c) Konsep EVA mudah dipahami oleh manajer. Secara konseptual cukup sederhana, konsep EVA mudah dijelaskan kepada manajer yang tidak memiliki latar belakang keuangan karena EVA mudah dihitung.
- d) Mengurangi kebingungan akan banyaknya tujuan. EVA menghilangkan kebingungan dengan menggunakan ukuran keuangan tunggal yang menghubungkan seluruh pengambilan keputusan (decision maker). EVA

merupakan suatu sistem manajemen keuangan yang menghasilkan persepsi yang sama bagi karyawan diseluruh fungsi operasi.

Meskipun metode EVA telah memberikan banyak kegunaan dalam pengambilan keputusan, EVA juga memiliki beberapa kelemahan-kelemahan, misalnya EVA hanya menggambarkan penciptaan untuk suatu tahun tertentu. Sementara, nilai perusahaan adalah akumulasi EVA selama umur perusahaan. EVA sebagai alat ukur kinerja juga sulit dibandingkan dengan perusahaan lain karena sumber pendanaan atau pembiayaan berbeda-beda.

Kelemahan-kelemahan yang lain diantaranya :

- a) EVA hanya mengukur hasil akhir (result), konsep ini tidak mengukur aktivitas – aktivitas penentu.
- b) EVA terlalu bertumpu pada keyakinan bahwa investor sangat mengandalkan pendekatan fundamental dalam mengkaji dan mengambil keputusan untuk menjual atau membeli saham tertentu. Padahal faktor-faktor lain terkadang justru lebih dominan.

Pengelola perusahaan dapat melakukan rekayasa untuk meningkatkan EVA, antara lain dengan cara :

- a) Meningkatkan NOPAT versi laporan keuangan melalui earning management, yaitu dengan memperbesar / mempercepat pengakuan pendapatan maupun memperkecil / menunda pengakuan beban.
- b) Meningkatkan NOPAT versi EVA dengan cara memperpanjang masa amortisasi sejumlah biaya, seperti biaya riset dan pengembangan, biaya iklan dan lain-lain.

- c) Tidak menghapus goodwill dan aktiva tak berwujud lainnya meskipun nilai sebenarnya sudah turun/habis.
- d) Menunda beban pengakuan piutang tak tertagih.
- e) Meminimumkan pajak yang harus dibayar.
- f) Mengurangi jumlah modal yang diinvestasikan (mengurangi besarnya ekuitas dan hutang berbunga) dengan melunasi sebagian kewajiban berbunga dan atau membeli kembali sahamnya di bursa untuk sementara pada akhir tahun.

Tetapi, ada 2 (dua) cara untuk mendeteksi kemungkinan praktek yang dilakukan oleh perusahaan untuk meningkatkan EVA (Siddharta, hal 36) :

- a) Memperhatikan kewajaran angka EVA yang disajikan. Menilai wajar tidaknya EVA yang dilakukan dengan mengevaluasi kondisi fundamental perusahaan. Kita harus dapat memahami arti tinggi, rendah dan perubahan terhadap EVA. Jika perusahaan memiliki EVA yang tinggi, tetapi analisis fundamental menunjukkan industri dimana perusahaan berada sangat kompetitif dan dalam keadaan lesu. Sementara di pihak lain perusahaan tidak mempunyai keunggulan kompetitif dibanding pesaingnya, maka harus diwaspadai angka EVA yang disajikan.
- b) Menyelidiki bagaimana komponen EVA diperoleh dengan cara mengevaluasi kewajaran komponen-komponen yang membentuk EVA yaitu NOPAT dan modal yang diinvestasikan.

2. Implementasi EVA

Penggunaan konsep EVA dalam menilai kinerja keuangan perusahaan telah dilakukan oleh sebagian besar perusahaan-perusahaan di Amerika. Baik untuk perusahaan secara keseluruhan maupun per divisi. Namun di Indonesia, konsep EVA belum populer karena hanya sedikit manajer dan investor yang menggunakannya. Sehingga siapa saja yang menggunakan EVA akan memiliki keunggulan kompetitif dalam bersaing dipasaran.

EVA mengukur profitabilitas operasi yang sesungguhnya dengan mengurangi biaya modal kewajiban (beban bunga) ketika menghitung laba bersih. EVA bermanfaat untuk kepentingan internal perusahaan seperti mengetahui keberhasilan manajemen dalam mengelola perusahaan (menghasilkan nilai tambah / tidak) mengevaluasi kerja, mengevaluasi proyek / investasi, mengurangi konflik antara manajemen perusahaan dan pemegang saham dan menentukan compensation contract untuk pemberian gaji, bonus dan insentif.

3. Mekanisme Penilaian Kinerja dengan EVA

a. Laba Usaha Setelah Pajak (Net Operating Profit After Tax/NOPAT)

David and O'Boyne (2001:39), berpendapat bahwa:

NOPAT merupakan laba operasi perusahaan setelah pajak, dan mengukur laba yang diperoleh perusahaan dari operasi berjalan.

Menurut Amin Widjaya Tunggal (2001:5)

NOPAT adalah laba yang diperoleh dari operasi perusahaan setelah dikurangi pajak penghasilan, tetapi termasuk biaya keuangan

(financial cost) dan “non cash book keeping entries” seperti biaya penyusutan.

Secara umum, NOPAT dapat dihitung sebagai berikut :

$$\text{NOPAT} = [\text{Operatif Income} + \text{Interest Income} + \text{Equity Income (income from subsidiary / affiliated companies)} + \text{Other Income [Investment]}] - [\text{Other Loss- Income Taxes} - \text{Tax Shield on Interest Expense}]$$

b. Biaya Modal (Cost of Capital)

Biaya modal (Cost of Capital) merupakan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh penyedia dana sebagai imbalan atas dana yang ditanamkan pada suatu perusahaan dan melepaskan kesempatan untuk menanamkan dananya pada perusahaan lain.

Menurut Martono dan Agus Harjito (2003:201)

“Biaya modal (Cost of Capital) adalah biaya rill yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh dana baik yang berasal dari hutang, saham preferen, saham biasa, maupun laba ditahan untuk mendanai suatu investasi atau operasi perusahaan”

Biaya modal terbagi atas 2, yaitu:

1) Biaya Modal Individual

Biaya modal individual adalah biaya modal yang dihitung berdasarkan biaya untuk masing-masing sumber dana. Biaya modal individual tersebut dihitung satu per satu untuk tiap jenis modal. Biaya modal individual ini digunakan untuk menghitung biaya modal rata-

ratanya (WACC). Komponen biaya modal individual adalah sebagai berikut:

a) Biaya Hutang (Cost of Debt)

Komponen biaya modal hutang adalah tingkat bunga yang harus dibayarkan oleh perusahaan terhadap modal pinjaman yang dilakukan perusahaan. Hutang terdiri atas hutang jangka panjang dan hutang jangka pendek, dimana keduanya memiliki biaya modal sendiri. Komponen biaya modal hutang juga memasukkan perhitungan tingkat pajak perusahaan, karena bunga bisa digunakan sebagai pengurang biaya pajak (tax deductible expense). Sehingga perhitungan biaya modal hutang didasarkan atas perhitungan sesudah pajak. Dengan demikian komponen biaya modal hutang adalah perkalian antara bunga yang harus dibayar oleh perusahaan dengan faktor koreksi $(1-t)$ dimana t adalah tingkat pajak perusahaan.

Berdasarkan pernyataan diatas, maka biaya hutang dapat dirumuskan sebagai berikut :

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

Dimana : K_d : Biaya hutang setelah pajak

kd : Biaya hutang sebelum pajak

T : Tarif pajak

b) Biaya Saham Preferen (Cost of Preferred Stock)

Biaya tertentu dari saham preferen lazimnya lebih tinggi dibanding biaya utang dengan penilaian kualitas yang sama. Karena saham preferen yang mendekati ekuitas, dividen preferen, tidak bebas pajak bagi perusahaan yang mengeluarkannya dan itu merupakan arus keluar dana setelah pajak. Pemegang saham preferen mendapat hak istimewa karena dalam hal likuidasi, pemegang saham ini lebih dulu mendapatkan pembagian kekayaan dari pada pemegang saham biasa.

Biaya saham preferen dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$K_{ps} = \frac{D_{ps}}{P_n}$$

Dimana : K_{ps} : Biaya saham preferen

D_{ps} : Dividen saham preferen tahunan

P_n : Harga saham preferen

c) Biaya Ekuitas (Cost of Equity)

Biaya ekuitas (Cost of Equity) adalah tingkat pengembalian yang diperlukan pemegang saham atas saham biasa perusahaan. Untuk mengukur biaya ekuitas saham biasa, dapat dilakukan melalui pendekatan dividen. Pendekatan dividen merupakan model pembiayaan ekuitas internal karena memperhitungkan biaya dana internal. Berdasarkan pendekatan dividen, maka biaya ekuitas saham biasa dapat dihitung dengan rumus :

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Dimana : k_s : biaya ekuitas saham biasa

D_1 : dividen akhir periode

P_0 : harga pasar saham

g : tingkat pertumbuhan dividen

Tingkat pertumbuhan dividen (g) dirumuskan sebagai berikut :

$$g = (1 - \text{Dividend Payout}) \times \text{ROE}$$

2) Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (Weighted Average Cost of Capital/WACC)

David and O'Byrne (2001: 39 & 149), berpendapat bahwa WACC sama dengan jumlah biaya dari setiap komponen modal hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, dan ekuitas pemegang saham ditimbang berdasarkan proporsi relatifnya dalam struktur modal perusahaan pada nilai pasar.

Sehingga WACC dihitung sebagai berikut :

$$\text{WACC} : \text{QUOTE } k_i + \text{QUOTE } k_e$$

Dimana : Pembiayaan total sama dengan jumlah hutang dan pembiayaan ekuitas

k_i : biaya kewajiban

k_e : biaya ekuitas

Lukes Setia Atmaja (2002:121) mengemukakan bahwa WACC dapat dihitung dengan rumus yang lebih terinci yaitu :

$$\text{WACC} = W_d K_d (1-T) + W_p K_p + W_s (K_s \text{ atau } K_e)$$

Dimana : WACC : Biaya modal rata-rata tertimbang

W_d : Persentase kewajiban dari modal

W_p : Persentase saham preferen dari modal

W_s : % saham biasa atau laba ditahan dari modal

K_d : Biaya kewajiban

K_p : Biaya saham preferen

K_s : Biaya laba ditahan

K_e : Biaya saham biasa baru

T : Tarif pajak

W_d , W_p , W_s didasarkan pada sasaran struktur modal (capital structure) perusahaan yang dihitung dengan menilai nilai pasar (Market value) nya. Setiap perusahaan harus memiliki struktur modal yang dapat meminumkan biaya modal sehingga dapat memaksimumkan harga saham.

Beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam penggunaan WACC yaitu :

- a) Penggunaan WACC untuk menilai suatu usulan invetasi, berarti secara implisit manajemen menganggap bahwa usulan investasi tersebut akan dibelanjakan dengan komposisi pembelanjaan yang sama dengan yang digunakan perusahaan saat ini. Karena itu

hendaknya dalam penilaian suatu usulan investasi perlu dihitung “marginal cost of capital” dimana, imbalan yang dipergunakan haruslah sesuai dengan proporsi sumber pembelanjaan yang ingin digunakan oleh perusahaan.

- b) Penggunaan WACC dengan menggunakan dasar struktur modal yang ada saat ini, secara implisit manajemen menganggap bahwa struktur modal yang ada adalah yang optimal dikehendaki oleh perusahaan. Di dalam penilaian suatu usulan investasi, hendaknya dibandingkan dengan WACC dari struktur modal yang dianggap terbaik bagi perusahaan (yang mungkin berbeda dengan struktur modal pada saat ini).
- c) Penggunaan WACC sebagai angka pembanding dalam penerimaan suatu usulan investasi hanya tepat apabila usulan investasi tersebut mempunyai risiko yang kurang lebih sama dengan investasi yang sudah ada. Apabila usulan investasi tersebut dianggap mempunyai risiko yang lebih tinggi, maka penggunaan angka rata-rata tertimbang ini menjadi tidak tepat lagi. Hal ini disebabkan apabila usulan investasi tersebut dianggap berisiko lebih tinggi, maka tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk bagian investasi yang dibelanjakan dengan modal sendiri akan meningkat pula (dengan kata lain “cost of equity” meningkat). Dengan demikian mengakibatkan rata-rata biaya modal yang baru menjadi meningkat pula.

c. Modal yang diinvestasikan (*capital invested*)

Modal yang diinvestasikan adalah seluruh pinjaman perusahaan diluar pinjaman jangka pendek yang menanggung bunga. Modal yang diinvestasikan sama dengan jumlah dari aset perusahaan yang dalam perolehannya, perusahaan harus mengeluarkan biaya.

Invested Capital merupakan hasil reorganisasi neraca untuk melihat besarnya capital yang diinvestasikan dalam perusahaan oleh kreditor dan pemegang saham, serta seberapa besar capital yang diinvestasikan dalam aktivitas operasional dan non operasional lainnya.

David and O'Byrne (2001:50), berpendapat bahwa "Pendekatan yang digunakan untuk menghitung modal yang diinvestasikan adalah pendekatan keuangan (*financial Approach*), yaitu menjumlahkan perbedaan bentuk pembiayaan (kewajiban jangka pendek, kewajiban jangka panjang, dan ekuitas pemegang saham)". Invested capital adalah jumlah seluruh pinjaman perusahaan di luar pinjaman jangka pendek tanpa bunga (*non interest bearing liabilities*), seperti kewajiban dagang, biaya yang masih harus dibayar, kewajiban pajak, uang muka pelanggan.

Invested capital dapat dihitung dengan dua cara, yaitu :

- 1) Pendekatan Operasi (*operating approach*)

$$\text{Invested capital} = \text{Kas} + \text{Working capital requirement} + \text{Aset tetap}$$

Dimana : Working capital requirement = (persediaan + piutang dagang + aset lancar + kewajiban pajak + uang muka pelanggan)

2) Pendekatan Keuangan (financial approach)

Menurut Amin Widjaya Tunggal (2001:5)

Invested capital = Pinjaman jangka pendek + Pinjaman jangka panjang yang lain (interest bearing liabilities) + ekuitas pemegang saham

4. Perhitungan EVA

Menurut Hansen dan Mowen (2000, hal 126) EVA dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$EVA = NOPAT - (WACC \times CE)$$

Keterangan : NOPAT = Net operating profit after taxes

WACC = Weighted average cost of capital

CE = Total capital employed

Sedangkan Amin Widjaya Tunggal (2001: 5) membuat rumus EVA sebagai berikut :

$$EVA = NOPAT - \text{biaya modal}$$

Keterangan : Biaya modal : WACC dikali dengan modal yang diinvestasikan

5. Standar Penilaian EVA

Konsep EVA menjelaskan tiga ukuran yang dapat diasumsikan dalam menilai tingkat kesehatan keuangan perusahaan, yaitu :

- a. $EVA > 0$, berarti kinerja perusahaan tergolong sehat sekali karena telah terjadi proses nilai tambah pada perusahaan. Ini bermakna laba yang tersedia mampu melebihi harapan investor, dapat mengembalikan pinjaman kreditur serta dapat menganggarkan pemberian bonus kepada karyawan.
- b. $EVA = 0$, berarti kinerja perusahaan tergolong sehat karena berada dalam titik impas. Ini bermakna laba yang tersedia cukup untuk memenuhi harapan kreditur dan investor.
- c. $EVA < 0$, berarti kinerja perusahaan tergolong tidak sehat karena tidak memberikan nilai tambah dalam perusahaan tersebut. Dana yang tersedia tidak memenuhi harapan para pemodal .

D. Studi Terdahulu

Penelitian tentang pengukuran kinerja perusahaan juga pernah dilakukan oleh Gebbi Handayani Zulen (2009). Ia melakukan penelitian mengenai penilaian kinerja PT Semen Padang secara internal dan eksternal berdasarkan analisis rasio keuangan. Analisis rasio keuangan yang dibahas mencakup rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio leverage dan rasio profitabilitas. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja PT Semen Padang secara internal yaitu pada tahun 2004 dinilai baik. Sedangkan pada tahun 2005, 2006, 2007 masing-masingnya dinilai sangat baik. Terakhir, kinerja PT Semen Padang dibandingkan dengan seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yaitu pada tahun 2004 dinilai cukup, pada tahun 2005 dan 2006 masing-masingnya dinilai baik. Sedangkan pada tahun 2007 dinilai sangat baik.

Penelitian mengenai pengukuran kinerja perusahaan juga dilakukan oleh Ramona Delmira (2007) mengenai evaluasi penerapan balanced scorecard dan penilaian kinerja perusahaan. Penelitian dilakukan pada PT Telkom Kandatel Sumbar. Penerapan balanced score card pada PT Telkom Kandatel Sumbar memudahkan dalam proses pengukuran kinerja perusahaan secara keseluruhan. Kinerja PT Telkom lebih terstruktur dengan baik dan lebih terarah dimana setiap tahunnya dapat dilakukan evaluasi terhadap nilai kinerja perusahaan secara keseluruhan.

Riska Wahyu Febriani (2008) melakukan penelitian dengan judul perbandingan kinerja perusahaan telekomunikasi pemain lama dengan perusahaan telekomunikasi pemain baru dengan menggunakan analisis rasio keuangan dan non keuangan. Hasil dari penelitiannya adalah membuktikan bahwa dari perspektif financial hanya rasio manajemen sumber daya (activity ratio) khususnya sales per day dan collection period yang menunjukkan kinerja perusahaan telekomunikasi pemain lama lebih baik daripada perusahaan telekomunikasi pemain baru.

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Desain Penelitian

Desain penelitian yang dilakukan untuk penelitian ini adalah studi empiris. Dimana penelitian dilakukan dengan mengambil data secara langsung ke Indonesia Stock Exchange (IDX) yang berada di Padang dan melalui situs-situs di internet.

B. Variabel dan Pengukuran

Variabel dari penelitian ini adalah EVA, rasio profitabilitas, dan rasio pasar yang akan digunakan untuk menilai kinerja perusahaan. Variabel-variabel ini merupakan variabel independen dan variabel dependen.

Pengukuran yang dilakukan di dalam penelitian ini adalah :

1. Rasio Profitabilitas

Rasio ini merupakan hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan yang berguna untuk menilai keefektifan operasi perusahaan dan memperlihatkan pengaruh dari likuiditas, manajemen aset dan kewajiban terhadap hasil operasi.

a. Return On Investment (ROI)

ROI merupakan alat ukur yang digunakan untuk menilai kinerja perusahaan melalui tingkat pengembalian investasi, dimana :

$$\text{Return On investment} = \frac{\text{Laba Operasi}}{\text{Aset Operasi Rata-rata}}$$

b. Return On Equity (ROE)

ROE menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang bisa diperoleh pemegang saham.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba Bersih setelah Bunga dan Pajak}}{\text{Total Equity}}$$

c. Return On Asset (ROA)

ROA menggambarkan kemampuan asset-asset yang dimiliki perusahaan dalam menghasilkan laba.

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Jumlah Asset}}$$

2. Rasio Pasar

Rasio ini menghubungkan harga saham perusahaan dengan laba dan nilai buku perlembar saham. Serta memberikan manajemen petunjuk mengenai apa yang dipikirkan investor atas kinerja perusahaan dimasa lalu dan prospek perusahaan dimasa mendatang.

a. Earning Per Share (EPS)

EPS berguna untuk mengetahui besarnya perbandingan laba perusahaan dengan jumlah lembar saham yang beredar dan menggambarkan prospek laba perusahaan di masa yang akan datang.

$$\text{EPS} = \frac{\text{Laba Bersih setelah Bunga dan Pajak}}{\text{Jumlah Saham Beredar}}$$

Atau $EPS = ROE \times \text{Nilai buku per lembar saham}$

b. Price Earning Ratio (PER)

Informasi dalam rasio ini mengindikasikan besarnya rupiah yang harus dibayarkan investor untuk memperoleh satu rupiah laba perusahaan dan merupakan ukuran relatif dari sebuah saham perusahaan.

$$PER = \frac{\text{Harga / lembar saham}}{EPS}$$

3. Pendekatan EVA

Pada penelitian ini pendekatan EVA telah diterima sebagai suatu pendekatan untuk menghitung kinerja keuangan sebuah perusahaan dan sangat berkaitan dengan kesejahteraan para pemegang saham. EVA mengukur perbedaan dalam arti keuangan, antara pengembalian atas modal perusahaan dan biaya modal.

$$EVA = NOPAT - (WACC \times CE)$$

Keterangan : NOPAT = Net Operating Profit After Tax

WACC = Weighted Average Cost of Capital (jumlah bayar dari masing-masing komponen modal yang diberikan bobot sesuai dengan proporsinya dalam struktur modal perusahaan)

CE = Invested Capital

$$WACC = W_d K_j (1-T) + W_p K_p + W_s (K_s \text{ atau } K_e)$$

Dimana : WACC : Biaya modal rata-rata tertimbang

W_d : Persentase kewajiban dari modal

W_p : Persentase saham preferen dari modal

W_s : % saham, biasa atau laba ditahan dari modal

K_d : biaya kewajiban diasumsikan sama dengan suku bunga kewajiban pinjaman jangka panjang

K_p : Biaya saham preferen

K_s : Biaya laba ditahan

K_e : Biaya saham biasa baru / tingkat pengembalian yang diharapkan investor. Diasumsikan sama dengan tingkat suku bunga bebas risiko Sertifikat Bank Indonesia (SBI)

T : Tarif pajak yang berlaku di Indonesia

Invested Capital = Jumlah seluruh pinjaman perusahaan di luar pinjaman jangka pendek tanpa bunga (non – interest liabilities)

= Kewajiban jangka pendek + Kewajiban jangka panjang + total modal sendiri + minority interest

C. Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang listing di BEI. Unit sampling yang akan diteliti dan dianalisis dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan sampel untuk 3 (tiga) tahun yang telah berlalu, dari tahun 2007 – 2009.

Tabel III.1
Perusahaan-perusahaan Sampel

No.	Kode Saham	Nama Perusahaan
1.	AISA	PT.Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk.
2.	ADES	PT.Akasha Wira International Tbk.
3.	AQUA	PT.Aqua Golden Mississippi Tbk.
4.	CEKA	PT.Cahaya Kalbar Tbk.
5.	DAVO	PT.Davomas Abadi Tbk.
6.	MYOR	PT.Mayora Indah Tbk.
7.	INDF	PT.Indofood Sukses Makmur Tbk.
8.	ULTJ	PT.Ultrajaya Milk Tbk.
9.	TBLA	PT.Tunas Baru Lampung Tbk.
10.	STTP	PT.Siantar Top Tbk.
11.	SMAR	PT.SMART Tbk.
12.	SKLT	PT.Sekar Laut Tbk.
13.	SIPD	PT.Sierad Produce Tbk.
14.	PTSP	PT.Pioneerindo Gourmet International Tbk.
15.	PSDN	PT.Prasidha Aneka Niaga Tbk.
16.	MLBI	PT.Multi Bintang Indonesia Tbk.
17.	FAST	PT.Fast Food Indonesia Tbk.
18.	DLTA	PT.Delta Djakarta Tbk.
19.	GGRM	PT.Gudang Garam Tbk.
20.	HMSP	PT.Handjaya Mandala Sampoerna Tbk.
21.	RMBA	PT.Bentoel International Investama Tbk.

D. Data dan Metode Pengumpulan Data

Jenis data yang akan dikumpulkan adalah data sekunder, dimana data tersebut berupa laporan keuangan perusahaan sampel yang listing di BEI untuk tahun 2007 – 2009. Data yang diperlukan adalah kewajiban jangka pendek, kewajiban jangka panjang, modal sendiri, minority interest, laba operasi, beban pajak, dll.

Metode Pengumpulan data yaitu melalui pengambilan secara langsung data-data dari laporan keuangan perusahaan manufaktur untuk tahun 2007-2009. Data tersebut dipublikasikan melalui Indonesian Capital Market Directory, dan melalui beberapa situs internet, seperti situs www.idx.co.id .

E. Analisis Data

Analisis yang dilakukan pada penelitian ini adalah dengan mengolah data yang diperoleh secara manual. Hal ini dilakukan untuk melihat bagaimana kinerja perusahaan dinilai dengan menggunakan perhitungan yang telah tersedia yaitu Return On Investment (ROI), Return On Equity (ROE), Return On Asset (ROA), Earning Per Share (EPS), Price Earning Ratio (PER), dan Economic Value Added (EVA).

Langkah-langkah dalam mengelola data adalah sebagai berikut :

1. Menghitung rasio-rasio yang digunakan dalam analisis rasio profitabilitas, yaitu ROI, ROE dan ROA.
2. Menghitung rasio-rasio yang digunakan dalam analisis rasio pasar, yaitu EPS dan PER.
3. Menghitung NOPAT, yaitu laba yang diperoleh dari operasi perusahaan setelah dikurangi pajak penghasilan.
4. Menentukan WACC (Weighted Average Cost of Capital) yang wajar.
5. Mengidentifikasi Invested Capital, yaitu seluruh jumlah pinjaman perusahaan di luar jangka pendek tanpa bunga.
6. Menghitung EVA perusahaan.
7. Melihat perbandingan kinerja perusahaan dari hasil analisis rasio profitabilitas dan rasio pasar dengan pendekatan EVA.

BAB IV

PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Perusahaan Sampel

Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan – perusahaan go public yang termasuk ke dalam golongan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk tahun 2007-2009. Pengambilan sampel dari satu jenis industri dimaksudkan untuk penyeragaman sampel, baik dari segi bidang usaha, lingkungan industry, maupun tingkat risiko yang dihadapi. Penelitian mengenai EVA tidak terlepas tentang penggunaan struktur modal yang optimal. Penelitian ini sebaiknya dilakukan terhadap perusahaan sejenis yang memiliki bidang usaha dan tingkat risiko yang sama.

Berikut ini merupakan gambaran secara singkat mengenai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa efek Indonesia pada tahun 2007-2009. Perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. PT Prashida Aneka Niaga Tbk.

Produk yang dihasilkan oleh PT Prashida Aneka Niaga Tbk adalah kopi, rempah-rempah, karet, ketela pohon (*chip* dan butir), coklat, lada hitam dan vanili. Perusahaan ini terdiri dari: PT Aneka Bumi Kencana (menghasilkan kopi, lada hitam dan vanili dengan satu pabrik bertempat di Bandar Lampung, kopi dan coklat dengan pabrik di Surabaya dan Ujung Pandang), PT Surabaya pelleting (menghasilkan ketela pohon, dengan pabrik di Surabaya dan Bali),

PT Tirta Harapan (menghasilkan kopi dan vanili, dengan satu pabrik di Singaraja), PT Aneka Bumi Pratama (menghasilkan getah dan rempah, dengan satu pabrik di Palembang), dan PT Hotel Rama Palace (sebagai hotel bintang tiga dengan 148 ruangan di Kuta Labuh, Bali). Kira-kira 75% produk dari perusahaan diekspor ke Jepang, Amerika Serikat, Eropa dan Afrika. Perusahaan juga memiliki kepemilikan sebesar 65% atas PT Aneka. Pada Juli 1996 perusahaan menggabungkan usaha dengan Australia's Burns Philip. Penggabungan usaha ini bertujuan untuk mendirikan suatu gabungan usaha yang menghasilkan bubuk lada.

2. PT Indofood Sukses Makmur Tbk.

Perusahaan ini didirikan dengan nama PT Panganjaya Intikusuma ditahun 1990. Pada tahun 1994, nama perusahaan diganti menjadi PT Indofood Sukses Makmur. Pada tahun yang sama, perusahaan telah terdaftar di bursa efek Indonesia (763 juta *shares*, Rp 1000 per *value per share*). Produk utama dari perusahaan yaitu bahan makanan seperti mie instan, kecap dan tepung.

3. PT Multi Bintang Indonesia Tbk.

Perusahaan memulai kegiatan usahanya pada tahun 1931 dengan nama *NV Nederlansch Indische Bierbrouwerijen*. Sejak tahun 1936, perusahaan telah bergabung dengan satu perusahaan Belanda yaitu, *Internasional Heineken Beheer BV*. Produk utama dari perusahaan ini adalah bir dan bir hitam. Produk perusahaan yang terkenal yaitu bir bintang dan Guinness. Bir bintang menguasai sebesar 60% dari pasar bir yang ada di Indonesia.

Perusahaan mempunyai kerjasama bantuan teknis dengan *Heineken Technische Beheer* dan *Guinness* luar negeri Ltd. Setelah memasarkan produknya di Medan pada bulan April 1994, sekarang perusahaan menjalankan tempat pembuatan bir di Mojosari, Jawa Timur dan Tangerang, Jawa Barat. Pada akhir tahun 1994 kantor pusat perusahaan dipindahkan ke tempat pembuatan bir di Tangerang. Perusahaan memindahkan tempat pembuatan bir di Ngagel, Surabaya ke Sampang Agung, Mojokerto untuk kapasitas produksi dari 300.000 menjadi 800.000 liter *hecto*. Pada 13 Oktober 1997, perusahaan mengawali ekspor bir ke Jepang dan Australia.

4. PT Fast Food Indonesia Tbk.

Perusahaan ini didirikan pada tahun 1978 oleh Gelael Group, Kentucky Fried Chicken (KFC) pemilik monopoli untuk Indonesia. Pada 10 Oktober 1979, perusahaan yang membuka rumah makan KFC pertama kali di Indonesia ini, mendominasi pasar makanan cepat saji di Indonesia dalam masa 17 tahun. Semakin banyak rumah makan KFC dibangun di Jakarta dan kota besar lain di Indonesia. Terhitung sejak akhir dari 1996 perusahaan mengoperasikan 148 rumah makan KFC pada 30 kota besar di Indonesia. Produk KFC antara lain adalah: *colonel's original* dan *Hot & Crispy Chicken*, secara konsisten ditingkatkan sebagai rasa terbaik ayam pada survey konsumen. Setiap produk perusahaan diterima dengan baik di Indonesia, dimana tingkat konsumsi ayam berpengaruh signifikan lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat konsumsi daging lainnya. Penerimaan produk KFC di Indonesia dilanjutkan dengan penambahan menu favorit lokal seperti: nasi (makanan pokok Indonesia),

perkedel (kroket kentang), lumpia (gulungan telur), dan sup untuk melengkapi produk inti.

Untuk memperoleh umpan balik pada kinerja pasar perusahaan, perusahaan melibatkan perusahaan penelitian independen sejak tahun 1998 untuk mengontrol merek per triwulan “*Brand Image Tracking Study (BITS)*”. Hal ini bertujuan untuk memperoleh tanggapan konsumen dan image merek dari strategi yang diterapkan perusahaan pada industri makanan cepat saji.

5. PT Davomas Abadi Tbk.

Produk utama perusahaan ini adalah cocoa butter dan cocoa powder. Pada tahun 1994 kapasitas produksi perusahaan pada 20,160 ton, berisikan 10,080 ton *cocoa butter* dan 10,080 ton *cocoa powder*. Pada tahun 1995 kapasitas penghasilan perusahaan mencapai 40,320 ton, berisikan 20,160 ton *cocoa butter* dan 20,160 ton *cocoa powder*. Perusahaan memiliki pabrik seluas 3.7 hektar di Tangerang, Jawa Barat.

Pada akhir tahun 1997, perusahaan mempunyai kontrak jangka panjang untuk menyediakan rata-rata 40,000 ton tepung *cocoa* dan *cocoa butter* setiap tahun untuk mitra dagangnya di luar negeri. Untuk menaikkan volume kapasitas produksi sejalan dengan meningkatnya permintaan, pada tahun 1997 Davomas membeli satu unit prosesor kacang *cocoa* tambahan.

6. PT Aqua Golden Mississippi Tbk.

Perusahaan ini didirikan pada tahun 1974 dan sekarang mempunyai pabrik pembotolan sendiri di Bekasi, Citeureup, Bogor, Mekarsari, dan

Sukabumi. Perusahaan memiliki jumlah kapasitas produksi sekitar 640 juta liter tiap tahun. Pabrik di Bekasi menghasilkan produk minuman yang tidak berkarbonat dengan kapasitas sekitar 40 juta liter tiap tahun. Perusahaan juga mengembangkan lisensi di babakan Pari (Sukabumi), Kuningan, Wonosobo, Pandaan, Bali, Lampung, Brastagi, Manado dengan jumlah kapasitas 575 juta liter tiap tahun. Perusahaan juga mempunyai kepemilikan sebesar 80% pada perusahaan IBIC Sdn. Bhd. di Brunei Darussalam. Perusahaan ini juga menghasilkan produk air mineral di bawah merek SEHAT.

Perusahaan telah mengekspor produknya ke berbagai negara, yaitu: Vietnam, Kamboja, Hongkong, Selandia Baru, Australia, Taiwan dan Kanada. Bulan Maret 2001, keluarga Utomo, pemilik dari PT Aqua Golden Mississippi, menyetujui untuk bergabung pada Danone Group. Oleh karena itu, nama Aqua berubah menjadi Aqua Danone. Langkah ini diambil agar memperkuat aqua untuk bersaing di pasar global, melalui satu aliansi strategis dengan satu mitra yang dikendalikan oleh satu jaringan internasional.

7. PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk.

Perusahaan ini menghasilkan tiga macam mie, yaitu: mie instan (merek Bossmie), mie goreng (merek ayam 2 telur, tanah air, manggis dan hula hula) dan mie makanan ringan (merek Anak Kita). Perusahaan ini didirikan oleh keluarga Kang pada tahun 1953, dengan nama PT Tiga Pilar Sejahtera Tbk.

8. PT Sekar Laut Tbk.

Produk utama dari perusahaan ini adalah kerupuk. Bahan baku utama yang digunakan perusahaan dalam menghasilkan produk adalah geragau dan ketela pohon. Bahan baku ini disediakan oleh sejumlah petani geragau di

Indonesia Timur, Jawa Tengah, Jawa Barat, Sulawesi Selatan dan Kalimantan. Sementara tepung ketela pohon dibeli dari petani pada sekitar pabrik. Perusahaan mempunyai kapasitas produksi sekitar 7.5 ton per tahun. Merek dagang produk perusahaan dipasaran adalah Finna, yang memiliki jenis rasa kerupuk: udang kering, emping dibumbui terbuat dari melinjo, ketela pohon dan jagung. Pemasaran produk domestik perusahaan dikuasai oleh distributor *whollyowned*, PT Pangan Lestari.

9. PT Ultra Jaya Milk Tbk.

Perusahaan memulai usahanya pada tahun 1975 dengan pabrikasi susu tersterilisasi dengan menggunakan proses *Ultra High Temperatur* (UHT). Pada tahun 1981, perusahaan mendiversifikasi ke dalam jangkauan baru dari produk seperti jus buah dan teh kotak.

Di bawah lisensi dari Kraft Inc.USA, perusahaan memulai usaha dengan merek produk keju Kraft pada tahun 1985. Kemudian di bawah lisensi dari Corman dari Negara Belgia, perusahaan mengawali pabrikasi mentega pada tahun 1987. Di samping kesepakatan dengan pemegang lisensi ini, perusahaan juga membuat hubungan dengan Nestle Mead, Johnson Bristol Myers dari AS.

10. PT SMART Tbk.

PT SMART Tbk adalah salah satu perusahaan paling besar yang *go Public*. Perusahaan ini didirikan oleh Sinar Mas Group pada tahun 1962. Sekarang ini mempunyai perkebunan dengan area seluas 110.000 hektar. PT SMART Tbk juga mengoperasikan 12 CPO giling, 2 pabrik penghancuran

daging buah dan 2 refeneries. Produk PT SMART Tbk dipasarkan pada beberapa merek, seperti Filma dan Kunci Mas. Pada saat ini, merek tersebut telah dikenal sebagai merek berkualitas tinggi.

11. PT Siantar Top Tbk.

Produk perusahaan dijual dengan merek Fuji Mie, Mie Goreng Boyki, Mie Goreng Ayam Panggang, potato tube *BBQ*, Makanan ringan UFO, PTB Yakitory, Twistko, Ikan Wilco, Es Kopyor, Balico, Kelapa Asam Manis, dan Es Kopyor. Bahan bakuperusahaan meliputi: tepung, gula, minyak goreng, dan bumbu-bumbuan yang disediakan oleh PT Saribumi Alam. Bulan Juni 1996, perusahaan memiliki kapasitas produksi sebesar 3.750 ton bakmi dan 1.350 ton gula-gula per tahun.

Sebagian besar produk perusahaan dijual pada pasar domestik. Meskipun demikian, beberapa produk perusahaan juga sudah di ekspor keberbagai negara sejak tahun 1991. Pemasaran domestik produk perusahaan dilakukan melalui PT Semesta Nusantara Distrindo (satu afiliasi), PT Wicaksana *Overseas*, PT Alfa *Retailindo*, PT Enseval *Trading*.

12. PT Cahaya Kalbar Tbk.

PT Cahaya Kalbar Tbk didirikan pada tahun 1968. Pada tahun 1996, perusahaan terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan kode dagang “CEKA”. PT Cahaya Kalbar Tbk adalah salah satu produsen terkenal dari berbagai produk bahan makanan seperti:

a. Coklat dan *cocoa industri confetionary*,

b. Konsentrat Lidah buaya, serbuk makanan fungsional, industri kosmetik dan farmasi.

PT Cahaya Kalbar Tbk juga menghasilkan dan menyediakan bahan makanan untuk rumah makan / industri hotel, industri kue dan pemanggangan roti.

13. Delta Jakarta Tbk.

Produk utama perusahaan adalah bir *pilsner* dan dipasarkan dengan nama Anker Bir. Perusahaan memegang kendali 40% pasar nasional bir pilsner di Indonesia. Penghasilan lain adalah Anker *Stout* dan Shanta *Super Shandy*. Perusahaan mempunyai satu kesepakatan bantuan kerjasama dengan Tempat Pembuatan Bir Netherland BV, meliputi pembangunan teknologi, manajemen pemasaran dan umum. PT. Delta Jakarta juga menghasilkan produk berlisensi dari Carlsberg Internasional AS, Denmark pada tanda perdagangan dari Bir Carlsberg. Pada Agustus 1995, perusahaan yang membangun tempat pembuatan bir di Jakarta Utara dan Tambun, Bekasi, Jawa Barat.

Tempat pembuatan bir ini dibangun pada tempat seluas 15 ha. Pembangunan pabrik ini, diharapkan untuk meningkatkan kapasitas produksi dari 550.000 hl ke 900.000 hl. Perusahaan juga menghasilkan bir San Miguel, mengikuti masukan dari Korporasi San Miguel dari negara philipina.

14. PT Mayora Indah Tbk.

Didirikan pada tahun 1977, mengambil alih PT Unita Branindo pada tahun 1990. Perusahaan memiliki satu pabrik pembuat wafer dan coklat. Sejak di ambil alih, perusahaan telah memiliki dua pabrik di Tangerang dan Jawa Barat. Perusahaan mempunyai kesepakatan dengan Oka AC Ltd. Untuk produksi coklat dan Makanan Khas dari Denmark berupa Kue Denmark. PT Mayora Indah adalah satu cabang dari Inbisco Group, yang aktif pada industri makanan sejak tahun 1948.

15. PT TUNAS BARU LAMPUNG Tbk.

Didirikan pada tahun 1973, PT Tunas Baru Lampung Tbk adalah satu perusahaan anggota dari Sungai Budi Group yang didirikan pada 1947 dan merupakan perintis industri pertanian di Indonesia. Saat ini, Sungai Budi Group adalah salah satu pabrikan di Indonesia yang paling besar dan distributor dari produk pertanian. Sejak PT Tunas Baru Lampung Tbk memulai operasinya di Lampung pada awal tahun 1970, perusahaan ini telah berkembang menjadi salah satu produsen minyak goreng sayur terbesar. PT Tunas Baru Lampung Tbk telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada bulan Februari tahun 2000.

16. PT Sierad Produced Tbk.

Kegiatan utama dari perusahaan ini yaitu, memasok ayam ke rumah makan fast food. Perusahaan memiliki tiga cabang yaitu Sierad Feed Mill, Sierad Biotek, dan Sierad Pangan. Sierad Pangan memiliki beberapa cabang penyuplai restoran cepat saji di Indonesia dan negara lain, meliputi Wendi Citarasa di Indonesia dan Makanan Asia Coyden Pte Ltd di Singapura.

Sierad mengirimkan ayam kepada Wendy, Kentucky Fried Chicken, California Fried Chicken, dan Arby. Pada tahun 1997, perusahaan menjual 11.859 ton ayam hidup, 4.313 ton ayam yang telah diproses, dan 361.040 ton. Sierad Group juga mengoperasikan satu peternakan komersil di Cikujang, Sukabumi, menghasilkan 20 ribu ton ayam (DOCs) tiap tahun. Pemasaran dan distribusi dari Sierad Group produk ditangani oleh Korporasi Sierad.

17. PT.Akhasa Wira International Tbk.

PT.Akhasa Wira International Tbk, adalah perusahaan yang bergerak dalam industri air minum dalam kemasan. Direktur Ades Waters TH.M.Wisnu Adjie dalam pernyataannya kepada Bursa Efek Indonesia, mengatakan bahwa penggantian nama menjadi Akasha Wira International sudah mendapat persetujuan dari Menteri Hukum dan HAM dengan SK No. AHU-34581.AH.01.02 tahun 2009 per 22 Juli 2009. "Penggantian nama perseroan sudah kami terima dari Menkum dan HAM, surat keputusannya baru saja kami terima," ujar Wisnu. Meski nama perusahaan sudah berganti, perdagangan saham perseroan di Bursa Efek Indonesia tetap menggunakan kode (ADES) terhitung sejak 11 Agustus 2009.

18. PT.Pioneerindo Gourment Intrenational Tbk.

PT Pioneerindo Gourment International Tbk (PT Putra Sejahtera Pioneerindo), didirikan pada tahun 1983 di Jakarta. Merupakan salah satu Perusahaan generasi pertama di Indonesia yang memperkenalkan konsep restoran cepat saji berbahan dasar ayam. Melalui merek dagang California Pioneer Chicken, Terwaralaba Pioneer Take Out - Amerika Serikat,

perusahaan telah berhasil menarik minat publik dengan produk dan layanan berkualitas dan berhasil menjadikan sajian ayam goreng sebagai trendsetter dunia usaha makanan cepat saji di Indonesia.

Setelah tujuh tahun menempa pengalaman dan teruji dalam penguasaan pasar, pada tahun 1989 perusahaan melepaskan diri dari usaha terwaralaba menjadi pemegang waralaba penuh yang memproduksi dan memasarkan merek produk sendiri yaitu California Fried Chicken. Basis usaha pun diperkuat dengan membentuk franchise dan juga anak-anak perusahaan yaitu PT.Putra Asia Perdana Indah serta PT.Mitra Hero Pioneerindo guna mendukung penuh kinerja perusahaan dengan pola kemitraan terpadu yang dijalankan sebagai sebuah sinergi untuk memacu pertumbuhan usaha. Sinergi yang memicu kinerja usaha melalui pola kemitraan terpadu ini melahirkan diversifikasi usaha berupa peluncuran produk makanan ringan Cal Donat pada tahun 1993.

Meraih kepercayaan publik adalah pencapaian yang sangat penting bagi daya tumbuh perusahaan, sehingga Perusahaan terus terpacu untuk senantiasa menjaga stabilitas dan kontinuitas usaha yang berpegang teguh kepada komitmen kualitas. Kesungguhan dalam memberikan nilai tambah kepada badan usaha maupun dalam layanan masyarakat. Dibuktikan Perusahaan dengan mencatatkan nama perusahaan di Bursa Efek Jakarta pada bulan April 1994.

Pada Tahun 1996, sebuah langkah penting kembali dilakukan Perusahaan dengan membuka restoran keluarga Sapo Oriental. Hal ini menjadi bukti kesungguhan Perusahaan dalam mengembangkan diri dan

memanfaatkan pengalaman serta pengenalan medan. Stabilitas usaha tidak membuat Perusahaan berhenti belajar, sementara ditengah percaturan dunia usaha makanan cepat saji terjadi perkembangan yang sangat pesat. Perkembangan masyarakat dalam komunitas dunia yang semakin mengglobal selalu menuntut pembaruan dan perubahan.

Maka pada tahun 2001, Perusahaan membuka diri untuk melakukan revitalisasi menyeluruh. Salah satu hasilnya adalah tonggak sejarah terpenting Perusahaan yaitu perubahan nama Perusahaan menjadi PT Pioneerindo Gourment International Tbk. Kini setelah 24 tahun berkarya, Perusahaan berorientasi kepada visi untuk menjadi produsen makanan cepat saji dengan pelayanan dan kualitas terbaik di Indonesia. Dengan tiga merek dagang yang bernaung dibawah menjalankan 183 gerai dan didukung oleh 1.402 karyawan.

19. PT.Gudang Garam Tbk.

PT. Gudang Garam Tbk. merupakan salah satu produsen rokok kretek terkemuka yang menguasai pangsa pasar terbesar di Indonesia. Memproduksi lebih dari 70 miliar batang rokok pada tahun 2001 dan dikenal sebagai produsen rokok kretek yang bermutu tinggi. Dilihat dari aset yang dimiliki, nilai penjualan, pembayaran pita cukai dan pajak kepada Pemerintah Indonesia serta jumlah karyawan, PT Gudang Garam Tbk merupakan perusahaan terbesar dalam industri rokok kretek di Indonesia. PT Gudang Garam Tbk telah mencatatkan sebagian saham-sahamnya di lantai bursa.

Gudang Garam didirikan pada tanggal 26 Juni 1958 oleh Tjoa Ing Hwie. Di saat berumur sekitar dua puluh tahun, Ing Hwie mendapat tawaran bekerja dari pamannya di pabrik rokok Cap 93 yang merupakan salah satu pabrik rokok terkenal di Jawa Timur pada waktu itu. Berkat kerja keras dan kerajinannya dia mendapatkan promosi dan akhirnya menduduki posisi direktur di perusahaan tersebut.

Pada tahun 1956 Ing Hwie meninggalkan Cap 93. Dia membeli tanah di Kediri dan memulai produksi rokok sendiri, diawali dengan rokok kretek dari kelobot dengan merek Inghwie. Setelah dua tahun berjalan, Ing Hwie mengganti nama perusahaannya menjadi Pabrik Rokok Tjap Gudang Garam. Pemasaran yang dilakukan oleh PT Gudang Garam Tbk ini tidak langsung ke konsumen tapi melalui PT Surya Pemenang, lalu kepada pedagang eceran dan kemudian baru ke konsumen.

20. PT HM Sampoerna Tbk.

PT HM Sampoerna Tbk. (IDX: HMSP) adalah perusahaan rokok terbesar di Indonesia. Kantor pusatnya berada di Surabaya, Jawa Timur. Perusahaan ini sebelumnya merupakan perusahaan yang dimiliki keluarga Sampoerna, namun sejak Mei 2005 kepemilikan mayoritasnya berpindah tangan ke Philip Morris International, (perusahaan rokok terbesar di dunia dari Amerika Serikat) mengakhiri tradisi keluarga yang melebihi 90 tahun. Beberapa merek rokok terkenal dari Sampoerna adalah *Dji Sam Soe* dan *A Mild*. *Dji Sam Soe* adalah merek lama yang telah bertahan sejak masa awal

perusahaan tersebut berdiri. Selain itu, perusahaan ini juga terkenal karena iklannya yang kreatif di media massa.

Pada tahun 1913, Liem Seeng Tee dan istrinya Siem Tjiang Nio, imigran Tionghoa dari Fujian, Tiongkok memulai kegiatan produksi rokok secara komersial sebagai industri rumah tangga. Pada tahun 1930, industri rumah tangga ini diresmikan secara resmi dengan nama NVBM Handel Maatschapij Sampoerna.

Perusahaan ini meraih kesuksesan dengan merek Dji Sam Soe pada tahun 1930-an hingga kedatangan Jepang pada tahun 1942 yang memporak-porandakan bisnis tersebut. Setelah masa tersebut, putra Liem, Aga Sampoerna mengambil alih kepemimpinan dan membangkitkan kembali perusahaan tersebut dengan manajemen yang lebih modern. Nama perusahaan juga berubah seperti namanya yang sekarang ini. Selain itu, melihat kepopuleran rokok cengkeh di Indonesia, dia memutuskan untuk hanya memproduksi rokok kretek saja.

PT HM Sampoerna Tbk. resmi didirikan pada tahun 1963. Generasi berikutnya, Putera Sampoerna adalah generasi yang membawa HM Sampoerna melangkah lebih jauh dengan terobosan-terobosan yang dilakukannya, seperti memperkenalkan rokok bernikotin rendah, A Mild dan perluasan bisnis melalui kepemilikan di perusahaan supermarket Alfa. Pada tahun 2000, Putera Michael masuk ke jajaran direksi dan menjabat sebagai CEO. Pada Mei 2005, perusahaan ini kemudian diakuisisi oleh Philip Morris International.

21. PT Bentoel Internasional Investama Tbk.

Perseroan ini didirikan dengan nama PT Rimba Niaga Idola berdasarkan Akta No. 247 tanggal 11 April 1987, yang dibuat dihadapan Notaris Misahardi Wilamarta, S.H., di Jakarta. Akta pendirian tersebut telah disahkan oleh Menteri Kehakiman Republik Indonesia dengan Surat Keputusan No.C2-1219.HT.01.01.Th.89 tanggal 4 Pebruari 1989 dan telah diumumkan dalam Berita Negara Republik Indonesia No. 90 tanggal 10 Nopember 1989 Tambahan No. 2990/1989. Berdasarkan Keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa yang diadakan pada tanggal 27 Desember 1996, nama Perseroan diubah menjadi PT Transindo Multi Prima Tbk.

Berdasarkan Akta Pernyataan Keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa No. 56 tertanggal 25 Februari 2000 dibuat di hadapan Notaris Fathiah Helmy, S.H., di Jakarta yang telah disetujui oleh Menteri Hukum dan Perundang-undangan Republik Indonesia dalam Keputusan No. C – 3988. HT.01.04.TH.2000 tertanggal 28 Februari 2000, dan telah didaftarkan dalam Daftar Perusahaan dengan nomor TDP No.090315228222 di Kantor Pendaftaran Perusahaan Kodya Jakarta Selatan di bawah No.260/RUB.09.03/III/2000 pada tanggal 15 Maret 2000 serta diumumkan dalam Tambahan No. 4862 dari Berita Negara Republik Indonesia No. 69 tanggal 29 Agustus 2000, nama PT Transindo Multi Prima Tbk dirubah menjadi PT Bentoel Internasional Investama Tbk.

Pada tahun 2002 Perseroan meningkatkan modal disetornya dari Rp.269.325.000.000 menjadi Rp.336.656.250.000, sebagaimana tercantum di dalam Akta pernyataan No. 150 tanggal 27 Juni 2002, dibuat di hadapan Indriani Damayanti Siregar, S.H., pengganti dari Elywati Tjitra, S.H., Notaris di Jakarta. Perubahan Anggaran Dasar mengenai peningkatan modal tersebut telah diterima oleh Direktur Jenderal Administrasi Hukum Umum atas nama Menteri Kehakiman dan Hak Asasi Manusia Republik Indonesia sebagaimana ternyata dari Penerimaan Laporan Akta Perubahan Anggaran Dasar Perseroan No. TDP 090315128222 di Kantor Pendaftaran Perusahaan Kodya Jakarta Selatan di bawah No.1385/RUB.09.03/XI/2002 pada tanggal 5 November 2002 serta telah diumumkan dalam Tambahan No. 1124 dari Berita Negara Republik Indonesia No. 103 tanggal 24 Desember 2002.

Anggaran dasar Perseroan terakhir kali dirubah pada tahun 2008 berdasarkan akta Pernyataan Keputusan Rapat No.238 tanggal 27 Juni 2008 yang dibuat dihadapan Eliwaty Tjitra, SH, Notaris di Jakarta, yaitu dalam rangka penyesuaian anggaran dasar Perseroan dengan Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. Akta tersebut telah mendapat persetujuan dari Menteri Hukum dan Hak Asasi Manusia Republik Indonesia dengan Surat Keputusan No.AHU-60855.AH.01.02.Tahun 2008 tanggal 10 September 2008.

1. Deskripsi Data Keuangan Perusahaan Sampel

Berikut ini adalah data keuangan dari perusahaan sampel yang terdaftar di BEI.

Tabel IV.1
Ikhtisar Data Keuangan Perusahaan
Tahun 2007-2009

NO	Nama Perusahaan	Tahun	Total Asset	DER	ROI	ROE	ROA
1	PT.Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk.	2007	515.609	3,65	3,06	17,00	3,66
		2008	1.016.958	1,60	2,82	13,58	5,21
		2009	1.347.036	2,14	0,00	12,24	3,89
2	PT.Akasha Wira International Tbk.	2007	178.761	1,66	(86,62)	(226,49)	(85,02)
		2008	185.015	2,56	(8,22)	(59,03)	(16,66)
		2009	178.287	1,61	9,15	25,50	9,67
3	PT.Aqua Golden Mississippi Tbk.	2007	891.530	0,74	7,39	18,89	10,75
		2008	1.003.488	0,71	8,21	20,29	11,76
		2009	1.147.206	0,73	8,36	20,60	11,80
4	PT.Cahaya Kalbar Tbk.	2007	613.680	1,80	4,02	16,50	5,89
		2008	604.642	1,45	4,61	17,06	6,97
		2009	568.363	0,89	8,70	23,24	12,33
5	PT.Davomas Abadi Tbk.	2007	3.868.528	2,27	5,39	25,23	7,73
		2008	3.671.081	4,45	(13,91)	(66,90)	(12,64)
		2009	2.806.017	5,28	(8,08)	(206,87)	(32,95)
6	PT.Mayora Indah Tbk.	2007	1.893.175	0,73	7,48	19,40	11,08
		2008	2.922.998	1,32	6,71	22,01	9,38
		2009	3.246.499	1,03	11,46	31,86	15,52
7	PT.Indofood Sukses Makmur Tbk.	2007	29.527.466	2,62	3,32	28,98	6,99
		2008	39.594.264	3,11	2,61	30,59	6,57
		2009	40.382.953	2,45	5,14	40,02	10,06
8	PT.Ultrajaya Milk Tbk.	2007	1.362.830	0,64	2,22	4,70	2,87
		2008	1.740.646	0,53	17,45	23,67	15,44
		2009	1.732.702	0,45	3,53	8,25	5,67
9	PT.Tunas Baru Lampung Tbk.	2007	2.457.120	1,62	3,96	14,83	5,64
		2008	2.802.497	2,15	2,26	7,54	2,39
		2009	2.786.340	1,80	4,96	20,97	7,48
10	PT.Siantar Top Tbk.	2007	517.448	0,44	3,01	6,49	4,49
		2008	626.750	0,72	7,68	1,01	0,59
		2009	548.720	0,36	7,49	9,85	7,26
11	PT.SMART Tbk.	2007	8.063.169	1,29	12,26	42,86	18,76
		2008	10.025.916	1,17	10,44	32,04	14,75
		2009	10.210.595	1,13	7,33	20,70	9,72

12	PT.Sekar Laut Tbk.	2007	182.697	0,90	3,14	2,14	1,13
		2008	201.003	1,00	2,13	7,32	3,67
		2009	196.186	0,73	6,52	10,94	6,33
13	PT.Sierad Produce Tbk.	2007	1.294.773	0,29	1,64	4,66	3,62
		2008	1.384.707	0,34	1,97	4,26	3,18
		2009	1.641.295	0,39	2,27	5,20	3,73
14	PT.Pioneerindo Gourmet International Tbk.	2007	74.009	64,47	0,24	127,14	1,84
		2008	81.755	15,28	5,24	143,18	8,42
		2009	90.667	4,07	12,08	100,18	18,86
15	PT.Prasidha Aneka Niaga Tbk.	2007	291.723	2,14	(2,96)	11,13	3,19
		2008	286.965	1,63	3,29	45,23	14,65
		2009	253.629	1,44	12,79	46,70	16,56
16	PT.Multi Bintang Indonesia Tbk.	2007	621.835	2,14	13,57	66,33	21,09
		2008	941.389	1,73	23,61	91,22	33,35
		2009	993.465	8,44	34,27	449,09	47,56
17	PT.Fast Food Indonesia Tbk.	2007	629.491	0,67	16,29	38,20	22,90
		2008	784.759	0,63	15,96	34,80	21,40
		2009	1.041.409	0,63	17,48	38,67	23,73
18	PT.Delta Djakarta Tbk.	2007	592.359	0,29	7,99	14,53	11,25
		2008	698.297	0,34	11,99	22,65	16,86
		2009	760.426	0,27	16,64	30,16	23,41
19	PT.Gudang Garam Tbk.	2007	23.928.968	0,69	6,03	15,62	9,21
		2008	24.072.959	0,55	7,81	17,12	11,03
		2009	27.230.965	0,48	12,69	26,38	17,73
20	PT.Handjaya Mandala Sampoerna Tbk.	2007	15.680.542	0,94	23,11	66,29	34,09
		2008	16.133.819	1,00	24,14	72,03	35,93
		2009	17.716.447	0,69	28,72	68,95	40,72
21	PT.Bentoel International Investama Tbk.	2007	3.859.160	1,50	6,29	18,23	7,28
		2008	4.455.532	1,58	5,37	14,11	5,48
		2009	4.302.659	1,45	0,58	5,08	2,07

Sumber : Indonesian Capital Market Directory Tahun 2007-2009 (data diolah)

Dari data tabel IV.1 diatas dapat dilihat bahwa, selama tahun 2007-2009 perusahaan yang memiliki peningkatan total aset selama 3 tahun yaitu: PT. Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk, PT. Aqua Golden Mississippi Tbk, PT. Mayora Abadi Tbk, PT. SMART Tbk, PT. Indofood Sukses Makmur Tbk, PT. Fast Food Indonesia Tbk, PT. Delta Djakarta Tbk, PT. Sierad Produce Tbk, PT. Pioneerindo

Gourment International Tbk, PT. Gudang Garam Tbk, dan PT. H.M. Sampoerna Tbk. Sedangkan PT. Akhasa Wira International Tbk, PT. Ultra Jaya Milk Tbk, PT. Tunas Baru Lampung Tbk, PT. Siantar Top Tbk, PT. Sekar Laut Tbk, PT. Prasadha Aneka Niaga Tbk, PT. Multi Bintang Indonesia Tbk, dan PT. Bentoel International Investama Tbk, memiliki total aktiva yang berfluktuatif. Ada juga perusahaan yang cenderung mengalami penurunan total aset yaitu: PT. Cahaya Kalbar Tbk, dan PT. Davomas Abadi Tbk. Dari pengelompokkan total aset terlihat bahwa terdapat variasi pada perusahaan-perusahaan Manufaktur, ada yang tergolong perusahaan besar dengan aset di atas Rp. 1 Triliyun, skala menengah dan skala kecil dengan aset kurang dari Rp. 100 Milyar.

Dilihat dari struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan, PT. Cahaya Kalbar Tbk, PT. Ultrajaya Milk Tbk, PT. SMART Tbk, PT. Pioneerindo Gourmet International Tbk, PT. Prasadha Aneka Niaga Tbk, PT. Fast Food Indonesia Tbk, PT. Gudang Garam Tbk, selama tahun 2007-2009 terus mengurangi penggunaan hutang dalam struktur permodalan. Hal ini dilihat dari DER yang terus mengalami penurunan. Penurunan ini disebabkan karena perusahaan dalam operasional perusahaan lebih cenderung untuk menggunakan modal sendiri dibandingkan dengan melakukan pinjaman. Sedangkan PT. Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk, PT. Akhasa Wira International Tbk, PT. Aqua Golden Missisipi Tbk, PT. Mayora Indah Tbk, PT. Indofood Sukses Makmur Tbk, PT. Tunas Baru Lampung Tbk, PT. Siantar Top Tbk, PT. Sekar Laut Tbk, PT. Multi Bintang Indonesia Tbk, PT. Delta Djakarta Tbk, PT. Handjaya Mandala Sampoerna Tbk, PT. Bentol International Investama Tbk, memiliki rasio DER yang berfluktuatif. Sedangkan

PT. Davomas Abadi Tbk, dan PT. Sierad Produce Tbk, memiliki rasio DER yang meningkat selama tiga tahun. Perusahaan – perusahaan ini masih menggunakan pinjaman hutang untuk melaksanakan operasional perusahaan dari variasi yang terjadi dalam struktur permodalan. Perusahaan – perusahaan manufaktur selama tahun 2007-2009 lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan dengan menggunakan modal sendiri.

B. Kinerja Perusahaan Sampel dengan Pendekatan Tradisional

Pengukuran kinerja perusahaan dengan pendekatan tradisional dimaksudkan untuk menilai kinerja perusahaan sebelum memperhitungkan biaya modal dari setiap modal yang ditanamkan oleh investor. Kinerja perusahaan pada umumnya dilihat dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang tergantung pada efisiensi dan efektivitas pelaksanaan operasi. Oleh karena itu, analisis ini secara umum memfokuskan pada hubungan antara hasil operasi. Seperti yang dilaporkan dalam laporan laba rugi dan sumber daya yang tersedia bagi perusahaan.

1. Analisis Rasio Profitabilitas

Berdasarkan data dari tabel IV.1, terlihat bahwa selama tahun 2007-2009, perusahaan-perusahaan manufaktur sebagian besar memiliki tingkat pengembalian investasi (ROI) yang cenderung meningkat dari tahun ketahun. Dalam hal ini perusahaan-perusahaan tersebut mempunyai kecenderungan baik dalam memberikan tingkat pengembalian investasi yang positif (laba positif) bagi pemegang saham.

Jika dilihat dari tingkat laba atas pemegang saham (ROE) dan tingkat laba atas aset (ROA), perusahaan-perusahaan manufaktur selama tahun 2007-2009 juga memiliki kecenderungan yang baik. Perusahaan yang memiliki rasio positif lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki rasio negatif. Perusahaan-perusahaan yang belum mampu untuk mengembalikan investasi dari para pemegang saham selama tahun 2007-2009, yaitu PT. Davomas Tbk. Sedangkan PT. Akhasa Wira International Tbk, baru mampu mengembalikan investasi kepada para pemegang saham pada tahun 2009. Sebagian besar dari perusahaan manufaktur selama tahun 2007-2009 memiliki kecenderungan tingkat laba atas pemegang saham (ROE) dan tingkat laba atas aset (ROA) yang meningkat. Hal ini mungkin disebabkan oleh berbagai faktor yaitu, membaiknya perekonomian global pasca krisis ekonomi yang berdampak bagus bagi perekonomian Indonesia. Sedangkan faktor lain yang cukup mempengaruhi yaitu kebijakan BI dalam menurunkan tingkat suku bunga SBI.

2. Analisis Rasio Pasar

Rasio ini dimaksudkan untuk menghubungkan harga saham perusahaan dengan laba dan nilai buku per lembar saham. Serta memberikan manajemen petunjuk mengenai apa yang dipikirkan investor atas kinerja perusahaan dimasa lalu dan prospek perusahaan di masa mendatang.

Tabel IV.2
Ikhtisar Data Keuangan Perusahaan
Tahun 2007-2009

NO	Nama Perusahaan	Tahun	EPS	PER
1	PT.Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk.	2007	15,08	47,12
		2008	17,16	24,77
		2009	22,60	19,44
2	PT.Akasha Wira International Tbk.	2007	(262,51)	(3,98)
		2008	(25,78)	(8,73)
		2009	27,67	68,81
3	PT.Aqua Golden Mississippi Tbk.	2007	5.007,63	24,47
		2008	6.255,43	20,30
		2009	7.286,85	31,28
4	PT.Cahaya Kalbar Tbk.	2007	82,95	8,84
		2008	93,67	7,47
		2009	166,26	7,12
5	PT.Davomas Abadi Tbk.	2007	16,81	14,88
		2008	(41,17)	(1,41)
		2009	(18,28)	(0,65)
6	PT.Mayora Indah Tbk.	2007	184,70	8,71
		2008	255,98	4,45
		2009	485,48	9,67
7	PT.Indofood Sukses Makmur Tbk.	2007	103,81	7,89
		2008	117,81	14,84
		2009	236,42	14,28
8	PT.Ultrajaya Milk Tbk.	2007	10,50	36,17
		2008	105,15	7,61
		2009	21,17	26,45
9	PT.Tunas Baru Lampung Tbk.	2007	23,35	37,48
		2008	15,19	12,51
		2009	33,15	4,56
10	PT.Siantar Top Tbk.	2007	11,90	35,69
		2008	3,68	40,80
		2009	31,35	13,32
11	PT.SMART Tbk.	2007	344,32	15,99
		2008	364,32	4,67
		2009	260,60	10,24
12	PT.Sekar Laut Tbk.	2007	8,31	15,93
		2008	6,18	14,56
		2009	18,53	5,86

13	PT.Sierad Produce Tbk.	2007	2,26	17,18
		2008	2.90	17,23
		2009	3,96	11,34
14	PT.Pioneerindo Gourmet International Tbk.	2007	0,74	(157,55)
		2008	19,42	20,60
		2009	49,58	5,98
15	PT.Prasidha Aneka Niaga Tbk.	2007	(6,00)	(13,33)
		2008	6,56	15,24
		2009	22,53	3,31
16	PT.Multi Bintang Indonesia Tbk.	2007	4.004,98	18,30
		2008	10.550,88	4,69
		2009	16.158,42	11,47
17	PT.Fast Food Indonesia Tbk.	2007	299,78	12,27
		2008	280,71	11,04
		2009	407,84	12,57
18	PT.Delta Djakarta Tbk.	2007	2.955,73	6,07
		2008	5.230,34	3,82
		2009	7.900,00	9,71
19	PT.Gudang Garam Tbk.	2007	750,27	4,35
		2008	977,34	12,56
		2009	1.796,02	19,18
20	PT.Handjaya Mandala Sampoerna Tbk.	2007	826,84	15,66
		2008	888,72	9,11
		2009	1.160,70	9,27
21	PT.Bentoel International Investama Tbk.	2007	36,08	16,68
		2008	35,52	14,64
		2009	3,74	137,72

Sumber : Indonesian Capital Market Directory Tahun 2007-2009 (data diolah)

Dari tabel diatas, dapat dilihat bahwa selama tahun 2007-2009 sebagian besar perusahaan manufaktur memiliki rasio EPS yang meningkat. Hal ini mengindikasikan bahwa pengaruh perubahan laba perusahaan terhadap investasi yang ditanamkan oleh investor setiap tahunnya selalu bertambah. Perusahaan yang memiliki rasio EPS yang besar yaitu PT. Aqua Golden Mississippi Tbk, PT. SMART Tbk, PT. Mayora Abadi Tbk, PT. Indofood Sukses Makmur Tbk, PT. Multi Bintang Indonesia Tbk, PT. Fast Food Indonesia Tbk, PT. Delta Djakarta

Tbk, PT. Gudang Garam Tbk, dan PT. Handjaya Mandala Sampoerna Tbk. Ini berarti bahwa, perusahaan yang memiliki rasio EPS besar tergolong ke dalam perusahaan mapan.

Jika dilihat dari rasio PER Selama tahun 2007-2009 sebagian besar perusahaan pada industri ini memiliki PER yang berfluktuatif. PER yang tinggi akan cenderung berpengaruh terhadap penurunan harga saham, sedangkan PER yang rendah cenderung mengalami peningkatan harga saham. Hal ini dapat mempengaruhi keputusan investor untuk tetap mempertahankan atau menjual investasinya pada perusahaan, bahkan membeli saham baru yang dinilai undervalued.

C. Perhitungan EVA

Setelah dilakukan analisis terhadap rasio profitabilitas dan rasio pasar, selanjutnya penelitian ini akan menggunakan pendekatan EVA. EVA digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan-perusahaan manufaktur untuk mengembalikan investasi kepada para pemegang saham selama tahun 2007-2009. Dari perhitungan EVA dapat dilihat bagaimana sebenarnya kinerja perusahaan-perusahaan setelah adanya biaya modal.

Langkah-langkah yang harus dilakukan dalam perhitungan EVA :

1. Perhitungan NOPAT

Net Operating Profit After Tax (NOPAT) adalah laba usaha setelah pajak sebelum beban bunga. Merupakan jumlah dari laba usaha, penghasilan bunga, beban / pajak penghasilan, tax shield on interest expense, beban bunga, equity gain / loss ini associated companies (bagian atas laba / rugi bersih perusahaan asosiasi) dan laba / rugi lain yang terkait dengan operasional

perusahaan. Tax shield on interest expense pada tahun 2007 dan 2008 adalah sebesar (30%), sedangkan pada tahun 2009 sebesar (28%).

Formula : NOPAT = Laba Operasi – Pajak

Tabel IV.3
Perhitungan NOPAT
Tahun 2007-2009

NO	Nama Perusahaan	Tahun	Lab Opeasi	Pajak	NOPAT
1	PT.Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk.	2007	55.899	3.039	52.860
		2008	112.976	15.489	97.487
		2009	105.469	14.620	90.849
2	PT.Akasha Wira International Tbk.	2007	(123.033)	2.865	(125.898)
		2008	(38.740)	1.517	(40.257)
		2009	4.632	1.074	3.558
3	PT.Aqua Golden Mississippi Tbk.	2007	89.271	28.953	60.318
		2008	95.634	34.189	61.445
		2009	127.215	38.286	88.929
4	PT.Cahaya Kalbar Tbk.	2007	42.723	11.464	31.259
		2008	87.683	14.256	73.427
		2009	93.940	19.402	74.538
5	PT.Davomas Abadi Tbk.	2007	539.369	90.427	448.942
		2008	113.092	46.449	66.643
		2009	(1.057.907)	(76.457)	(981.450)
6	PT.Mayora Indah Tbk.	2007	238.713	63.210	175.503
		2008	345.420	72.481	272.939
		2009	613.187	121.431	491.756
7	PT.Indofood Sukses Makmur Tbk.	2007	2.065.229	696.842	1.368.387
		2008	4.341.476	801.553	3.539.923
		2009	5.004.209	1.207.032	3.797.177
8	PT.Ultrajaya Milk Tbk.	2007	73.741	8.710	65.031
		2008	(67.012)	(35.016)	(31.996)
		2009	126.949	37.998	88.951
9	PT.Tunas Baru Lampung Tbk.	2007	252.458	40.428	212.030
		2008	368.157	3.354	364.803
		2009	281.468	69.346	212.122
10	PT.Siantar Top Tbk.	2007	27.147	7.662	19.485
		2008	29.169	(1.132)	30.301
		2009	39.706	(1.286)	40.992
11	PT.SMART Tbk.	2007	1.663.242	523.380	1.139.862

		2008	2.140.511	423.729	1.716.782
		2009	1.110.206	244.930	865.276
12	PT.Sekar Laut Tbk.	2007	(1.133)	(3.676)	2.543
		2008	7.091	3.096	3.995
		2009	1.707	(332)	2.039
13	PT.Sierad Produce Tbk.	2007	48.917	25.632	23.285
		2008	74.453	16.806	57.647
		2009	72.684	24.015	48.669
14	PT.Pioneerindo Gourmet International Tbk.	2007	4.945	410	4.535
		2008	13.732	2.462	11.270
		2009	16.479	5.277	11.202
15	PT.Prasidha Aneka Niaga Tbk.	2007	27.789	9.576	18.213
		2008	62.502	16.820	45.682
		2009	43.132	13.682	29.450
16	PT.Multi Bintang Indonesia Tbk.	2007	133.153	46.959	86.194
		2008	286.286	91.594	194.692
		2009	513.384	131.914	381.470
17	PT.Fast Food Indonesia Tbk.	2007	134.658	41.623	93.035
		2008	140.699	42.636	98.063
		2009	225.133	65.151	159.982
18	PT.Delta Djakarta Tbk.	2007	60.612	18.286	42.326
		2008	100.039	32.123	67.916
		2009	160.629	46.247	114.382
19	PT.Gudang Garam Tbk.	2007	2.528.677	758.892	1.769.785
		2008	3.165.635	775.852	2.389.783
		2009	5.206.837	1.342.312	3.864.525
20	PT.Handjaya Mandala Sampoerna Tbk.	2007	5.577.278	1.712.231	3.865.047
		2008	6.225.233	1.900.169	4.325.064
		2009	7.279.767	2.124.156	5.155.611
21	PT.Bentoel International Investama Tbk.	2007	343.319	38.167	305.152
		2008	410.140	5.039	405.101
		2009	265.469	63.952	201.517

Sumber : Indonesian Capital Market Directory Tahun 2007-2009 (data diolah)

Dari perhitungan NOPAT yang telah dilakukan, dapat dilihat bahwa perusahaan yang mengalami peningkatan NOPAT selama tahun 2007-2009 yaitu: PT. Akhasa Wira International Tbk, PT. Aqua Golden Missisipi Tbk, PT. Cahaya Kalbar Tbk, PT. Mayora Indah Tbk, PT. Indofood Sukses Makmur

Tbk, PT. Siantar Top Tbk, PT. Multi Bintang Indonesia Tbk, PT. Fas Food Indonesia Tbk, PT. Delta Djakarta Tbk, PT. Gudang Garam Tbk, dan PT. Handjaya Mandala Sampoerna Tbk. Perusahaan yang memiliki NOPAT yang berfluktuasi selama tahun 2007-2009 adalah PT. Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk, PT. Ultrajaya Milk Tbk, PT. Tunas Baru Lampung Tbk, PT. SMART Tbk, PT. Sekar Laut Tbk, PT. Sierad Produce Tbk, PT. Pioneerindo Gourmet International Tbk, PT. Prasadha Aneka Niaga Tbk, dan PT. Bentol International Investama Tbk. Sedangkan perusahaan yang NOPATnya mengalami penurunan selama tahun 2007-2009 adalah PT. Davomas Abadi Tbk.

2. Perhitungan Biaya Modal

Dalam perhitungan biaya modal digunakan rumus biaya modal rata-rata tertimbang (WACC/Weighted Average Cost of Capital) dengan formula :

$$WACC = WdKd (1-T) + WpKp + Ws(KS \text{ atau } Ke)$$

WACC adalah jumlah biaya dari masing-masing komponen, seperti pinjaman jangka pendek (cost of debt), pinjaman jangka panjang, serta setoran modal saham (cost of equity) yang diberi bobot sesuai dengan proporsinya dalam struktur modal perusahaan. Perhitungan biaya modal merupakan bagian yang paling sensitif dan sulit untuk dilakukan terutama yang berhubungan dengan biaya hutang (cost of debt) karena data penelitian ini merupakan data sekunder yang tidak memuat seberapa besar beban bunga yang harus dibayar perusahaan. Namun pada penelitian ini, penulis menggunakan asumsi bahwa cost of debt dari perusahaan diwakili dengan mengambil nilai rata-rata suku bunga pinjaman jangka panjang. Besar suku bunga pinjaman jangka panjang

selama tahun 2007,2008 dan 2009 adalah 13,01%, 14,4%, dan 13,64% (data statistik perbankan, Bank Indonesia).

Pada perhitungan cost of debt penulis akan menggunakan tingkat pajak penghasilan yang berlaku di Indonesia yaitu sebesar 30% pada periode 2007 dan 2008, sedangkan pada tahun 2009 sebesar 28%. Untuk perhitungan cost of equity, penulis berpedoman pada perhitungan yang dilakukan oleh peneliti dari Majalah SWA yaitu dengan menggunakan tingkat bunga bebas risiko dari rata-rata suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) tiga bulanan. Tarif suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) tiga bulanan yang digunakan pada tahun 2007, 2008, dan 2009 adalah sebesar 7,83%, 11,08% dan 6,59%.

Berdasarkan formula yang telah diberikan di atas maka dapat dilakukan perhitungan WACC masing-masing perusahaan seperti yang diperlihatkan pada lampiran 1. Dari perhitungan biaya modal masing-masing perusahaan dapat dibuat ikhtisar biaya modal seperti dalam tabel berikut :

Tabel IV.4
Perhitungan Biaya Modal
Tahun 2007-2009

NO	Nama Perusahaan	Tahun	WACC (%)
1	PT.Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk.	2007	8,83
		2008	10,46
		2009	8,79
2	PT.Akasha Wira International Tbk.	2007	8,63
		2008	10,36
		2009	8,58
3	PT.Aqua Golden Mississippi Tbk.	2007	8,37
		2008	10,69
		2009	7,97
4	PT.Cahaya Kalbar Tbk.	2007	8,65
		2008	10,49

		2009	8,11
5	PT.Davomas Abadi Tbk.	2007	8,72
		2008	10,26
		2009	9,31
6	PT.Mayora Indah Tbk.	2007	8,37
		2008	10,51
		2009	8,23
7	PT.Indofood Sukses Makmur Tbk.	2007	8,75
		2008	10,32
		2009	8,88
8	PT.Ultrajaya Milk Tbk.	2007	8,33
		2008	10,73
		2009	7,6
9	PT.Tunas Baru Lampung Tbk.	2007	8,62
		2008	10,4
		2009	8,67
10	PT.Siantar Top Tbk.	2007	8,22
		2008	10,66
		2009	7,44
11	PT.SMART Tbk.	2007	8,55
		2008	10,55
		2009	8,28
12	PT.Sekar Laut Tbk.	2007	8,43
		2008	10,58
		2009	7,95
13	PT.Sierad Produce Tbk.	2007	8,11
		2008	10,83
		2009	7,5
14	PT.Pioneerindo Gourmet International Tbk.	2007	9,09
		2008	10,14
		2009	9,18
15	PT.Prasidha Aneka Niaga Tbk.	2007	8,7
		2008	10,46
		2009	8,83
16	PT.Multi Bintang Indonesia Tbk.	2007	8,9
		2008	10,35
		2009	8,93
17	PT.Fast Food Indonesia Tbk.	2007	8,34
		2008	10,69
		2009	7,84
18	PT.Delta Djakarta Tbk.	2007	8,11

		2008	10,83
		2009	7,28
19	PT.Gudang Garam Tbk.	2007	8,35
		2008	10,72
		2009	7,64
20	PT.Handjaya Mandala Sampoerna Tbk.	2007	8,45
		2008	10,58
		2009	7,91
21	PT.Bentoe International Investama Tbk.	2007	8,6
		2008	10,47
		2009	8,5

Sumber : Indonesian Capital Market Directory Tahun 2007-2009 (data diolah)

Berdasarkan tabel diatas, terlihat bahwa biaya modal yang paling tinggi untuk sebagian besar perusahaan adalah pada tahun 2008. Hal ini disebabkan karena pada tahun 2008 cost of equity lebih tinggi dibandingkan dengan tahun-tahun sebelumnya yaitu 11,08% (lihat lampiran 1), sehingga perusahaan yang mempunyai komposisi modal lebih besar. Perusahaan mempunyai cost of capital yang lebih tinggi pada tahun 2008. Perusahaan manufaktur pada umumnya mempunyai cost of capital yang cenderung berfluktuasi pada tahun 2007-2009. Hal ini mungkin dipengaruhi oleh krisis ekonomi global dan suku bunga yang berfluktuasi selama periode tersebut. Pada tahun 2009 cost of capital perusahaan turun, karena cost of debt dan cost of equity yang turun. Hal ini mungkin dipengaruhi oleh membaiknya perekonomian global dan kebijakan Bank Indonesia dalam menurunkan tarif suku bunga.

3. Perhitungan Invested Capital

Invested Capital merupakan seluruh pinjaman perusahaan diluar pinjaman jangka pendek yang tidak menanggung bunga, seperti kewajiban dagang, kewajiban pajak, biaya dibayar dimuka.

Formula : Invested Capital = Kewajiban Jk. Pendek + Kewajiban Jk. Panjang + Modal Sendiri + Minority Interest.

Tabel IV.5
Perhitungan Invested Capital Perusahaan
Tahun 2007-2009

NO	Nama Perusahaan	Tahun	Hutang Jk. Pendek	Hutang jk. Panjang	Modal Sendiri	Minority Interest	Invested Capital
1	PT.Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk.	2007	301.804	102.741	110.945	(8)	515.482
		2008	364.579	261.335	390.656	(30)	1.016.540
		2009	370.659	547.511	428.442	(36)	1.346.576
2	PT.Akasha Wira International Tbk.	2007	96.346	15.309	67.106	0	178.761
		2008	115.217	17.901	51.898	0	185.016
		2009	29.613	80.455	68.219	0	178.287
3	PT.Aqua Golden Mississippi Tbk.	2007	79.642	297.936	507.720	(955)	884.343
		2008	84.482	327.984	581.580	(1.475)	992.571
		2009	123.198	357.693	656.915	(1.455)	1.136.351
4	PT.Cahaya Kalbar Tbk.	2007	335.769	58.873	219.037	0	613.679
		2008	55.414	302.323	246.905	0	604.642
		2009	76.448	190.372	301.503	0	568.323
5	PT.Davomas Abadi Tbk.	2007	144.551	2.539.570	1.184.407	0	3.868.528
		2008	45.794	2.951.533	673.755	0	3.671.082
		2009	6.424	2.352.648	446.944	0	2.806.016
6	PT.Mayora Indah Tbk.	2007	356.123	428.911	1.081.795	(5.029)	1.861.800
		2008	769.800	876.522	1.245.109	(5.859)	2.885.572
		2009	764.230	858.739	1.581.755	(10.345)	3.194.379
7	PT.Indofood Sukses Makmur Tbk.	2007	12.776.365	5.899.543	7.126.596	(387.270)	25.415.234
		2008	16.262.161	10.170.208	8.498.749	(782.597)	34.148.521
		2009	11.158.962	13.727.819	10.155.495	(780.920)	34.261.356
8	PT.Ultrajaya Milk Tbk.	2007	232.731	297.761	831.157	(76)	1.361.573
		2008	445.866	158130,000	1.135.324	(146)	1.739.174

		2009	384.342	153.822	1.191.583	872	1.730.619
9	PT.Tunas Baru Lampung Tbk.	2007	542.011	976.208	934.960	(993)	2.452.186
		2008	1.014.802	894.126	888.773	(355)	2.797.346
		2009	879.663	908.006	993.648	(767)	2.780.550
10	PT.Siantar Top Tbk.	2007	115.605	43.222	358.620	0	517.447
		2008	221.491	41.822	363.437	0	626.750
		2009	110.001	34.210	404.509	0	548.720
11	PT.SMART Tbk.	2007	2.189.600	2.345.313	3.528.246	0	8.063.159
		2008	2.734.320	2.513.170	4.615.204	(610)	9.862.084
		2009	2.754.439	2.505.716	4.795.878	703	10.056.736
12	PT.Sekar Laut Tbk.	2007	53.552	32.748	96.394	(1)	182.693
		2008	59.029	41.306	100.665	0	201.000
		2009	46.512	36.203	113.468	0	196.183
13	PT.Sierad Produce Tbk.	2007	270.544	18.192	1.005.811	(3)	1.294.544
		2008	329.378	22.039	1.033.064	0	1.384.481
		2009	425.313	37.138	1.178.661	(19)	1.641.093
14	PT.Pioneerindo Gourmet International Tbk.	2007	21.685	47.459	1.073	(791)	69.426
		2008	30.085	43.423	4.811	(138)	78.181
		2009	33.805	35.595	17.070	(876)	85.594
15	PT.Prasidha Aneka Niaga Tbk.	2007	73.224	103.852	83.531	(6.367)	254.240
		2008	56.229	94.508	92.979	(15.783)	227.933
		2009	131.964	151.922	125.429	(6.812)	402.503
16	PT.Multi Bintang Indonesia Tbk.	2007	386.816	37.212	84.385	(71)	508.342
		2008	561.144	35.979	222.307	(75)	819.355
		2009	852.194	35.982	340.458	(119)	1.228.515
17	PT.Fast Food Indonesia Tbk.	2007	188.228	63.905	377.358	0	629.491
		2008	228.083	74.131	482.545	0	784.759
		2009	320.778	81.526	639.106	0	1.041.410
18	PT.Delta Djakarta Tbk.	2007	103.664	27.881	458.432	(1.005)	588.972
		2008	143.621	30.694	519.768	(1.861)	692.222
		2009	130.322	30.486	590.226	(5.254)	745.780
19	PT.Gudang Garam Tbk.	2007	8.922.569	866.866	14.119.796	(2.364)	23.906.867
		2008	7.670.532	883.156	15.519.266	0	24.072.954
		2009	7.961.279	887.145	18.301.537	(30.199)	27.119.762
20	PT.Handjaya Mandala Sampoerna Tbk.	2007	6.212.685	1.401.703	8.063.542	(8.824)	15.669.106
		2008	7.642.207	441.377	8.047.896	(1.640)	16.129.840
		2009	6.747.030	503.492	10.461.616	(1.971)	17.710.167
21	PT.Bentoel International Investama Tbk.	2007	842.737	1.474.904	1.541.519	0	3.859.160
		2008	1.231.919	1.493.413	1.730.201	0	4.455.533
		2009	1.049.582	1.497.711	1.755.366	0	4.302.659

Sumber : Indonesian Capital Market Directory Tahun 2007-2009 (data diolah)

Dari perhitungan Invested Capital diatas terlihat bahwa ada 12 perusahaan yang invested capitalnya terus mengalami peningkatan yaitu: PT. Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk, PT. Aqua Golden Mississippi Tbk, PT. Mayora Indah Tbk, PT. Indofood Sukses Makmur Tbk, PT. SMART Tbk, PT. Sierad Produce Tbk, PT. Pioneerindo Gourmet Internatiional Tbk, PT. Multi Bintang Indonesia Tbk, PT. Fast Food Indonesia Tbk, PT. Delta Djakarta Tbk, PT. Gudang Garam Tbk, PT. Handjaya Mandala Sampoerna Tbk.

Sedangkan perusahaan manufaktur yang Invested Capitalnya mengalami fluktuasi selama periode 2007-2009 ada sekitar 7 perusahaan, yaitu: PT. Akhasa Wira International Tbk, PT. Ultrajaya Milk Tbk, PT. Tunas Baru Lampung Tbk, PT. Siantar Top Tbk, PT. Sekar Laut Tbk, PT. Prasadha Aneka Niaga Tbk, dan PT. Bentoel International Investama Tbk. Perusahaan manufaktur yang Invested Capitalnya mengalami penurunan selama kurun waktu 2007-2009 adalah : PT. Cahaya Kalbar Tbk, dan PT. Davomas Abadi Tbk.

4. Menentukan EVA Perusahaan Sampel

Setelah langkah-langkah diatas dilakukan, langkah selanjutnya yaitu menghitung EVA perusahaan-perusahaan sampel. Perhitungan EVA dapat dilihat pada lampiran 2, ikhtisar dari perhitungan EVA perusahaan manufaktur yang menjadi sampel dalam penelitian ini selama tahun 2007-2009 dapat dilihat dalam tabel berikut :

Tabel IV.6
EVA Perusahaan
Tahun 2007-2009

NO	Nama Perusahaan	Tahun	EVA
1	PT.Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk.	2007	7.342,939
		2008	(8.843,084)
		2009	(27.515,030)
2	PT.Akasha Wira International Tbk.	2007	(141.325,074)
		2008	(59.424,658)
		2009	(11.739,025)
3	PT.Aqua Golden Mississippi Tbk.	2007	(13.701,509)
		2008	(44.660,840)
		2009	(1.638,175)
4	PT.Cahaya Kalbar Tbk.	2007	(21.824,234)
		2008	10.000,054
		2009	28.447,005
5	PT.Davomas Abadi Tbk.	2007	111.606,358
		2008	(310.010,013)
		2009	(1.242.690,090)
6	PT.Mayora Indah Tbk.	2007	19.670,340
		2008	(30.334,617)
		2009	228.858,608
7	PT.Indofood Sukses Makmur Tbk.	2007	(855.445,975)
		2008	15.795,633
		2009	754.768,587
8	PT.Ultrajaya Milk Tbk.	2007	(48.388,031)
		2008	(218.609,370)
		2009	(42.576,044)
9	PT.Tunas Baru Lampung Tbk.	2007	651,567
		2008	73.879,016
		2009	(28.951,685)
10	PT.Siantar Top Tbk.	2007	(23.049,143)
		2008	(36.510,550)
		2009	167,232
11	PT.SMART Tbk.	2007	450.461,906
		2008	676.332,138
		2009	32.578,259
12	PT.Sekar Laut Tbk.	2007	(12.858,020)
		2008	(17.270,800)

		2009	(13.557,549)
13	PT.Sierad Produce Tbk.	2007	(81.702,518)
		2008	(92.292,292)
		2009	(74.412,975)
		2009	(74.412,975)
14	PT.Pioneerindo Gourmet International Tbk.	2007	(1.775,823)
		2008	3.342,447
		2009	3.344,471
15	PT.Prasidha Aneka Niaga Tbk.	2007	(3.905,880)
		2008	21.840,208
		2009	(6.091,015)
16	PT.Multi Bintang Indonesia Tbk.	2007	40.951,562
		2008	109.888,758
		2009	271.763,611
17	PT.Fast Food Indonesia Tbk.	2007	40.535,451
		2008	14.172,263
		2009	78.335,456
18	PT.Delta Djakarta Tbk.	2007	(5.439,629)
		2008	(7.051,643)
		2009	60.089,216
19	PT.Gudang Garam Tbk.	2007	(226.438,395)
		2008	(190.837,669)
		2009	1.792.575,183
20	PT.Handjaya Mandala Sampoerna Tbk.	2007	2.541.007,543
		2008	2.618.526,928
		2009	3.754.736,790
21	PT.Bentoel International Investama Tbk.	2007	(26.735,760)
		2008	(61.393,305)
		2009	(164.209,015)

Sumber : Indonesian Capital Market Directory Tahun 2007-2009 (data diolah)

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa perusahaan yang punya EVA positif selama 3 tahun yaitu: PT. SMART Tbk, PT. Multi Bintang Indonesia Tbk, PT. Fast Food Indonesia Tbk, dan PT. Handjaya Mandala Sampoerna Tbk. Hal ini mengidentifikasi bahwa selama tahun 2007-2009 perusahaan tersebut telah mampu memberikan penciptaan kekayaan bagi para pemegang saham, setelah memperhitungkan biaya modal yang dikeluarkan perusahaan.

Sedangkan perusahaan manufaktur yang mampu memberikan EVA positif selama 2 tahun selama kurun waktu 2007-2009 adalah PT. Cahaya Kalbar Tbk, PT. Mayora Indah Tbk, PT. Indofood Sukses Makmur Tbk, PT. Tunas Baru Lampung Tbk, dan PT. Pioneerindo Gourmet International Tbk. Perusahaan manufaktur yang mampu memberikan EVA positif selama 1 tahun dalam kurun waktu 2007-2009 adalah PT. Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk, PT. Akhasa Wira International Tbk, PT. Davomas Abadi Tbk, PT. Siantar Top Tbk, PT. Prasadha Aneka Niaga Tbk, PT. Delta Djakarta Tbk, dan PT. Gudang Garam Tbk.

Perusahaan manufaktur yang tidak bisa memberikan EVA positif selama kurun waktu 2007-2009 adalah PT. Aqua Golden Missisipi Tbk, PT. Ultrajaya Milk Tbk, PT. Sekar Laut Tbk, Sierad Produce Tbk, dan PT. Bentoel International Investama Tbk. Perusahaan yang memiliki EVA negatif, menandakan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut belum mampu menciptakan nilai bagi para pemegang saham. Walaupun jika dilihat dari analisis rasio profitabilitas dan rasio pasar perusahaan dalam kondisi yang baik.

Apabila pengukuran EVA dibandingkan dengan pengukuran kinerja dengan pendekatan ROI, ROE, dan ROA, terdapat beberapa kesimpulan yang dapat diambil yaitu:

1. Ada perusahaan yang memiliki kinerja baik jika dinilai dengan pendekatan ROI, ROE dan ROA, tetapi tidak memiliki kinerja yang baik jika dinilai menggunakan pendekatan EVA. Hal ini berarti bahwa laba bersih yang dihasilkan perusahaan selama ini belum mampu menutupi biaya modal, sehingga investor tidak memperoleh tingkat pengembalian minimum. Hal

ini seharusnya diperoleh sebagai konsekuensi adanya opportunity cost yang telah dikorbankan untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut.

2. Ada perusahaan yang memiliki rasio ROI, ROE, dan ROA negatif, tetapi memiliki EVA positif. Hal ini mengindikasikan bahwa rugi yang dialami perusahaan disebabkan karena rugi di luar kegiatan operasional perusahaan. Sehingga setelah dihitung dengan menggunakan pendekatan EVA yang hanya memperhitungkan laba/rugi dari aktivitas operasional perusahaan, ternyata perusahaan ini mampu menciptakan nilai tambah ekonomi bagi perusahaan.

Dua kesimpulan di atas menunjukkan keunggulan EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan. EVA merupakan pengukur kinerja yang tidak hanya berhenti pada laba bersih yang dihasilkan perusahaan, tetapi juga telah memperhitungkan biaya modal perusahaan. EVA hanya menghitung laba yang berasal dari operasional perusahaan dan tidak mengikutsertakan laba / rugi di luar usaha perusahaan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Pendekatan berbasis rasio dalam menilai kinerja sebuah perusahaan tidak memperhitungkan biaya modal. Adapun pendekatan EVA, masih memperhitungkan biaya modal yang dihitung dari bunga pinjaman dan *cost of equity*. Perusahaan baru bisa disebut memiliki nilai tambah bila pendapatan (*return on net asset / ROA*) lebih besar ketimbang biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). Tidak mengherankan jika banyak perusahaan dengan penilaian kinerja berbasis rasio dinyatakan ber laba, ternyata memiliki EVA negatif bila laba bersihnya lebih rendah dibanding biaya modal. Dengan kata lain, laba yang dibukukan sebenarnya hanyalah fatamorgana yang menyesatkan, bagaikan oasis khayalan di padang pasir kerontang.

Sebaliknya perusahaan yang menghasilkan EVA positif, pasti mempunyai laba bersih yang bagus. Kondisi EVA positif mencerminkan kompensasi yang lebih tinggi ketimbang biaya modal. Ini berarti manajemen mampu menciptakan peningkatan kekayaan (*create value*) bagi perusahaan / pemilik modal, bukan sekadar memberi fatamorgana. Sebaliknya, EVA negatif menyiratkan adanya penurunan nilai kekayaan (*destroy value*).

Dari penelitian yang telah dilakukan ada beberapa kesimpulan yang dapat diambil, diantaranya :

1. Selama ini kinerja perusahaan lebih banyak diukur dengan menggunakan pendekatan tradisional, yaitu penilaian / pengukuran kinerja perusahaan dengan menggunakan rasio-rasio tertentu.
2. Penilaian kinerja keuangan perusahaan dengan pendekatan tradisional memiliki banyak kelemahan, terutama tidak memasukkan unsur biaya modal dalam penghitungan laba perusahaan.
3. Untuk mengatasi kelemahan pengukuran kinerja perusahaan dengan pendekatan tradisional, maka para ahli mulai memasukkan biaya modal dalam penghitungan laba perusahaan. Salah satu yang populer adalah Economic Value Added (EVA).
4. Istilah EVA pertama kali dipopulerkan oleh Stern Steward Management Service, yaitu sebuah perusahaan konsultan di Amerika Serikat sekitar tahun 1990-an. EVA dinilai lebih mencerminkan nilai perusahaan sebenarnya. EVA mengukur nilai tambah yang dihasilkan perusahaan untuk investor karena EVA tidak hanya berhenti pada laba (return).
5. Bagi investor di Indonesia, EVA masih sangat minim digunakan dalam mengukur kinerja perusahaan. Hal ini karena pengukuran dengan menggunakan EVA lebih sulit untuk dilakukan dibandingkan dengan pendekatan tradisional.
6. EVA positif berarti manajemen mampu meningkatkan kekayaan (create value) bagi perusahaan maupun pemegang saham. Sedangkan EVA negatif menyiratkan adanya penurunan nilai kekayaan perusahaan (destroy value).

B. Keterbatasan Penelitian dan Saran Untuk Penelitian Selanjutnya

Penulis menyadari bahwa terdapat keterbatasan yang berkemungkinan besar mempengaruhi hasil penelitian ini, yaitu :

1. Penelitian selanjutnya dapat memperpanjang periode amatan. Seperti yang dinyatakan sebelumnya, periode amatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah tiga tahun (2007-2009).
2. Penelitian ini memiliki keterbatasan dalam penentuan nilai WACC secara akurat. WACC memiliki komponen biaya seperti Cost of Equity dan Cost of Debt. Karena penelitian ini menggunakan data sekunder dan memiliki keterbatasan data, maka penulis mengasumsikan cost of debt dari perusahaan diwakili oleh nilai rata-rata suku bunga pinjaman jangka panjang. Pada perhitungan cost of equity penulis berpedoman pada penelitian yang dilakukan majalah SWA yaitu dengan menggunakan tingkat bunga bebas resiko dari rata-rata suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) tiga bulanan.
3. Para investor, kreditor dan analisis saham sebaiknya sudah mulai untuk menggunakan EVA sebagai pengukur kinerja perusahaan, karena pendekatan dengan EVA lebih mencerminkan nilai riil perusahaan.
4. Konsep EVA dapat digunakan sebagai alat untuk menghitung reward bagi manajer, karena EVA mempunyai manfaat yang lebih besar untuk kepentingan internal perusahaan.
5. Memaksimalkan nilai EVA lebih penting daripada memaksimalkan laba. Karena bisa jadi laba yang tinggi tidak diiringi dengan biaya modal

yang tinggi pula, sehingga nilai tambah ekonomis bagi perusahaan akan berkurang.

6. Untuk memaksimalkan nilai EVA, manajemen dapat menggunakan beberapa strategi, yaitu :

- a. Dengan meningkatkan laba operasi yaitu mengefisienkan operasi perusahaan dengan cara menekan biaya-biaya yang tidak produktif.
- b. Memperkecil biaya modal saham dengan meningkatkan harga per saham dan menstabilkan pertumbuhan dividen.



DAFTAR PUSTAKA

- A.A. Anwar Prabu Mangkunegara, *Manajemen Sumber Daya Manusia Perusahaan*, Remaja Rosdakarya, Bandung, 2001
- Ambar Tegub Sulistriyani, *Manajemen Sumber Daya Manusia : Teori Konsep dan Impelementasi dalam Organisasi Publik*, Graha Ilmu, Yogyakarta, 2001.
- Arthur J. Keown, David F. Scott, Jr. John D. Martin, dan J. William Petty, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Terjemahan oleh Chaerul D. Djakman dan Dwi Sulistyorini, Edisi Pertama, Salemba Empat, Jakarta, 2000.
- Amin Widjaya Tanggal, *Memahami Konsep Economic Value Added (EVA) dan Value Based Management (VBM)*, Harvarindo, Jakarta, 2001.
- Carl S. Warren, James M. Reeve dan Philip E. Fess, *Pengantar Akuntansi*, Buku 2 Edisi 21, Salemba Empat, Jakarta, 2006
- David, S. Young and Stephen F. O'Byrne, *EVA & Manajemen berdsarkan nilai. Panduan Praktis untuk Implementasi* (diterjemahkan oleh Lusy Widjaja, MBA), Salemba Empat, Jakarta, 2001
- Dc. Malleno, Jim. *Case in Finance*. (Terjemahan oleh Ika Permatasari). Edisi kedua, Salemba Empat, Jakarta, 2006
- Eduardus Tandellin, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Edisi Pertama, BPFE Yogyakarta, 2001.
- Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston, *Manajemen Keuangan*, Buku I Edisi Kedelapan, Erlangga, 2001.
- Hansen dan Mowen, *Management Accounting*, Buku 2 Edisi Ketujuh Salemba Empat, 2000.
- Henry Simamora, Akuntansi : *Basis Pengembalian Keputusan Bisnis*, Jilid I, Salemba Empat, Jakarta, 2000
- Lukas Setia Atmajaya, *Manajemen Keuangan*. Edisi Revisi, Erlangga, Jakarta, 2002.
- Martono dan Agus Harjito, *Manajemen Keuangan*, EKONISIA Kampus Fakultas Ekonomi UII, Jakarta, 2003.

Ray H. Garrison, Eric W. Noreen, dan Peter C. Brewer, *Akuntansi Manajerial*, Edisi 11 Buku 2, Salemba Empat, 2007.

Robert N. Antony dan Vijay Govindarajaan. *Sistem Pengendalian Manajemen*, Buku Satu Terjemahan oleh Kurniawan Tjakrawala, Salemba Empat, Jakarta, 2002

Siddharta Utama, *Mencermati "Permainan" EVA*, SWA 22/XVIII, 22 Oktober-5 November 2002.

Agus Sartono, R., *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*, Edisi 4, BPFE, Yogyakarta, 2001

www.idx.co.id

www.bi.go.id

www.lps.go.id

www.kompas.com

www.vivanews.com

www.pajakindonesia.wordpress.com

www.sunarip.blogspot.com

<http://www.its.ac.id/personal/files/pub/3839-moses-ie-20080716%20ECONOMIC%20VALUE%20ADDED%20moes.pdf>

