

BABI

PENDAHULUAN

1.1. Latar belakang masalah

Investasi adalah penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan dimasa mendatang, yaitu *capital gain* dan *dividen yield*. Akan tetapi, sebelum melakukan investasi, investor perlu memastikan bahwa modal yang ditanamkan mampu memberikan tingkat pengembalian (*rate of return*) yang diharapkan, yaitu dengan melakukan investasi pada saham perusahaan yang memiliki kinerja yang baik. Untuk itu diperlukan suatu penilaian kinerja pada perusahaan- perusahaan yang akan dijadikan sebagai tempat investasi. Hal ini dapat dilakukan dengan menganalisa laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan

Selama ini laba akuntansi selalu menjadi fokus perhatian dalam menilai kinerja suatu perusahaan. Alat ukur finansial yang lazim digunakan untuk mengukur tingkat laba adalah Return on Investment (ROI). Selain itu dapat juga dipakai Return on Equity (ROE). Namun dalam menilai kinerja perusahaan tidak cukup hanya menggunakan laba akuntansi saja, karena laba akuntansi tidak mempunyai makna riil apabila tidak didukung oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas. Maka digunakanlah Operating Cash Flow (OCF) sebagai penilai kinerja perusahaan yang menurut penelitian Baridwan (1997), Hastuti

(1998), Suadi (1998), Asyik (1999), dan Triyono (2000) dinilai mampu memberikan nilai tambah bagi para pemakai informasi laporan keuangan.

Penggunaan analisis rasio keuangan maupun operating cash flow sebagai alat pengukur akuntansi konvensional memiliki kelemahan utama yaitu tidak memperhatikan resiko yang dihadapi perusahaan dengan mengabaikan adanya biaya modal sehingga sulit untuk mengetahui apakah suatu perusahaan telah berhasil menciptakan nilai perusahaan atau tidak. Untuk mengatasi kelemahan tersebut, dipakailah konsep baru yaitu EVA (Economic Value Added) yang mencoba mengukur nilai tambah (value creation) yang dihasilkan suatu perusahaan dengan cara mengurangi laba operasi setelah pajak dengan beban biaya modal (cost of capital), dimana beban biaya modal mencerminkan tingkat resiko perusahaan. EVA (Economic Value Added) merupakan indikator tentang adanya penciptaan nilai dari suatu investasi. Economic Value Added (EVA) yang positif menandakan perusahaan berhasil menciptakan nilai bagi pemilik modal, karena perusahaan mampu menghasilkan tingkat pengembalian yang melebihi tingkat biaya modal.

Pengaruh konsep penilaian kinerja, baik konvensional maupun value based, terhadap tingkat pengembalian investasi sangat penting untuk diketahui oleh investor dalam rangka mengetahui kepastian tentang investasi yang akan dilakukan terhadap perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45 yang ditengarai sebagai saham unggulan.

Melihat hal tersebut maka penulis berminat untuk melakukan penelitian dengan mengambil judul : **“ANALISA PENGARUH PENILAIAN KINERJA DENGAN KONSEP KONVENSIONAL DAN KONSEP VALUE BASED TERHADAP RATE OF RETURN PADA PERUSAHAAN YANG TERGABUNG DALAM LQ 45 “.**

1.2. Rumusan Masalah

Seperti yang telah diuraikan dalam latar belakang diatas, maka penelitian ini membuat suatu rumusan masalah sebagai berikut :

Apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara konsep penilaian kinerja baik konvensional (Return on Investment, Return on Equity, Operating Cashflow) maupun value based (Economic Value Added) terhadap tingkat pengembalian investasi (Rate Of Return) ?

1.3. Tujuan penelitian

Sehubungan dengan rumusan masalah, penelitian ini dilakukan untuk menganalisa apakah konsep penilaian kinerja perusahaan (Return on Investment, Return on Equity, Operating Cashflow, dan Economic Value Added) berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham (Rate Of Return).

1.4. Manfaat penelitian

- **Bagi Perusahaan**

Memberikan informasi kepada perusahaan tentang posisinya sebagai perusahaan yang dinilai berkinerja baik kaitannya dengan tingkat pengembalian investasi .

- **Bagi Investor**

Dapat dijadikan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi untuk menentukan perusahaan mana yang dapat memberikan tingkat pengembalian yang diharapkan.

- **Bagi Peneliti selanjutnya**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangan pemikiran yang berarti bagi penelitian selanjutnya.

1.5. Studi Pustaka

1.5.1. Tinjauan Literatur

Rate of Return adalah tingkat pengembalian saham atas investasi yang dilakukan. Komposisi penghitungan rate of return saham terdiri dari *capital gain (loss)* dan deviden. *Capital gain (loss)* merupakan selisih laba/ rugi yang dialami oleh pemegang saham karena harga saham relatif lebih tinggi atau rendah dibandingkan harga saham periode sebelumnya. Sedangkan deviden merupakan bagian dari laba perusahaan yang dibagikan pada periode tertentu sesuai dengan keputusan manajemen.

Return on Investment merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan yang akan digunakan untuk menutup investasi yang dikeluarkan. Sedangkan Return on Equity atau yang sering disebut dengan rate of return on Net Worth adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan modal sendiri yang dimiliki, dengan kata lain mengukur seberapa efektif perusahaan memanfaatkan kontribusi pemilik dan menggunakan sumber-sumber lain untuk kepentingan pemilik, sehingga ROE ini ada yang menyebut sebagai rentabilitas modal sendiri.

Economic Value Added (EVA) pertama kali dipopulerkan oleh Stern Steward Management Service. Stern Steward menghitung EVA sebagai laba operasi setelah pajak (*after tax operating income*) yang dikurangi dengan total biaya modal (*total cost of capital*), dimana total biaya modal dihitung dengan mengalikan tingkat biaya modal dengan total modal yang diinvestasikan. Stern Steward melakukan beberapa penyesuaian terhadap laba operasi setelah pajak yang disusun menurut Standar Akuntansi Keuangan. Menurut mereka penyesuaian perlu dilakukan untuk menghilangkan kemungkinan distorsi yang ditimbulkan oleh Standar Akuntansi Keuangan. Karena kompleksitas penyesuaian yang dilakukan oleh Stern Steward, dalam prakteknya banyak perusahaan menghitung EVA menurut versinya masing-masing. Menurut Mike Rousanna (1997) EVA secara sederhana didefinisikan sebagai laba operasi setelah pajak dikurangi dengan biaya modal (*cost of capital*) dari seluruh modal yang dipergunakan untuk menghasilkan laba tersebut. Sedangkan EVA versi Lee (1996) memfokuskan perhatiannya hanya pada ekuitas dan bukan pada total

modal (i.e., hutang dan ekuitas). Dengan demikian perhitungan versi Lee mencakup laba bersih yang tersedia untuk pemegang saham dan biaya modal atas ekuitas. Walaupun terdapat berbagai versi, secara konseptual perhitungan EVA adalah sama, yaitu dengan mengurangi biaya modal dari laba.

1.5.2. Tinjauan Penelitian Sebelumnya

Penelitian ini merupakan replikasi penelitian yang dilakukan oleh Miranda Octora, Yuliana Salim, Thio Anastasia Petrolina (2003) tentang analisa pengaruh penilaian kinerja dengan konsep konvensional dan konsep value based terhadap rate of return. Penelitian tersebut dapat membuktikan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara konsep penilaian konvensional (ROI, OCF) dan konsep penilaian value based (EVA) terhadap tingkat pengembalian investasi (ROR). Hal ini menunjukkan bahwa investor dalam memutuskan saham mana yang akan dibeli akan menilai kinerja perusahaan secara keseluruhan, baik dari sisi laba, kas, maupun nilai tambah perusahaan. Penelitian ini dilakukan pada 50 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2001.

Perbedaan penelitian yang dilakukan kali ini dengan penelitian sebelumnya adalah terdapat pada sampel data dan jumlah variabel independen. Penelitian sebelumnya memilih sampel dengan teknik purposive sampling, sedangkan penelitian kali ini dilakukan pada perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ 45 pada tahun 2001. Periode tahun yang digunakan adalah sama, yaitu tahun 2001 untuk membandingkan dengan penelitian sebelumnya, dimana penelitian yang sekarang menggunakan sampel perusahaan yang tergabung dalam

indeks LQ 45, yang ditengarai sebagai kelompok saham unggulan. Selain itu, perbedaan lainnya dilakukan penambahan satu variabel dependen, yaitu ROE.

1.6. Hipotesis

Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu, penulis mengungkapkan hipotesis untuk penelitian ini yaitu:

- H1 : Return On Investment (ROI) berpengaruh secara positif terhadap Rate of Return.
- H2 : Return On Equity (ROE) berpengaruh secara positif terhadap Rate of Return.
- H3 : Operating CashFlow (OCF) berpengaruh secara positif terhadap Rate of Return.
- H4 : Economic Value Added (EVA) berpengaruh secara positif terhadap Rate of Return.

1.7. Metode penelitian

1.7.1 Populasi dan Sampel

Penelitian ini mengambil populasi perusahaan- perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta. Sedangkan sampel penelitian adalah perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ 45 pada tahun 2001. Alasan menggunakan sampel ini adalah agar penelitian ini dapat menjadi acuan yang bagus dalam memprediksi rate of return karena saham LQ 45 merupakan saham unggulan dengan nilai pasar dan likuiditas tinggi yang banyak diperhatikan dan diburu oleh investor.

1.7.2 Metode Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan dengan metode survey terhadap data-data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta. Data dikumpulkan juga dari Indonesia Capital Market Directory, Jakarta Stock Exchange Monthly, dan website www.jsx.co.id.

1.7.3 Teknik Analisis

1.7.3.1 Pengukuran variabel

a. Rate of Return (ROR)

Dalam penelitian ini variabel dependennya adalah tingkat pengembalian investasi (rate of return) yaitu capital gain dan dividen yield. Untuk menghitung rate of return (ROR) digunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{ROR} = [(P1 - P0 + \text{Div}) / P0] \times 100 \%$$

Dimana :

ROR = tingkat pengembalian investasi

P1 = harga sekuritas pada akhir periode 1

P0 = harga sekuritas pada awal periode 0

Div = deviden yang dibayarkan selama periode tersebut

b. Return on Investment (ROI)

ROI dihitung dengan membagi laba bersih atau *earning after tax* (EAT) dengan total aktiva. Formula yang digunakan untuk menghitung ROI adalah sebagai berikut :

$$\text{ROI} = \text{EAT} / \text{Total Aktiva}$$

c. Return on Equity (ROE)

ROE dihitung dengan membagi *earning after tax* dengan modal sendiri. Formula yang digunakan untuk menghitung ROE adalah sebagai berikut :

$$\text{ROE} = \text{EAT} / \text{Modal pemilik}$$

d. Operating Cash Flow (OCF)

Variabel *operating cash flow* diukur berdasarkan nilai *operating cashflow* yang tersaji dalam laporan arus kas. *Operating cashflow* dapat diambil dari laporan arus kas, yang merupakan salah satu unsur dalam laporan keuangan.

e. Economic Value Added (EVA)

Merupakan hasil pengurangan total biaya modal terhadap laba operasi setelah pajak. Biaya modal sendiri berupa *cost of debt* dan *cost of equity*.

Economic Value Added dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{Capital} \times c) \text{ atau } \text{EVA} = (r - c) \times \text{Capital}$$

Dimana :

- NOPAT = Net Operating Profit After Tax, yaitu laba bersih (Net Income After Tax) ditambah bunga setelah pajak.
- C = biaya modal adalah biaya bunga pinjaman dan biaya ekuitas yang digunakan untuk menghasilkan NOPAT (Net Operating profit After Tax) tersebut dan dihitung secara rata-rata tertimbang (Weighted Average Cost of Capital).
- R = tingkat balikan modal (rate of return), yaitu NOPAT dibagi dengan Capital.
- Capital = jumlah dan yang tersedia bagi perusahaan untuk membiayai perusahaannya.

Adapun langkah-langkah yang dilakukan dalam menghitung EVA (Economic Value Added) secara lebih detail sebagai berikut (Mike Roussana, 1997):

- a. Menghitung biaya hutang dan biaya atas ekuitas
- b. Menghitung struktur permodalan dari neraca
- c. Menghitung NOPAT
- d. Menghitung tingkat pengembalian (r)
- e. Menghitung biaya modal rata-rata tertimbang (C)
- f. Menghitung EVA (Economic Value Added)

1.7.3.2. Model Penelitian

Model analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis yang dirumuskan adalah regresi linier berganda. Formula untuk menghitungnya adalah sebagai berikut

$$\text{ROR} = a + b_1\text{ROI} + b_2\text{ROE} + b_3\text{OCF} + b_4 \text{EVA}$$

Dimana :

ROR = Rate of Return

ROI = Return on Investment

ROE = Return on Equity

OCF = Operating Cash Flow

EVA = Economi Value Added

a = intersep (konstanta)

b₁,b₂,b₃,b₄ = koefisien variabel bebas

e = error

Tingkat keyakinan yang digunakan dalam pengujian ini adalah 0.90 atau α 0.10. Hal ini menunjukkan bahwa bila nilai probabilitas t lebih kecil dari 0.10, maka dinyatakan signifikan pada taraf kesalahan 10 %. Ini berarti bahwa variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen sebesar nilai koefisien regresi masing-masing variabel bebas.

1.8. Sistematika Pembahasan

Sistematika penulisan adalah sebagai berikut :

Bab I menguraikan latar belakang masalah, rumusan penelitian, tujuan dan manfaat penelitian, kajian pustaka, formulasi hipotesis, metode penelitian dan sistematika penulisan.

Bab II berisi landasan teori yang digunakan untuk membahas masalah yang diangkat dalam penelitian ini yang terdiri atas teori yang berkaitan dengan penelitian dan penelitian sebelumnya.

Bab III menguraikan tentang metode penelitian yang mencakup pembahasan tentang ruang lingkup dan batasan penelitian serta perumusan model analisis yang digunakan dalam penelitian ini.

Bab IV menjelaskan tentang analisis hasil penelitian

Bab V merupakan penutup dari penulisan penelitian yang mengemukakan kesimpulan, yaitu hasil-hasil yang diperoleh dari hasil analisis dan pembahasan pada bab-bab sebelumnya. Kemudian dengan dasar kesimpulan tersebut, akan dikemukakan saran-saran untuk penelitian lanjutan.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Pengertian Investasi

Investasi adalah penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan dari masa yang akan datang. Keputusan penanaman modal tersebut dapat dilakukan oleh orang perorang atau lembaga (baik dalam jangka pendek ataupun jangka panjang) yang mempunyai kelebihan dana. Pihak yang menanamkan dananya inilah yang disebut investor.

Investasi dalam arti luas dapat digolongkan menjadi dua kategori, yaitu;

1. *Real Assets*, yaitu investasi dalam bentuk aktiva nyata, seperti investasi untuk kendaraan dan properti.
2. *Financial Assets*, yaitu investasi dalam bentuk aktiva finansial, atau produk-produk keuangan, seperti; obligasi, dan deposito.

Pemilikan aktiva finansial dalam rangka investasi pada sebuah institusi atau perusahaan dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu: investasi langsung (*direct investing*) dan investasi tidak langsung. Investasi langsung diartikan sebagai suatu kepemilikan surat-surat berharga secara langsung dalam suatu perusahaan yang telah *go public*. Investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli saham dari perusahaan investasi yang mempunyai prestasi aktiva-aktiva keuangan dari perusahaan lain. Perusahaan investor (*investor company*) berfungsi sebagai perantara (Jogiyanto, 2000).

2.2. Rate of Return

Return saham merupakan hasil atau keuntungan yang diperoleh pemegang saham sebagai hasil dari investasinya. Jogiyanto (1998) membedakan return saham menjadi dua jenis yaitu return realisasi (*realized return*) dan return ekspektasian (*expected return*). Return realisasi merupakan return yang sudah terjadi dan dihitung secara relatif. Return realisasi ini penting dalam mengukur kinerja perusahaan dan sebagai dasar penentuan return dan resiko mendatang. Sedangkan return ekspektasian merupakan return yang diharapkan terjadi di masa mendatang dan bersifat tidak pasti.

Rate of Return adalah tingkat pengembalian saham atas investasi yang dilakukan. Komposisi penghitungan rate of return saham terdiri dari *capital gain (loss)* dan deviden. *Capital gain (loss)* merupakan selisih laba/ rugi yang dialami oleh pemegang saham karena harga saham relatif lebih tinggi atau rendah dibandingkan harga saham periode sebelumnya. Sedangkan deviden merupakan bagian dari laba perusahaan yang dibagikan pada periode tertentu sesuai dengan keputusan manajemen. Deviden yang merupakan yield bisa berupa angka nol (0) dan positif (+).

Untuk menghitung *rate of return* digunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{ROR} = [(D.YD / H.S) + (KHS / H.S)] \times 100 \%$$

D.YD = Deviden Yield

H.S = Harga saham pada waktu saham tersebut dibeli

KHS = Kenaikan harga pasar saham dibandingkan dengan harga pembeliannya

Atau dapat juga dihitung sebagai berikut :

$$\text{ROR} = [(P1 - P0 + \text{Div}) / P0] \times 100 \%$$

Dimana : ROR = tingkat pengembalian investasi

P1 = harga sekuritas pada akhir periode 1

P0 = harga sekuritas pada awal periode 0

Div = deviden yang dibayarkan selama periode tersebut

2.3. Analisa Rasio Keuangan

2.3.1. Definisi Analisa Rasio

Untuk menganalisis laporan keuangan perusahaan, diperlukan ukuran-ukuran tertentu. Ukuran yang sering digunakan adalah rasio. Rasio diperoleh dengan membandingkan satu pos atau elemen laporan keuangan dengan elemen yang lain dalam laporan keuangan tersebut (Paton & Littleton, 1970).

Menurut Hanafi dan Halim (1996), pada dasarnya analisis rasio bisa dikelompokkan kedalam lima macam kategori, yaitu:

1. *Rasio Likuiditas*
2. *Rasio Aktivitas*
3. *Rasio Solvabilitas*
4. *Rasio Profitabilitas*
5. *Rasio Pasar*

Kelima rasio tersebut ingin melihat prospek dan resiko perusahaan pada masa yang mendatang. Kelima faktor tersebut akan mempengaruhi harapan

investor terhadap perusahaan pada masa-masa mendatang. Dari kelima rasio diatas akan dijelaskan definisi serta perhitungannya yaitu sebagai berikut:

1. Rasio Likuiditas

Rasio Likuiditas mengukur kemampuan jangka pendek perusahaan dengan melihat aktiva lancar perusahaan relatif terhadap hutang lancarnya (hutang dalam hal ini merupakan kewajiban perusahaan). Dua rasio likuiditas jangka pendek yang sering digunakan adalah rasio lancar dan rasio quick (sering juga disebut *acid test rasio*). Rasio lancar mengukur kemampuan perusahaan memenuhi hutang jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancarnya (aktiva yang akan berubah menjadi kas dalam waktu satu tahun atau satu siklus bisnis). Rasio quick merupakan rasio antara aktiva lancar sesudah dikurangi persediaan dengan hutang lancar dan menunjukkan besarnya alat likuid yang paling cepat yang bisa digunakan untuk melunasi hutang lancar.

2. Rasio aktivitas

Rasio ini melihat pada beberapa aset kemudian menentukan berapa tingkat aktivitas aktiva-aktiva tersebut pada tingkat kegiatan tertentu. Aktivitas yang rendah pada tingkat penjualan tertentu akan mengakibatkan semakin besarnya dana kelebihan yang tertanam pada aktiva-aktiva tersebut. Dana kelebihan tersebut akan lebih baik bila ditanamkan pada aktiva lain yang lebih produktif. Empat rasio aktivitas tersebut adalah: (1) Rata-rata umur piutang , (2) Perputaran persediaan, (3) Perputaran aktiva tetap, (4) Perputaran total aktiva.

3. Rasio Solvabilitas

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban jangka panjangnya. Perusahaan yang tidak solvabel adalah perusahaan yang total hutangnya lebih besar dibandingkan total asetnya. Rasio ini mengukur likuiditas jangka panjang perusahaan dan dengan demikian memfokuskan pada sisi kanan neraca. Ada beberapa macam rasio yang dapat dihitung: rasio total hutang terhadap total aset, rasio *Time Interest Earned*, rasio *Fixed Charges Coverage*.

4. Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas yaitu rasio yang melihat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Rasio ini akan dibahas tersendiri karena merupakan sebagian dari pokok masalah penelitian ini.

5. Rasio Pasar

Rasio pasar yaitu rasio yang mengukur harga pasar relatif terhadap nilai buku. Sudut pandang rasio ini lebih banyak berdasar pada sudut investor atau calon investor, meskipun pihak manajemen juga berkepentingan terhadap rasio-rasio ini. Ada beberapa rasio yang bisa dihitung yaitu PER (*Price Earning ratio*), *dividend yield*, dan pembayaran deviden (*deviden payout*).

2.3.2. Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas merupakan aspek fundamental perusahaan, karena selain memberikan daya tarik yang besar bagi investor yang akan menanamkan dananya pada perusahaan juga sebagai alat ukur terhadap efektivitas dan efisiensi

penggunaan semua sumber daya yang ada di dalam proses operasional perusahaan. Hanafi dan Halim (1996) mendefinisikan rasio profitabilitas sebagai rasio yang mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan (profitabilitas) pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu.

Untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan (profitabilitas), ada dua macam rasio yang digunakan:

1. ROI (*Return on Investment*)
2. ROE (*Return on Equity*)

Kedua rasio profitabilitas ini akan dibahas secara tersendiri, baik definisi maupun komponen dari tiap-tiap rasio profitabilitas tersebut.

2.3.2.1. ROI (*Return on Investment*)

Return on Investment merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan yang akan digunakan untuk menutup investasi yang dikeluarkan. Laba yang digunakan untuk mengukur rasio ini adalah laba bersih setelah pajak atau EAT. Formula yang digunakan untuk menghitung ROI adalah sebagai berikut :

$$\text{ROI} = \text{EAT} / \text{Total Aktiva}$$

Analisa Return on Investment (ROI) dalam analisa keuangan mempunyai arti yang sangat penting sebagai salah satu teknik analisa keuangan yang bersifat menyeluruh (komprehensif). Analisa ROI ini merupakan teknik analisa yang lazim digunakan oleh pimpinan perusahaan untuk mengukur efektivitas dari keseluruhan operasi perusahaan. Return on Investment itu sendiri adalah salah satu bentuk dari ratio profitabilitas yang dimaksudkan untuk dapat mengukur

kemampuan perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Dengan demikian ratio ini menghubungkan keuntungan yang diperoleh dari operasi perusahaan (net operating income) dengan jumlah investasi atau aktiva yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan operasi tersebut (net operating assets). Sebutan lain untuk ratio ini adalah net operating profit rate of return atau operating earning power.

Kegunaan dari analisa ROI dapat dikemukakan sebagai berikut :

- a. Sebagai salah satu kegunaannya yang prinsipil ialah sifatnya yang menyeluruh. Apabila perusahaan sudah menjalankan praktek akuntansi yang baik maka manajemen dengan menggunakan teknik analisa ROI dapat mengukur efisiensi penggunaan modal yang bekerja, efisiensi produksi dan efisiensi bagian penjualan. Apabila suatu perusahaan pada suatu periode telah mencapai "operating aset turnover" sesuai dengan standar atau target yang telah ditetapkan, tetapi ternyata ROI-nya masih dibawah standar target, maka perhatian manajemen dapat dicurahkan pada usaha peningkatan efisiensi di sektor produksi dan penjualan. Sebaliknya apabila profit margin telah mencapai target atau standar yang telah ditetapkan, sedangkan operating aset turnover masih dibawah target maka perhatian manajemen dapat dicurahkan untuk perbaikan kebijaksanaan investasi baik dalam modal kerja maupun dalam aktiva tetap. Rendahnya operating aset turnover ini mungkin

disebabkan karena kesalahan dalam politik pembelian bahan mentah yang dibeli terlalu besar menumpuk di gudang.

- b. Apabila perusahaan dapat mempunyai data industri sehingga dapat diperoleh ratio industri, maka dengan analisa ROI ini dapat dibandingkan efisiensi penggunaan modal pada perusahaannya dengan perusahaan lain yang sejenis, sehingga dapat diketahui apakah perusahaannya berada dibawah, sama, atau diatas rata-ratanya. Dengan demikian akan dapat diketahui dimana kelemahannya dan apa yang sudah kuat pada perusahaan tersebut dibandingkan dengan perusahaan lain yang sejenis.
- c. Analisa ROI dapat digunakan untuk mengukur efisiensi tindakan-tindakan yang dilakukan oleh divisi/ bagian, yaitu dengan mengalokasikan semua biaya dan modal kedalam bagian yang bersangkutan. Arti penting mengukur rate of return pada tingkat bagian adalah untuk dapat membandingkan efisiensi suatu bagian dengan bagian yang lain didalam perusahaan yang bersangkutan.

Kelemahan analisa ROI yaitu :

- a. Perbedaan metode dalam penilaian berbagai aktiva antara perusahaan yang satu dengan perusahaan yang lain, perbandingan tersebut akan dapat memberi gambaran yang salah. Ada berbagai metode penilaian inventory (*FIFO, LIFO, The Lower cost or market valuation*) yang digunakan akan berpengaruh terhadap besarnya nilai inventory, dan yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap jumlah aktiva. Demikian pula adanya berbagai metode depresiasi akan berpengaruh terhadap jumlah aktivanya.

- b. Kelemahan lain dari teknik analisa ini adalah terletak pada adanya fluktuasi nilai dari uang (daya belinya). Suatu mesin atau perlengkapan tertentu yang dibeli dalam keadaan inflasi nilainya berbeda dengan kalau dibeli pada waktu tidak ada inflasi, dan hal ini akan berpengaruh dalam menghitung investment turnover dan profit margin.

2.3.2.2. ROE (*Return on Equity*)

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba berdasarkan modal tertentu. Rasio ini merupakan ukuran profitabilitas dari sudut pandang pemegang saham.

Rasio ROE bisa dihitung sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Modal Saham}}$$

Meskipun rasio ini mengukur laba dari sudut pandang pemegang saham, rasio ini tidak memperhitungkan dividend maupun *capital gain* untuk pemegang saham. Karena itu rasio ini bukan pengukur return pemegang saham yang sebenarnya. ROE dipengaruhi oleh ROA dan *Leverage* keuangan perusahaan.

Selain itu ROE bisa dihitung dengan cara:

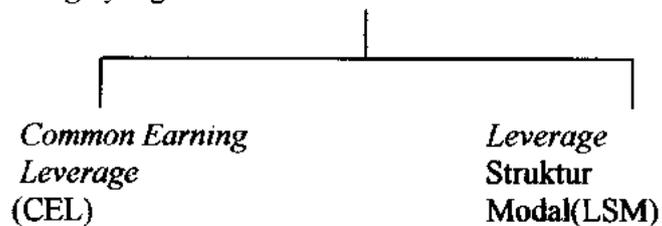
$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba bersih} - \text{Dividen Saham Preferen}}{\text{Rata - rata Saham Biasa}}$$

Bagian atas persamaan tersebut (*numerator*) mencerminkan bagian laba yang bisa dialokasikan ke pemegang saham untuk periode tertentu, setelah semua hak-hak kreditur dan saham preferen telah dilunasi. Biaya bunga telah dikurangkan dari laba bersih, sementara dividen untuk saham preferen belum dikurangkan. Karena itu dividen untuk saham preferen mesti dikurangkan dari

laba bersih perusahaan untuk memperoleh hak bersih pemegang saham biasa. Pembagi (denominator) persamaan diatas mengukur rata-rata jumlah saham yang digunakan selama periode tersebut. Saham biasa sama dengan total saham dikurangi nilai pari (nominal saham preferen).

ROE bisa dipecah-pecah lagi kedalam beberapa komponen yaitu : ROA dan *Leverage* yang disesuaikan. *Leverage* yang disesuaikan kemudian dipecah-pecah lagi ke dalam *Common Earning Leverage* (*Leverage Earning* untuk saham biasa) dan *Leverage* untuk struktur modal (*Capital Structure Leverage*). Berikut ini bagan pemecahan komponen ROE :

$$\text{ROE} = \text{ROA} \quad x \quad \text{Leverage yang disesuaikan}$$



ROA mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba berdasarkan aset yang dimiliki. *Leverage* yang disesuaikan mencerminkan efek penggandaan penggunaan hutang dan saham preferen untuk menaikkan return ke pemegang saham. *Leverage* yang disesuaikan merupakan hasil perkalian antara *Common Earning Leverage* dengan *Leverage* Struktur modal. *Common Earning Leverage* mencerminkan proporsi laba bersih yang menjadi hak pemegang saham biasa dari jumlah total laba bersih operasional. Sedangkan *Leverage* struktur modal mencerminkan sejauh mana aset perusahaan yang dibiayai oleh saham sendiri. ROE akan semakin besar apabila ROA tinggi atau *Leverage* yang disesuaikan tinggi.

2.4. Aliran Kas (*Cashflow*)

Keputusan investasi yang dilakukan oleh perusahaan mengharapkan akan bisa ditutup oleh penerimaan–penerimaan di masa yang akan datang. Penerimaan–penerimaan tersebut berasal dari proyeksi keuntungan yang diperoleh atas investasi yang berangkutan. Keuntungan atau laba yang akan digunakan untuk menutup investasi bisa dalam dua pengertian yakni (1) laba akuntansi yaitu merupakan laba yang terdapat dalam laporan keuangan yang disusun oleh bagian akuntansi yakni cukup dilihat dari laba pada Laporan Rugi-Laba, (2) laba tunai yaitu laba yang berupa aliran kas atau cashflow. Cashflow yang berhubungan dengan suatu keputusan investasi bisa dikelompokkan dalam 3 macam aliran kas yaitu :

1. *Initial cashflow*, yaitu aliran kas yang berhubungan dengan pengeluaran–pengeluaran kas untuk keperluan investasi, seperti pengeluaran kas untuk pembelian tanah, pembangunan pabrik, pembelian mesin, pembelian peralatan lain, pembelian kendaraan, dan pengeluaran kas lain dalam rangka mendapatkan aktiva tetap. Termasuk dalam initial cashflow ini adalah kebutuhan dana yang akan digunakan untuk modal kerja. Initial cashflow biasanya dikeluarkan pada saat pendirian investasi.
2. *Operational cashflow*, yaitu aliran kas yang akan dipergunakan untuk menutup investasi. Operational cashflow biasanya diterima setiap tahun selama usia investasi, dan berupa aliran kas bersih. Operational cashflow inilah yang sering disebut sebagai cashflow saja. Dengan demikian operational cashflow

dapat dihitung dengan menambahkan laba akuntansi (EAT) dengan penyusutan.

3. *Terminal cashflow*, yaitu aliran kas yang diterima sebagai akibat habisnya umur ekonomis suatu proyek investasi. Apabila proyek investasi habis umur ekonomisnya biasanya masih ada penerimaan kas, misalnya dari penjualan aktiva tetap yang masih bisa digunakan, juga dana yang digunakan sebagai modal kerja. Oleh karena itu yang termasuk dalam kelompok terminal cashflow adalah nilai residu dan modal kerja. Nilai residu adalah taksiran harga jual aktiva tetap bila usia ekonomis proyek habis. Sedangkan modal kerja merupakan dana yang digunakan untuk membiayai operasi perusahaan sehari-hari.

2.5. Economic Value Added (EVA)

2.5.1. Definisi EVA

Istilah EVA (*Economic Value Added*) pertama kali dipopulerkan oleh Stern Steward Management Service yang merupakan perusahaan konsultan dari Amerika Serikat. Ukuran kinerja ini pertama kali diperkenalkan oleh George Bennet Steward III dan Joel M Stern yang merupakan analis keuangan Stern Steward (Utama,1997).

EVA dapat diartikan sebagai nilai tambah ekonomis yang dihasilkan perusahaan dengan mengoptimalkan beban bunga pinjaman atas struktur permodalan.

EVA sendiri dapat didefinisikan sebagai:

"Keuntungan operasional setelah pajak (*after tax operating income*) dikurangi dengan total biaya modal (*total cost of capital*) dari seluruh modal yang dipergunakan untuk menghasilkan laba tersebut".(Teuku.Mirza,1999)

Dengan kata lain EVA merupakan pengukuran pendapatan sisa (*residual income*) yang mengurangkan biaya-biaya modal terhadap laba operasi. Stern & Steward melakukan beberapa penyesuaian terhadap laba operasi setelah pajak yang disusun menurut Standar Akuntansi Keuangan. Penyesuaian ini perlu dilakukan untuk menghilangkan distorsi yang ditimbulkan oleh Standar Akuntansi Keuangan yang digunakan. Penyesuaian tersebut yaitu: dengan menambahkan cadangan-cadangan ekuitas ekuivalen (*equity equivalent reserves*) ke dalam modal serta menambahkan beban periodik dari cadangan-cadangan tersebut pada laba operasi setelah pajak. Contoh dari cadangan-cadangan ekuitas ekuivalen antara lain adalah cadangan piutang tak tertagih, amortisasi kumulatif dan goodwill, dan aktiva tak berwujud yang dikapitalisasikan (misalnya pengeluaran untuk penelitian dan pengembangan).

Menurut Mike Rousanna (1997) EVA secara sederhana didefinisikan sebagai laba operasi setelah pajak dikurangi dengan biaya modal (*cost of capital*) dari seluruh modal yang dipergunakan untuk menghasilkan laba tersebut. Laba operasi setelah pajak merupakan penyesuaian dari laba setelah pajak, dimana laba operasi dihitung sebelum dikurangkan dengan *financing cost dan non-cash-bookkeeping entries*. C^* (*Weighted Average Cost of Capital*) merupakan rata-rata tertimbang biaya hutang (*cost of debt*) dan biaya modal sendiri (*cost of equity*). Biaya hutang

(*cost of debt*) yaitu *rate* yang harus dibayar perusahaan didalam pasar sekarang untuk mendapatkan hutang jangka panjang yang baru. Biaya modal sendiri (*cost of equity*) dihitung menggunakan CAPM yaitu sebagai penjumlahan dari tingkat bunga tanpa resiko dan selisih antara tingkat pengembalian yang diharapkan dari portofolio pasar. Capital merupakan jumlah dana yang tersedia bagi perusahaan untuk membiayai usahanya, yang merupakan penjumlahan dari total hutang dan modal saham. R (*rate of return*) merupakan tingkat pengembalian yang digunakan untuk menilai kinerja perusahaan, yang diukur melalui produktivitas modal.

2.5.2. EVA Sebagai Alat Penilai Perusahaan

Untuk menilai perusahaan, perhitungan EVA tidak hanya pada periode masa kini tetapi juga mencakup periode yang akan datang. Hal ini disebabkan karena EVA pada suatu tahun tertentu menunjukkan besarnya penciptaan nilai pada tahun tersebut. Sedangkan nilai perusahaan menunjukkan nilai sekarang dari total penciptaan nilai selama umur perusahaan tersebut.

Berdasarkan model penilaian Edward-Bell Ohlson, Lee (1996) menyatakan bahwa nilai perusahaan dapat dinyatakan sebagai penjumlahan dari total modal yang diinvestasikan ditambah nilai sekarang dari total EVA perusahaan dimasa datang:

$$\text{Nilai perusahaan} = \text{Total modal yang diinvestasikan} + \text{Nilai sekarang dari EVA dimasa datang.}$$

Persamaan diatas jelas menunjukkan bahwa EVA yang semakin tinggi akan menaikkan nilai perusahaan, dimana penciptaan nilai tersebut akan tercermin pada harga saham yang lebih tinggi. Sebaliknya, mungkin saja nilai perusahaan lebih

rendah dari total modal yang diinvestasikan apabila total EVA yang dihasilkan perusahaan adalah negatif.

Kita dapat memperkirakan apabila suatu perusahaan menghasilkan total EVA yang positif atau negatif dengan membandingkan rasio antara nilai pasar (*market value*) perusahaan dengan nilai total modal yang diinvestasikan di perusahaan.

Nilai pasar mencerminkan nilai perusahaan; dengan demikian perusahaan dengan nilai sekarang EVA yang positif akan mempunyai rasio lebih dari satu sedangkan perusahaan dengan nilai yang negatif akan memiliki rasio kurang dari satu.

$$\text{EVA} = \text{Laba Bersih Sesudah pajak} - \text{Ongkos Modal}$$

2.5.3. Tolak Ukur EVA

Menurut Gatot Wijayanto (1993) penilaian EVA dapat dinyatakan sebagai berikut:

- Apabila $\text{EVA} > 0$, berarti nilai EVA positif yang menunjukkan telah terjadi proses nilai tambah pada perusahaan.
- Apabila $\text{EVA} = 0$ menunjukkan posisi impas atau Break Event Point.
- Apabila $\text{EVA} < 0$, yang berarti EVA negatif menunjukkan tidak terjadi proses nilai tambah.

Sehingga hal tersebut diatas akan lebih mudah diterjemahkan sebagai berikut:

TABEL 2.1
Tolak Ukur EVA

Nilai EVA	Pengertian	Laba Perusahaan
$EVA > 0$	Ada nilai ekonomis lebih, setelah perusahaan membayarkan semua kewajiban pada para penyandang dana atau kreditur sesuai ekspektasinya.	Positif
$EVA = 0$	Tidak ada nilai ekonomis lebih, tetapi perusahaan mampu membayarkan semua kewajibannya pada para penyandang dana atau kreditur sesuai ekspektasinya.	Positif
$EVA < 0$	Perusahaan tidak mampu membayarkan kewajiban pada para penyandang dana atau kreditur sebagaimana nilai yang diharapkan ekspektasi <i>rate of return</i> tidak dapat tercapai.	Tidak dapat ditentukan, namun jika pun ada laba, tidak sesuai dengan yang diharapkan.

Dari uraian singkat diatas, dapat ditarik kesimpulan, bahwa pada dasarnya pendekatan EVA(Economic Value Added) berfungsi sebagai:

- Indikator tentang adanya penciptaan nilai dari sebuah investasi.
- Indikator kinerja sebuah perusahaan dalam setiap kegiatan operasionalnya ekonomisnya.
- Pendekatan baru dalam pengukuran kinerja perusahaan dengan memperhatikan secara adil para penyandang dana atau pemegang saham.

2.5.4. Keunggulan EVA

Adapun keunggulan EVA (*Economic Value Added*) adalah sebagai berikut:

1. Penilaian EVA (*Economic Value Added*) dimasa yang akan datang mengakibatkan perusahaan untuk lebih memperhatikan kebijakan struktur modal.
2. EVA (*Economic Value Added*) membantu manajemen puncak untuk memfokuskan kegiatan usaha mereka, yaitu memperoleh EVA setinggi mungkin agar para pemegang saham mendapatkan penghasilan yang maksimal. Fokus ini akan membantu mengurangi konflik yang terjadi antara pihak manajemen dengan pemilik perusahaan.
3. EVA memfokuskan penilaiannya pada nilai tambah dengan mempertimbangkan beban biaya modal sebagai konsekuensi investasi.
4. EVA dapat digunakan secara mandiri tanpa membutuhkan data pembandingan seperti standar industri atau perusahaan sejenis.
5. Penggunaan EVA meminimalisir terjadinya *misleading* dalam membuat kesimpulan atas kondisi perusahaan yang sesungguhnya, karena adanya pertimbangan atas tingkat pertumbuhan usaha dan faktor penghambat bagi investor untuk memperoleh devidend.

2.5.5. Kelemahan EVA

Dengan berbagai keunggulannya EVA juga mempunyai beberapa kelemahan. Pertama, EVA hanya menggambarkan penciptaan nilai pada suatu tahun tertentu. Seperti telah disinggung dimuka, nilai suatu perusahaan adalah

merupakan akumulasi EVA selama umur perusahaan. Dengan demikian bisa saja suatu perusahaan mempunyai EVA pada tahun berlalu yang positif tetapi nilai perusahaan tersebut rendah karena EVA dimasa datang yang negatif.

Dengan demikian, dalam menggunakan EVA untuk menilai kinerja kita harus melihat EVA masa kini dan masa datang.

Jadi kelemahan yang dimiliki EVA adalah :

- a. EVA hanya mengukur hasil akhir (*result*), tidak mengukur aktivitas-aktivitas penentu seperti loyalitas dan tingkat resensi konsumen.
- 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.
- c. EVA tergantung transparansi internal. Kenyataannya perusahaan kurang transparan dalam mengemukakan kondisi internalnya.

2.5.6. Perhitungan EVA (*Economic Value Added*)

Langkah-langkah yang digunakan dalam menghitung EVA (*Economic Value Added*) secara lebih detail adalah sebagai berikut (Mike Roussana, 1997):

a. Menghitung Biaya Hutang

Biaya hutang (*cost of debt*) atau K_d merupakan *rate* yang harus dibayar perusahaan didalam pasar pada saat ini untuk mendapatkan hutang jangka panjang baru. Perusahaan memiliki beberapa paket surat hutang dengan beban bunga yang beragam dan cara tepat menghitungnya adalah secara tertimbang

(*Weight*). Adanya pembayaran bunga oleh perusahaan akan mengurangi besarnya pendapatan kena pajak (PKP), maka K_d harus dikoreksi dengan faktor tersebut $(1-t)$ dengan t = tingkat pajak yang dikenakan. Berdasarkan Undang-Undang perpajakan pada periode penelitian laba perusahaan sebelum pajak (*earning before tax*) akan dikenakan pajak progresif sebesar 10 %, 15%, 30 %. Sehingga dapat dirumuskan menjadi :

$$K_d = \frac{\text{Biaya bunga tahunan}}{\text{Total Hutang Jangka Panjang}}$$

Menurut Brigham, (2001) biaya hutang berasal dari biaya hutang setelah pajak, $K_d (1-t)$. Biaya hutang ini merupakan biaya yang relevan dari hutang baru, mengingat kemampuan bunga mengurangi pajak digunakan untuk menghitung biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). Perhitungan ini sama dengan K_d dikalikan dengan $(1-t)$, dimana T merupakan tarif pajak marginal perusahaan.

$$\begin{aligned} \text{Biaya komponen hutang setelah pajak} &= \text{Suku bunga} - \text{Penghematan pajak} \\ &= K_d - K_d T \\ &= K_d (1-T) \end{aligned}$$

Alasan penggunaan biaya hutang setelah pajak dalam menghitung biaya modal rata-rata tertimbang adalah sebagai berikut. Nilai saham perusahaan, yang ingin kita maksimumkan, bergantung pada arus kas setelah pajak. Karena bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan, maka bunga menghasilkan penghematan pajak yang mengurangi biaya hutang bersih, yang membuat biaya hutang setelah pajak lebih kecil dari biaya hutang sebelum pajak. Biaya hutang adalah suku bunga atas hutang baru, bukan atas hutang

yang masih beredar, dengan kata lain biaya yang kita perlukan adalah biaya hutang *marjinal*.

b. Menghitung Biaya Modal Sendiri.

Biaya modal sendiri sering disebut *cost of equity* atau Ke. Bila para investor menyerahkan dananya berupa equity kepada perusahaan mereka berhak untuk mendapatkan pembagian deviden dimasa mendatang sekaligus berkedudukan sebagai pemilik parsial dari perusahaan tersebut. Besarnya deviden tidak ditentukan pada saat investor menyerahkan dananya, akan tetapi bersifat tidak tentu tergantung kinerja perusahaan tersebut dimasa datang. Hal ini sangat berbeda dengan modal hutang karena sudah ada kepastian tingkat bunga yang disetujui. Untuk menghitung Ke perlu pendekatan berdasarkan nilai pasar yang berlaku dan bukan nilai buku.

Menurut Brigham dan Gapenski (1996) ada tiga metode pendekatan untuk menentukan nilai Ke antara lain:

1. CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)

Model yang populer adalah penetapan harga aktiva modal atau CAPM .

Metode tersebut dapat dirumuskan:

$$\begin{aligned} K_e &= \text{Risk free rate} + \text{Risk premium} \\ &= K_{rf} + \beta I (K_{rm} - K_{rf}) \end{aligned}$$

Model ini melihat tingkat hasil yang diharapkan investor dengan rumus

K_{rf} = tingkat hasil pengembalian bebas resiko (*risk free rate*), K_{rm} =

tingkat hasil pengembalian yang diharapkan dipasar, dan βI = koefisien

Beta saham yang merupakan Indeks resiko saham perusahaan ke i.

Komponen biaya ekuitas:

a. *Risk Free rate = K_{rf}*

Adalah tingkat bunga bebas resiko. Dimana penanaman modal pada instrumen bisnis yang mempunyai tahun bunga bebas resiko. Ini akan dapat dipastikan memperoleh keuntungan seperti yang diharapkan. Sebagai ukuran dipakai tingkat suku bunga obligasi dalam hal ini adalah Sertifikat bank Indonesia. Data ini diperoleh dari jurnal statistik keuangan dan pasar modal.

b. *Market Return = K_{rm}*

Adalah tingkat keuntungan portfolio pasar atau nilai keseluruhan pasar. Sebagai pengukur dipakai tingkat keuntungan rata-rata seluruh kesempatan investasi yang tersedia di indeks pasar. Indeks pasar yang dipakai adalah Indek Harga Saham Gabungan(IHSG). Data diperoleh dari *Capital Market Direktory (CMD)* . Cara memperolehnya adalah dengan mengumpulkan nilai IHSG bulanan . Kemudian dihitung sebagai berikut:

Return pasar(K_{rm}) = (Indeks bulan i – indeks bulan $i-1$) / indeks bulan $i-1$

c. Beta = β

Beta suatu saham adalah suatu ukuran volatilitas saham tersebut terhadap rata-rata pasar saham. Hal tersebut mencerminkan resiko pasar sebagai lawan resiko spesifik perusahaan yang dapat dikurangi dengan diversifikasi. Historical beta ini diperoleh dengan melakukan regresi linier antara tingkat pengembalian (*stock return*) saham atau excess return

saham yang akan dicari nilai beta terhadap *excess return portfolio* pasar/ indeks pasar(dalam hal ini indeks yang digunakan adalah IHSG).

$$Y = \beta \cdot X$$

Dimana:

$$Y = \text{excess return saham individual (Kri - Krf)}$$

$$X = \text{excess return portfolio pasar (Krm - Krf)}$$

Yang dimaksud *excess return* adalah selisih antara tingkat keuntungan dengan tingkat bebas resiko.

2. Discounted Cash Flow Model (DCF)

Model ini melihat K_e sebagai nilai dividen atau harga saham ditambah dengan prosentase pertumbuhan dari dividen tersebut (asumsi pertumbuhan konstan), dimana:

$g = b(r)$, b atau *retention ratio* diperoleh = $(1 - \text{Payout ratio})$, $D_1 = D_0(1+g)$, P_0 = harga saham periode ke 0, r = rate of return

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

$$K_e = \text{Dividen Yield} + b(r)$$

Ratio antar D_1 dan P_0 dikenal sebagai *Dividend Yield*.

3. Bond Yield Plus Risk Premium Approach

Memperkirakan tingkat *return* yang akan diperoleh dengan menambahkan premi resiko pada obligasi, dimana *company bond yield* diperoleh dari perusahaan yang memiliki obligasi (K_d) dan *risk premium* pada pendekatan ketiga ini adalah premi yang diharapkan melebihi nilai

bond yield perusahaan (K_d) dengan maksud menarik investor untuk investasi pada obligasi yang lebih beresiko.

$$K_e = \text{Company own bond Yield} + \text{Risk Premium}$$

c. Menghitung Struktur Permodalan dari Neraca

Keputusan mengenai struktur modal menurut Brigham dan Gapenski adalah hal yang sangat penting dalam menghitung biaya rata-rata tertimbang dari modal. Adanya perubahan struktur modal perusahaan akan mempengaruhi resiko yang terkandung pada saham biasa perusahaan yang pada akhirnya mempengaruhi harga saham dan biaya laba yang ditahan. Kebijakan mengenai struktur modal melibatkan *trade off* antar resiko dan tingkat pengembalian. Resiko yang makin tinggi akibat membesarnya hutang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. Perusahaan dengan menetapkan struktur modal yang optimal akan menghasilkan keseimbangan antara resiko dan tingkat pengembalian sehingga akan memaksimumkan harga saham. Faktor yang mempengaruhi keputusan sehubungan dengan struktur modal, di antaranya:

1. Risiko bisnis perusahaan yang terkandung pada aktiva perusahaan jika tidak menggunakan hutang.
2. Posisi pajak perusahaan. Perusahaan menggunakan hutang dalam operasionalnya karena biaya bunga yang dibayarkan dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak (*tax deductible*) sehingga menurunkan biaya hutang sesungguhnya.

3. Fleksibilitas keuangan yang merupakan kemampuan untuk menambah modal dengan persyaratan yang masuk akal.

Struktur permodalan yang dipakai adalah proporsi hutang dan proporsi modal sendiri dalam bentuk prosentase dari jumlah hutang dan modal sendiri.

Proporsi hutang (WD) diperoleh dengan membagi utang perusahaan dengan jumlah utang dan modal sendiri kemudian dikalikan 100%.

$$WD = \frac{D}{(D + E)} \times 100\%$$

Proporsi ekuitas(WE) diperoleh dengan membagi modal sendiri dengan jumlah hutang dan modal sendiri.

$$WE = \frac{E}{(D + E)} \times 100\%$$

d. Menghitung NOPAT

Net Operating Profit After Tax (NOPAT) atau laba operasi bersih setelah pajak merupakan penyesuaian dari laba setelah pajak. Besar laba operasi setelah pajak tidak memberi dampak pada profitabilitas ataupun resiko dari bisnis yang sekarang. Dengan kata lain baik perusahaan dibiayai dengan hutang maupun dengan modal sendiri nilai NOPAT-nya akan identik. *Net Operating After Tax* sama dengan laba bersih/*Earnings After Tax* (EAT) yang dijumlahkan dengan *Interest After Tax* (IAT). Pada perhitungan NOPAT ini diasumsikan telah dilakukan penyesuaian-penyesuaian dengan menambahkan perubahan periodik ekuivalen ekuitas pada laba (Ruky,1997). Hal ini

disebabkan tidak tersedianya cukup data dan waktu serta kendala rumitnya untuk mendapatkan faktor-faktor penyesuaian lainnya.

Sehingga dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{NOPAT} = \text{EAT} + \text{IAT}.$$

EAT = Laba bersih (*Earnings After Tax*).

IAT = *Interest After Tax*.

e. Menghitung Tingkat Pengembalian (r)

Tingkat pengembalian atau *r (rate of return)* merupakan tingkat pengembalian yang digunakan untuk menilai kinerja perusahaan, yang diukur melalui produktivitas modal. Perhitungan tingkat pengembalian (*r*) menggunakan pendekatan laba bersih operasi setelah pajak (NOPAT) dibagi modal yang ditanamkan.

$$r = \frac{\text{NOPAT}}{\text{capital}}$$

f. Menghitung biaya modal rata-rata tertimbang (C*)

Perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*) atau *C** menggunakan penjumlahan hasil kali antara bobot tertimbang atas komponen hutang dan komponen modal ekuitas perusahaan dari keseluruhan struktur modal perusahaan dengan prosentase biaya hutang dan biaya modal ekuitas yang perumusannya sebagai berikut:

$$\text{WACC} = K_d \times (1-T) \times W_d + K_e \times W_e$$

T = Pajak yang dikenakan pemerintah pada perusahaan.

K_d = Biaya hutang

K_e = Biaya modal sendiri

W_d = Proporsi hutang

W_e = Proporsi modal sendiri

g. Menghitung EVA (*Economic Value Added*)

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - c^* \times \text{capital} \quad \text{atau} \quad \text{EVA} = (r - c^*) \times \text{Capital}$$

r = Tingkat pengembalian

c^* = Biaya rata-rata tertimbang

Capital = merupakan jumlah dana yang tersedia bagi perusahaan untuk membiayai usahanya, yang merupakan penjumlahan dari total hutang dan modal saham.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada tahun 2001. Sedangkan sampel penelitian adalah perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ 45 pada tahun 2001.

3.2 Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta. Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi:

1. Daftar perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45 pada tahun 2001.
2. Laporan keuangan (*annual report*) yang diterbitkan, meliputi laporan Laba Rugi, laporan Neraca, dan laporan Arus Kas.
3. Deviden Yield, dan Deviden Payout ratio.
4. Harga penutupan saham tahun 2000 dan 2001.

3.3 Metode Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan dengan metode survey terhadap data-data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta. Data dikumpulkan juga dari Indonesia Capital Market Directory, JSX monthly, dan melalui website www.jsx.co.id.

3.4 Penghitungan Variabel Penelitian

Variabel-Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. RoR (*Rate of Return*)
2. ROI (*Return On Sales*)
3. ROE (*Return On Equity*)
4. Operating Cash Flow
5. EVA (*Economic Value Added*)

3.4.1. RoR (*Rate of Return*)

Dalam penelitian ini variabel dependennya adalah tingkat pengembalian investasi (rate of return) yaitu capital gain dan dividen yield. Untuk menghitung rate of return (ROR) digunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{ROR} = [(P1 - P0 + \text{Div}) / P0] \times 100 \%$$

Dimana :

ROR = tingkat pengembalian investasi

P1 = harga sekuritas pada akhir periode 1

P0 = harga sekuritas pada awal periode 0

Div = deviden Yield selama periode tersebut

3.4.2. ROI (*Return Of Investment*)

ROI termasuk dalam variabel independen. ROI dihitung dengan membagi laba bersih atau earning after tax (EAT) dengan total aktiva. Formula yang digunakan untuk menghitung ROI adalah sebagai berikut :

$$\text{ROI} = \text{EAT} / \text{Total Aktiva}$$

3.4.3. ROE (*Return On Equity*)

ROE termasuk dalam variabel independen. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba berdasarkan modal tertentu. ROE dihitung dengan membagi laba bersih atau earning after tax (EAT) dengan total ekuitas.

Formula yang digunakan untuk menghitung ROE adalah sebagai berikut :

$$\text{ROE} = \text{EAT} / \text{Total Ekuitas}$$

3.4.4. OCF (*Operating Cash Flow*)

Operating Cashflow termasuk dalam variabel independen. Variabel operating cash flow diukur berdasarkan nilai operating cashflow yang tersaji dalam laporan arus kas. Operating cashflow dapat diambil dari laporan arus kas, yang merupakan salah satu unsur dalam laporan keuangan.

3.4.5. EVA (*Economic Value Added*)

EVA termasuk dalam variabel independen. Langkah-langkah dalam perhitungan EVA :

a. Menghitung biaya hutang (Kd).

$$Kd = \frac{\text{Biaya bunga tahunan}}{\text{Total hutang jangka panjang}}$$

$$Kd^* = Kd (1-T)$$

Kd* = biaya hutang setelah pajak

T = tingkat pajak yang dikenakan

b. Menghitung biaya modal sendiri(K_e).

Menggunakan pendekatan dividend yield ditambah tingkat pertumbuhan yang diharapkan. Formulasnya adalah :

$$K_e = \text{Dividen Yield} + g$$

$$K_e = \text{Dividen Yield} + (\text{plowback ratio} \times r)$$

$$K_e = \text{Dividen Yield} + [(1 - \text{Dividen Payout}) \times r]$$

K_e = Biaya modal sendiri

g = Tingkat pertumbuhan yang diharapkan

r = tingkat pengembalian

c. Menghitung struktur permodalan dari neraca.

Struktur permodalan yang dipakai adalah proporsi hutang dan proporsi modal sendiri dalam bentuk prosentase dari jumlah hutang dan modal sendiri.

Proporsi hutang (WD) diperoleh dengan:

$$WD = \frac{D}{(D + E)} \times 100 \%$$

Proporsi ekuitas(WE) diperoleh dengan:

$$WE = \frac{E}{(D + E)} \times 100 \%$$

d. Menghitung NOPAT

$$NOPAT = EAT + IAT.$$

EAT = Laba bersih (*Earnings After Tax*).

IAT = *Interest After Tax*.

e. Menghitung tingkat pengembalian (r)

Perhitungan tingkat pengembalian (r) menggunakan pendekatan laba bersih operasi setelah pajak (NOPAT) dibagi modal yang ditanamkan.

$$r = \frac{\text{NOPAT}}{\text{capital}}$$

f. Menghitung biaya modal rata-rata tertimbang (c*)

Dalam menghitung biaya modal rata-rata tertimbang (c*) menggunakan pendekatan WACC.

$$\text{WACC} = K_d \times (1-T) \times W_d + K_e \times W_e$$

K_d = Biaya hutang

K_e = Biaya modal sendiri

W_d = Proporsi hutang

W_e = Proporsi modal sendiri

T = Pajak yang dikenakan pada perusahaan

g. Menghitung EVA

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (c^* \times \text{Capital})$$

NOPAT = Net Operating After Tax

c^* = Biaya rata-rata tertimbang

Capital = merupakan jumlah dana yang tersedia bagi perusahaan untuk membiayai usahanya, yang merupakan penjumlahan dari total hutang dan modal saham.

3.5 Hipotesis

Hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini :

Ho : Tidak ada pengaruh antara Rate of Return dengan Penilaian kinerja (ROI, ROE, OCF, EVA).

H1 : Ada pengaruh antara Rate of Return dengan ROI

H2 : Ada pengaruh antara Rate of Return dengan ROE

H3 : Ada pengaruh antara Rate of Return dengan OCF

H4 : Ada pengaruh antara Rate of Return dengan EVA

3.6. Metode Analisis Data

3.6.1. Model Analisis

Model analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis yang dirumuskan adalah regresi linier berganda. Formula untuk menghitungnya adalah sebagai berikut

$$\text{ROR} = a + b_1\text{ROI} + b_2\text{ROE} + b_3\text{OCF} + b_4\text{EVA}$$

Dimana :

ROR = Rate of Return

ROI = Return on Investment

ROE = Return on Equity

OCF = Operating Cash Flow

EVA = Economic Value Added

a = intersep (konstanta)

b₁,b₂,b₃,b₄ = koefisien variabel bebas

e = error

Tingkat keyakinan yang digunakan dalam pengujian ini adalah 0.90 atau α 0.10. Hal ini menunjukkan bahwa bila nilai probabilitas t lebih kecil dari 0.10, maka dinyatakan signifikan pada taraf kesalahan 10 %. Ini berarti bahwa variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen sebesar nilai koefisien regresi masing-masing variabel bebas. Model pengujian statistik regresi linear berganda dilakukan dengan menggunakan software SPSS 11.

3.6.2. Uji asumsi klasik

Model regresi yang digunakan akan benar-benar menunjukkan hubungan yang signifikan dan representatif jika model regresi tersebut memenuhi asumsi dasar klasik regresi. Jadi sebelum dilakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinieritas, dan uji heterokedastisitas.

3.6.2.1. Uji normalitas

Untuk menguji data yang berdistribusi normal akan digunakan alat uji normalitas, yaitu one sample Kolmogorov-Smirnov. Data dikatakan berdistribusi normal jika signifikansi variabel dependen memiliki nilai signifikansi lebih dari 10 %. Data penelitian yang baik adalah yang berdistribusi secara normal.

3.6.2.2. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk menguji adanya korelasi internal diantara anggota- anggota dari serangkaian pengamatan yang tersusun dalam rangkaian ruang dan waktu. Penyebab korelasi kemungkinan adalah adanya kesalahan dalam penyusunan model, sehingga model harus diperbaiki. Salah satu cara untuk

menguji autokorelasi adalah dengan uji statistik Durbin Watson. Ketentuannya adalah sebagai berikut (Algifari, 2000) :

TABEL 3.1
TABEL DURBIN WATSON

Durbin Watson	Kesimpulan
Kurang dari 1,08	Ada autokorelasi
1,08 – 1,66	Tanpa kesimpulan
1,66 – 2,34	Tidak ada autokorelasi
2,34 – 2,92	Tanpa kesimpulan
Lebih dari 2,92	Ada korelasi

3.6.2.3. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (Ghozali, 2002). Pada model yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antar variabel bebas. Cara mendeteksi multikolinieritas yaitu (Ghozali, 2002) :

- a. Dengan menganalisa matrik korelasi antar variabel bebas. Jika matrik antar variabel bebas mempunyai korelasi yang tinggi (umumnya diatas 0,90) maka terdapat indikasi terjadinya multikolinieritas.
- b. Dengan melihat colinierity statistic yaitu nilai tolerance dan nilai variance inflation factor (VIF). Secara umum nilai tolerance yang dipakai adalah 0,10 atau sama dengan nilai VIF diatas 10. Jika nilai VIF

dibawah 10 maka diantara variabel bebas tidak terdapat indikasi terjadinya multikolinieritas.

3.6.2.4. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas dilakukan untuk melihat apakah ada data yang menyimpang terlalu jauh (outlayer). Ada tidaknya heterokedastisitas dilihat dari nilai signifikansi untuk masing-masing variabel independen. Jika variabel independen signifikan secara statistik (lebih kecil dari $\alpha = 10\%$) terhadap nilai residual yang diperlakukan sebagai variabel dependen, maka variabel independen tersebut menunjukkan adanya heterokedastisitas, dan demikian pula sebaliknya.

3.6.3. Uji Model Regresi

Uji model dilakukan untuk memastikan bahwa model penelitian yang telah dirumuskan dapat diterapkan dalam penelitian ini. Uji model dilakukan dengan menggunakan statistik F, dimana hasil signifikansi dari F hitung harus dibawah tingkat signifikansi alpha yang ditetapkan, yaitu 10 %. Jika signifikansi dari F hitung lebih besar dari 0,1 maka model tidak bisa digunakan untuk memprediksi ROR.