

4.2 UJI ASUMSI KLASIK .....	32
4.2.1 Uji Normalitas .....	32
4.2.2 Uji Heteroskedasitas .....	33
4.2.3 Uji Autokorelasi .....	34
4.2.4 Uji Multikolinearitas .....	35
4.3 HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS .....	35
4.3.1 Analisa Uji Hipotesis Pertama .....	35
4.3.2 Analisis Uji Hipotesis Kedua .....	37
<b>BAB V PENUTUP</b> .....	39
5.1 SIMPULAN .....	39
5.2 KETERBATASAN .....	40
5.3 KONTRIBUSI DAN IMPLIKASI PENELITIAN SELANJUTNYA .....	40
<b>DAFTAR PUSTAKA</b> .....	42



## **2. *Certainty Equivalent Approach***

Dalam pendekatan ini penyesuaian nilai resiko disesuaikan langsung terhadap arus kas yang diperkirakan terjadi di masa yang akan datang. Dengan mengurangi arus kas yang diharapkan yang mengandung ketidakpastian menjadi arus kas yang pasti sebenarnya. Dalam keadaan kepastian, tingkat diskonto bebas resiko (*risk-free rate*) harus digunakan dalam mendiskonto arus kas yang ekuivalen mempunyai kepastian. Pengambilan keputusan dalam metode ini adalah dengan melihat *certainty-equivalent NPV*. Apabila nilainya lebih besar dari pada nol maka usul investasi diterima, dan sebaliknya jika nilainya lebih kecil dari nol maka usul investasi ditolak.

## **3. *Risk Adjusted Discount Rate Approach***

Pada pendekatan *Risk adjusted Discount Rate (RADR)* unsur resiko tidak dimasukan secara langsung ke dalam arus kas yang diharapkan, tetapi secara langsung dimasukan ke dalam tingkat diskonto yang merupakan penyebut (*denominator*) pada formula NPV. Dalam metode ini tingkat diskonto disesuaikan untuk mengimbangi resiko. Apabila suatu proyek memiliki resiko yang besar, maka diperlukan *return* yang besar pula untuk mengimbangi resiko yang besar tersebut. Oleh karena itu, semakin besar tingkat resiko dalam proyek akan semakin besar tingkat diskonto yang digunakan. Hal tersebut mengakibatkan semakin kecilnya nilai NPV pada proyek-proyek yang beresiko tinggi.

## **4. *Sensitivity Analysis***

dalam data *cash flow*. Dalam Kaplan dan Ruback (1995) secara teknis dihitung sebagai berikut:

$$\begin{array}{r}
 \text{EBIT} \\
 - \text{Corporate tax [=(EBIT - interest) x tax rate]} \\
 + \text{Depreciation} \\
 + \text{Amortization} \\
 - \text{Change in net working capital} \\
 - \text{Capital expenditure} \\
 + \text{After-tax asset sales} \\
 \hline
 = \text{Capital Cash Flows}
 \end{array}$$

Perhitungan dengan *EBIT Path* seharusnya menghasilkan CCF yang sama dengan *NI Path*. Akan tetapi, pada prakteknya *NI Path* biasanya lebih mudah dan lebih akurat daripada *EBIT path*. Keuntungan utama *NI Path* adalah penggunaan peramalan pajak perusahaan yang seharusnya mencakup keadaan khusus perusahaan. Pajak jarang sama pada *marginal tax rate* dikalikan *taxable income*. *EBIT Path* melibatkan estimasi pajak, biasanya dengan mengasumsi tingkat rata-rata pajak yang konstan. Hal ini mengabaikan keadaan khusus perusahaan dan kemungkinan menambah sumber kesalahan.

### 2.1.3 Free Cash Flow

Model penilaian *free cash flow* menilai operasi inti (*core operation*) perusahaan dengan *forecasting* dan mendiskonto *expected free cash flow* dan menambah atau mengurangi dengan elemen lain pada *economic Balance sheet* yang sesuai dengan nilai ekuitas (Soffer dan Soffer, 2003). Pertama kali yang dilakukan untuk melakukan *forecasting* terhadap arus kas bebas adalah dengan arus kas bebas secara historis. Hal tersebut dilakukan karena penilaian secara historis memberikan kerangka acuan untuk membangun *forecast*. Namun

*lower discount rate* terhadap aliran arus kas bebas (Soffer dan Soffer, 2003). Metode APV mendiskonto arus kas bebas pada biaya modal dan ditambah nilai dari *leverage* untuk mendapatkan nilai dari operasi inti perusahaan (*core operation*).

Untuk memahami model APV diperlukan pemahaman mengenai Modigliani-Miller Proposition (MM) pada struktur modal yang tidak relevan (Soffer dan Soffer, 2003). MM memberikan argumen bahwa tidak adanya pajak, biaya dari *financial distress*, atau efek operasi dari *leverage* akan menyebabkan nilai dan biaya atas modal bersifat independen pada struktur modal. Meskipun demikian, jika salah satu dari komponen di atas ditemukan maka *leverage* dapat mempengaruhi nilai dan biaya terhadap modal dan hubungannya sangat dekat. Model penilaian APV menggunakan nilai dari *leverage* secara langsung.

Nilai dari *leverage* pada intinya diperoleh dari perbedaan perlakuan pajak pada hutang dan ekuitas modal serta bergantung pada kombinasi dari *marginal corporate tax rate*, *marginal tax rate* pada pengurangan bunga personal dan *marginal tax rate* personal yang dipengaruhi *equity*.

#### **2.1.5 Hubungan FCF dan CCF**

*Free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan pada pemegang saham atau kreditor yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap (Ross et. al, 2000). Pada keadaan ini arus kas bebas juga dapat menimbulkan konflik keagenan (Ali dan Askam, 2002). Dalam teori keagenan, konflik ini disebut *conflict of interest* yang akan menimbulkan masalah keagenan antara manager dan *shareholder* jika pengelolaan resiko dipisahkan

nilai perusahaan, perusahaan akan membuat variasi jumlah hutang dalam setiap periodenya. (Ihwan, 2004).

Dalam praktek, kebijakan hutang yang dilakukan perusahaan sangat mempengaruhi metode penilaian perusahaan itu sendiri. Assumsi *fixed debt* akan menjadi lebih baik jika kebijakan hutang yang diterapkan dalam *forecast* dan memperhatikan perubahan nilai. Pada kondisi tersebut maka metode APV akan lebih akurat dalam menilai perusahaan. Namun, jika hutang perusahaan cenderung meningkat seiring dengan ekspansi perusahaan maka asumsi proposional akan lebih baik. Dengan kata lain pada kondisi tersebut metode CCF akan lebih akurat menilai perusahaan.

Metode CCF dan APV memiliki hubungan yang sangat dekat. APV secara umum dihitung dari jumlah *operating cash flow* yang didiskonto dengan *cost of assets* dan ditambah *interest tax shields* yang didiskonto pada *cost of debt*. Pada metode APV *interest tax shields* didiskonto dengan *cost of debt*, sedangkan pada metode CCF *interest tax shields* didiskonto pada *cost of assets* (Ihwan, 2004). Metode APV akan menghasilkan nilai yang lebih besar daripada metode CCF karena memperlakukan *interest tax shields* lebih tidak berisiko (Ruback, 2002)

## 2.2 RUMUSAN HIPOTESIS

Mengacu pada kajian pustaka di atas, memunculkan hipotesis yang berhubungan dengan kemampuan FCF dan CCF dalam menilai perusahaan  
Hipotesis alternatif penelitian yang diajukan untuk menunjukkan ada tidaknya

*capital* (Soffer dan Soffer, 2003). Dalam metode CCF digunakan *capital cash flow* untuk mendiskonto arus kas. (Kaplan dan Ruback, 1995). Dari literatur tersebut, penulis menggunakan *Net Present Value* (NPV) yang disesuaikan dengan faktor resiko sebagai variabel tergantung. Penyesuaian dilakukan dengan menggunakan *risk-adjusted discount rates* (RADRs) yang dimasukkan dalam perhitungan NPV dari arus kas. Metode NPV memasukan unsur resiko dalam *discount rate* yang merupakan refleksi dari resiko dari arus kas (Benninga dan Saring, 1997). Di samping itu, penggunaan RADRs lebih praktis digunakan (Gitman, 2000). Rumus yang digunakan adalah rumus NPV yang digunakan oleh Benninga dan Saring (1997) sebagai berikut:

$$NPV = \sum_{t=0}^T \frac{E(CF_t)}{(1 + r_t + \pi_t)^t}$$

**Notasi:**

NPV = *Net Present Value* yang menunjukkan nilai perusahaan.

$E(CF_t)$  = *Expected value* dari arus kas pada waktu t

$\pi_t$  = *Risk premium* yang sesuai dengan resiko dari  $CF_t$

$r_t$  = *Risk free rate* pada waktu t

Nilai  $(r_t + \pi_t)$  merupakan nilai RADRs (Benninga dan Saring, 1997). Besarnya *risk premium* ditentukan sebesar 8 %. Besarnya *risk premium* tersebut sesuai dengan yang dilakukan oleh Ihwan (2004) dan Ruback (2002).

**3.2.2 Variabel Independent.**