

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Kajian Pustaka

Kajian pustaka merupakan kegiatan mendalami, mencermati, menelaah dan mengidentifikasi pengetahuan-pengetahuan. Kajian ini akan memuat teori-teori, hasil penelitian yang telah diteliti oleh peneliti lain dan publikasi umum yang berhubungan dengan masalah-masalah penelitian atau mengemukakan beberapa teori yang relevan dengan variabel-variabel penelitian (Suharsimi Arikunto, 2010, 58).

2.1.1 Manajemen

Pengaturan sebuah perusahaan atau organisasi dilakukan melalui proses dan diatur berdasarkan urutan dari fungsi-fungsi manajemen. Manajemen berasal dari kata *to manage* yang mengandung arti mengatur. Pengaturan dilakukan melalui suatu proses atau kegiatan yang tersusun untuk mewujudkan tujuan yang direncanakan.

Manajemen melibatkan aktivitas-aktivitas koordinasi dan pengawasan terhadap pekerjaan orang lain, sehingga pekerjaan tersebut dapat diselesaikan secara efisien dan efektif (Stephen P. Robbins dan Mary Coulter yang dialih bahasakan oleh Bob Sabran, 2010, 7).

Dengan kata lain, manajemen adalah pencapaian tujuan-tujuan organisasional secara efektif melalui perencanaan, pengelolaan, kepemimpinan, dan pengendalian. Definisi ini mempunyai dua pemikiran penting mengenai: (1) keempat fungsi

perencanaan, pengelolaan, kepemimpinan dan pengendalian, (2) pencapaian tujuan-tujuan organisasional secara efektif dan efisien (Richard L. Daft yang dialih bahasakan Tita Maria Kanita, 2010, 7).

Berdasarkan pendapat di atas, dapat disimpulkan bahwa manajemen merupakan kegiatan perencanaan, pengorganisasian, pengarah dan pengendalian dalam memanfaatkan sumber daya yang dimiliki secara efektif dan efisien guna mencapai tujuan yang telah ditentukan oleh suatu organisasi.

2.1.2 Manajemen Keuangan

Manajemen keuangan mengalami perkembangan mulai dari pengertian manajemen yang hanya mengutamakan aktivitas memperoleh dana saja sampai dengan mengutamakan aktivitas memperoleh dan menggunakan dana serta pengelolaan terhadap aktiva. Khususnya penganalisisan sumber dana dan penggunaannya untuk merealisasikan keuntungan maksimum bagi perusahaan tersebut.

Manajemen keuangan membicarakan pengelolaan keuangan, yang pada dasarnya dapat dilakukan baik oleh individu, perusahaan, maupun pemerintah. Manajemen keuangan dalam suatu organisasi adalah pengaturan kegiatan keuangan. Manajemen keuangan adalah pemeliharaan dan penciptaan dari nilai ekonomi atau kekayaan (Arthur J keown yang dialih bahasakan oleh Marcus Prihminto Widodo, 2010, 35).

Manajemen keuangan (*financial management*) berkaitan dengan perolehan asset, pendanaan, dan manajemen asset dengan didasari beberapa tujuan umum, jadi

fungsi keputusan dalam manajemen keuangan dapat dibagi menjadi tiga area utama yaitu investasi, pendanaan, dan manajemen asset (James C. Van Horne dan John M, Wachowics dialih bahasakan oleh Quratul'ain Mubarakah, 2012, 2).

Manajemen keuangan juga dapat diartikan sebagai ilmu yang membahas tentang prinsip-prinsip pengelolaan keuangan, yaitu tentang cara perusahaan memperoleh dan mengalokasikan dana yang dikenal dengan keputusan pendanaan, tentang cara perusahaan menguji kelayakan suatu investasi yang disebut dengan keputusan investasi dan kebijakan tentang pemberian dividen kepada pemegang saham atau yang disebut dengan keputusan dividen.

Fungsi utama dalam manajemen keuangan terdiri dari tiga keputusan (Martono dan Agus Harjito, 2010, 4), yaitu :

1. Keputusan investasi (*investment decision*) adalah keputusan terhadap aktiva apa yang akan dikelola oleh perusahaan. Keputusan investasi ini merupakan keputusan yang paling penting di antara ketiga bidang keputusan tersebut. Hal ini karena keputusan investasi ini berpengaruh secara langsung terhadap besarnya rentabilitas investasi dan aliran kas perusahaan untuk waktu-waktu yang akan datang. Rentabilitas investasi (*return in investment*) merupakan kemampuan perusahaan memperoleh laba yang dihasilkan dari suatu investasi.
2. Keputusan pendanaan (*financing decision*) adalah keputusan terhadap pasiva apa yang akan dikelola oleh perusahaan. Keputusan pendanaan menyangkut beberapa hal, yaitu :

- a. Keputusan mengenai penetapan sumber dana yang diperlukan untuk membiayai investasi.
 - b. Penetapan tentang perimbangan pembelanjaan yang terbaik atau sering disebut struktur modal yang optimum. Struktur modal optimum merupakan perimbangan hutang jangka panjang dan modal sendiri dengan biaya modal rata-rata minimal.
3. Keputusan pengelolaan aktiva (*asset management decision*) adalah pengalokasian dana yang digunakan untuk pengadaaan dan pemanfaatan asset menjadi tanggung jawab manajer keuangan. Tanggung jawab tersebut menuntut manajer keuangan lebih memperhatikan pengelolaan aktiva lancar daripada aktiva tetap.

Manajemen keuangan mencakup keputusan di bidang investasi, pengelolaan aset dan pendanaan termasuk kebijakan deviden. Keputusan investasi dan pengelolaan aset membahas masalah-masalah yang terdapat pada sisi aktiva, yaitu aktiva lancar dan aktiva tetap, sedangkan keputusan pendanaan membahas unsur-unsur yang ada di sisi pasiva yang terdiri dari hutang dan modal sendiri.

2.1.3 Laporan Keuangan

Laporan keuangan menyediakan informasi keuangan mengenai suatu badan usaha yang akan dipergunakan oleh pihak-pihak berkepentingan sebagai bahan pertimbangan di dalam pengambilan keputusan-keputusan ekonomi.

Laporan keuangan menunjukkan beberapa lembar kertas dengan angka-angka yang tertulis di atasnya, tetapi penting juga memikirkan aset-aset nyata yang berada

di balik angka tersebut (Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto, 2013, 84).

Analisis laporan keuangan dari sudut pandang manajemen adalah untuk membantu mengantisipasi kondisi masa depan, yang lebih penting lagi adalah sebagai titik awal untuk merencanakan tindakan-tindakan yang akan memperbaiki kinerja di masa depan. Sementara itu, dari sudut pandang investor, peramalan masa depan adalah inti dari analisis keuangan yang sebenarnya (Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto, 2013, 133).

Berdasarkan definisi yang telah dikemukakan, dapat disimpulkan bahwa laporan keuangan merupakan media laporan yang menyajikan informasi yang akan digunakan oleh pihak-pihak berkepentingan posisi keuangan perusahaan, perubahan ekuitas, arus kas, dan informasi lain yang paling penting untuk menilai prestasi dan kondisi ekonomis suatu perusahaan karena menyajikan informasi mengenai posisi keuangan dan hasil-hasil yang telah dicapai perusahaan.

2.1.3.1 Tujuan Laporan Keuangan

Analisis laporan keuangan yang dilakukan, dimaksudkan untuk menambah informasi yang ada dalam suatu laporan keuangan (Kasmir, 2012, 11). Tujuan analisis laporan keuangan adalah sebagai berikut :

1. Memberikan informasi tentang jenis dan jumlah aktiva (harta) yang dimiliki perusahaan pada saat ini.
2. Memberikan informasi tentang jenis dan jumlah kewajiban serta modal yang dimiliki perusahaan pada saat ini.

3. Memberikan informasi tentang jenis dan jumlah pendapatan yang diperoleh pada suatu periode tertentu.
4. Memberikan informasi tentang jumlah biaya dan jenis biaya yang dikeluarkan perusahaan dalam suatu periode tertentu.
5. Memberikan informasi tentang perubahan-perubahan yang terjadi terhadap aktiva, pasiva dan modal perusahaan.
6. Memberikan informasi tentang kinerja manajemen perusahaan dalam suatu periode.
7. Memberikan informasi tentang catatan-cacatan atas laporan keuangan.

Dengan memperoleh keuangan suatu perusahaan, akan dapat diketahui kondisi keuangan perusahaan secara menyeluruh. Kemudian, laporan keuangan tidak hanya sekedar cukup dibaca, tetapi juga harus dimengerti dan dipahami tentang posisi keuangan perusahaan saat ini.

2.1.4 Kinerja Perusahaan

Di dalam dunia usaha yang berkompetisi secara global, perusahaan memerlukan kinerja yang tinggi. Kinerja merupakan hasil yang diperoleh oleh suatu organisasi atau perusahaan yang bersifat *profit oriented* atau *non profit oriented* yang dihasilkan selama satu periode waktu.

Salah satu informasi penting dari laporan keuangan yang sering digunakan investor dalam pengambilan keputusan investasi adalah kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan merupakan efektivitas organisasi secara menyeluruh untuk memenuhi kebutuhan yang ditetapkan dari setiap kelompok yang berkenaan dengan usaha-usaha

sistematik dan meningkatkan kemampuan organisasi secara terus menerus mencapai kebutuhannya secara efektif (Irham Fahmi, 2013, 3).

Kinerja menggambarkan mengenai tingkat pencapaian pelaksanaan suatu program kegiatan atau kebijakan dalam mewujudkan sasaran, tujuan, visi, dan misi perusahaan yang dituangkan melalui perencanaan strategis suatu perusahaan (Moeheriono, 2012, 95).

Kinerja perusahaan merupakan hasil dari banyak keputusan individual yang dibuat secara terus menerus oleh manajemen. Manajemen dapat berinteraksi dengan lingkungan internal maupun eksternal melalui informasi. Informasi tersebut lebih lanjut dituangkan atau dirangkum dalam laporan keuangan perusahaan. Dalam laporan keuangan menunjukkan perlu dilakukannya pengukuran kinerja perusahaan yang diharapkan dapat melipatgandakan kekayaannya, yang dapat dilihat dari kinerja keuangannya (Merdekawati Zahara dan Dwi Asih Haryanti, 2011, 44).

2.1.5 Pengukuran Kinerja Keuangan Perusahaan

Pada dasarnya pengukuran kinerja merupakan alat pengendali bagi perusahaan. Pengukuran kinerja digunakan perusahaan untuk melakukan perbaikan dan pengendalian atas kinerja operasionalnya agar dapat bersaing dengan perusahaan lain. Selain itu, melalui pengukuran kinerja perusahaan dapat dilakukan dengan memilih strategi yang akan dilaksanakan dalam mencapai tujuan perusahaan.

Pengukuran kinerja (*performance measurement*) adalah suatu proses penilaian tentang kemajuan pekerjaan terhadap tujuan dan sasaran dalam pengolahan sumber

daya manusia untuk menghasilkan barang dan jasa, termasuk informasi atas efisiensi serta efektivitas tindakan dalam mencapai tujuan perusahaan (Moeheriono, 2012, 96).

Kinerja keuangan merupakan suatu alat analisis yang dilakukan untuk melihat sejauh mana suatu entitas telah melaksanakan dengan menggunakan aturan–aturan pelaksanaan keuangan secara baik dan benar (Irham Fahmi, 2013, 4).

Kinerja keuangan suatu perusahaan dapat diartikan sebagai prospek atau masa depan. Perusahaan harus mempertahankan kelangsungan hidupnya melalui pencapaian kinerja keuangan yang maksimal dalam meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Suatu tujuan akan tercapai apabila perusahaan dikelola dengan baik sesuai dengan harapan yang telah ditetapkan oleh perusahaan. Salah satu caranya adalah dengan memanfaatkan keunggulan yang dimiliki perusahaan (Ibnu Ruslan Mughni dan Jubaedah, 2013, 1).

Tujuan manajemen adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Untuk mencapai tujuan ini, perusahaan harus memanfaatkan keunggulan dari kekuatan perusahaan dan secara terus menerus memperbaiki kelemahan-kelemahan yang ada. Salah satu caranya adalah mengukur kinerja keuangan dengan menganalisa laporan keuangan menggunakan rasio-rasio keuangan. Hasil pengukuran terhadap pencapaian kinerja dijadikan dasar bagi manajemen atau pengelola perusahaan untuk perbaikan kinerja pada periode berikutnya dan dijadikan landasan pemberian *reward* dan *punishment* terhadap manajer dan anggota organisasi. Pengukuran kinerja yang dilakukan setiap periode waktu tertentu sangat bermanfaat untuk menilai kemajuan yang telah dicapai perusahaan dan menghasilkan informasi yang sangat bermanfaat untuk pengambilan

keputusan manajemen serta mampu menciptakan nilai perusahaan kepada para *stakeholder*.

Apabila kinerja keuangan perusahaan menunjukkan adanya prospek yang baik, maka sahamnya akan diminati investor dan harganya akan meningkat. Dalam konsep investasi, *return* yang tinggi mempunyai risiko yang tinggi pula. Perusahaan yang kinerjanya sangat bagus pun sangat mungkin memiliki risiko tinggi jika dibandingkan kinerja yang sedang-sedang saja.

Pada dasarnya, pengukuran kinerja perusahaan dapat dikelompokkan dalam tiga kategori, yaitu: (1) *Earnings measures*, yang mendasarkan kinerja pada *accounting profit*. Termasuk dalam kategori ini adalah *earnings per share* (EPS), *return on investment* (ROI), *return on net assets* (RONA), *return on capital employed* (ROCE) dan *return on equity* (ROE) (2) *Cash flow measures*, yang mendasarkan kinerja pada arus kas operasi (*operating cash flow*). Termasuk dalam kategori ini adalah *free cash flow return on gross investment* (ROGI), *cash flow on investment* (CFROI), *total shareholder return* (TSR) dan *total business return* (TBR) (3) *Value measures*, yang mendasarkan kinerja pada nilai (*value based management*). Termasuk dalam kategori ini adalah *economic value added* (EVA), *market value added* (MVA), *cash value added* (CVA) dan *shareholder value* (SHV) (Helfert (2000) dalam Merderkawati Zahara dan Dwi Asih Haryanti (2011:44)).

2.1.6 Earnings Measures

Tujuan utama perusahaan adalah untuk memperoleh laba sehingga dapat menjamin kelangsungan hidup perusahaan. Keberhasilan suatu perusahaan bukan

hanya dilihat dari besarnya laba yang diperoleh atau dihasilkan oleh perusahaan, tetapi hal ini baru dihubungkan dengan jumlah modal yang digunakan untuk memperoleh laba yang dimaksud.

Perusahaan harus memperhatikan bukan hanya bagaimana usaha untuk memperbesar laba, tetapi yang lebih penting adalah usaha untuk meningkatkan profitabilitasnya. Berhubung dengan itu, maka bagi perusahaan pada umumnya berusaha lebih diarahkan untuk mendapatkan titik profitabilitas maksimal dari pada laba maksimal. Oleh karena itu, semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka mencerminkan semakin tinggi tingkat efisiensi perusahaan.

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Dengan demikian, bagi investor jangka panjang akan sangat berkepentingan dengan analisa profitabilitas ini misalnya bagi pemegang saham akan melihat keuntungan yang benar-benar akan diterima dalam bentuk dividen (Menurut Weston dan Copeland (1986) dalam Agus Sartono (2010:122)).

Profitabilitas dapat dikatakan sebagai rasio untuk mengukur efektifitas manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh besar kecilnya tingkat keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dengan penjualan maupun investasi. Semakin baik rasio profitabilitas maka semakin baik menggambarkan kemampuan tingginya perolehan keuntungan perusahaan (Irham Fahmi, 2013, 68).

Nilai pasar saham tergantung kepada perkiraan dari *expected return* dan risiko serta arus kas di masa mendatang. Penilaian dari arus kas ini merupakan proses dasar,

karena laporan keuangan tidak cukup menunjukkan aktivitas perusahaan di masa mendatang. Namun demikian, beberapa macam analisis profitabilitas yang didasarkan pada laporan keuangan, merupakan informasi yang berguna bagi manajer.

Tujuan utama dari pelaporan laba adalah memberikan informasi yang berguna bagi mereka yang paling berkepentingan dalam pelaporan keuangan. Pihak yang berkepentingan dalam pelaporan keuangan meliputi perusahaan, pemegang saham, kreditur, dan lain sebagainya. Salah satu tujuan dasar yang diasumsikan paling penting untuk semua pemakai laporan keuangan adalah kebutuhan untuk membedakan modal yang diinvestasikan dan laba antara saham dan arus kas. Sebagai bagian proses deskriptif dari akuntansi. Tujuan yang lebih spesifik mencakup :

1. Penggunaan laba sebagai pengukuran efisiensi manajemen.
2. Penggunaan angka laba historis untuk membantu meramalkan arah masa depan dari perusahaan atau pembagian dividen masa depan.
3. Penggunaan laba sebagai pengukuran pencapaian dan pedoman untuk keputusan manajerial masa depan.

Dengan demikian dapat dilihat bahwa perhitungan laba pada umumnya memiliki dua tujuan, yaitu :

- a. Tujuan internal yang berhubungan dengan usaha pimpinan untuk mengarahkan aktivitas perusahaan pada kegiatan yang menguntungkan. Informasi mengenai laba dapat digunakan oleh pimpinan untuk mengevaluasi aktivitas operasi perusahaan dalam periode yang lalu dan melakukan analisis guna memperbaiki agar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba meningkat.

- b. Tujuan eksternal yang ditujukan sebagai pertanggungjawaban manajemen kepada para pemegang saham atau investor, kreditor, untuk keperluan pajak, dan keperluan lainnya.

Dalam penelitian ini menggunakan pengukuran kinerja berdasarkan *earnings measures* yang diukur dengan *return on asset* (ROA). Hal ini karena ROA merupakan ukuran profitabilitas yang berkaitan langsung dengan kepentingan analisis kinerja keuangan perusahaan (Anthony Wijaya dan Nanik Linawati, 2015, 47).

2.1.6.1 Return on Asset (ROA)

Return on asset (ROA) atau sering diterjemahkan kedalam bahasa Indonesia sebagai rentabilitas ekonomi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari asset yang dipergunakan. ROA diukur dari laba bersih sebelum pajak (*earning before tax*) terhadap total assetnya yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam penggunaan investasi yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam rangka menghasilkan profitabilitas perusahaan. Rasio ROA ini sering digunakan manajemen untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan dan menilai kinerja operasional dalam memanfaatkan sumber daya yang dimiliki perusahaan, di samping perlu mempertimbangkan masalah pembiayaan terhadap aktiva tersebut.

Nilai ROA yang semakin mendekati 1, berarti semakin baik profitabilitas perusahaan karena setiap aktiva yang ada dapat menghasilkan laba. Dengan kata lain semakin tinggi nilai ROA maka semakin baik kinerja keuangan perusahaan tersebut. ROA yang negatif disebabkan laba perusahaan dalam kondisi negatif pula atau rugi, hal ini menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan secara keseluruhan

belum mampu untuk menghasilkan laba (Robert Ang (1997) dalam Anthony Wijaya dan Nanik Linawati (2015:46)).

Return on asset (ROA) merupakan salah satu rentabilitas yang penting untuk menilai prospek perusahaan di masa mendatang. Indikator ini sangat penting diperhatikan untuk mengetahui sejauh mana investasi yang akan dilakukan oleh investor di suatu perusahaan mampu menggambarkan sejauh mana kemampuan aset-aset yang dimiliki perusahaan bisa menghasilkan laba (Tandelilin, 2010, 62).

Return on asset (ROA) mengukur profitabilitas yang berkaitan dengan penjualan yang dihasilkan (Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto, 2013, 148). *Return on asset* (ROA) dapat dihitung sebagai berikut :

$$\text{Return on asset (ROA)} = \frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

Keterangan :

EAT = *Earning after tax* atau laba setelah pajak

Total Asset = Total aset

Teori menunjukkan bahwa kenaikan *return on asset* (ROA) berarti terjadi kenaikan laba bersih dari perusahaan yang bersangkutan. Kenaikan tersebut kemudian akan menaikkan harga saham. *Return on asset* (ROA) dianggap sebagai suatu ukuran efisiensi pengelolaan total *asset* (kekayaan) yang dimiliki perusahaan, jika rasio ini meningkat maka manajemen cenderung dipandang lebih efisien dari sudut total *asset* (kekayaan) yang dimiliki perusahaan.

2.1.7 *Cash Flow Measures*

Arus kas bersih mencerminkan kas yang dihasilkan oleh suatu usaha dalam tahun tertentu. Namun, fakta bahwa suatu perusahaan menghasilkan arus kas yang tinggi tidak selalu berarti kas yang dilaporkan di dalam neraca juga tinggi. Arus kas biasanya tidak digunakan untuk meningkatkan akun kas, melainkan digunakan untuk membayar dividen, menambah persediaan, mendanai piutang usaha, berinvestasi pada aset tetap, melunasi utang, dan membeli kembali saham biasa (Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto, 2013, 97).

Faktor-faktor penting yang mempengaruhi saldo kas suatu perusahaan, antara lain :

1. Jika hal lain dianggap konstan, arus kas bersih positif akan menambah kas di bank. Namun, hal-hal lain umumnya tidak dianggap konstan dan arus kas digunakan untuk hal-hal lain.
2. Kenaikan modal kerja (persediaan dan piutang) dibayar dengan kas sehingga kenaikan seperti itu akan menurunkan kas. Di lain pihak, penurunan modal kerja akan meningkatkan kas. Misalnya, jika persediaan mengalami kenaikan, perusahaan harus menggunakan kas untuk membeli tambahan persediaan. Sementara itu, jika persediaan turun, ini biasanya berarti perusahaan menjual persediaan dan tidak menggantinya sehingga menghasilkan kas. Demikian pula, kenaikan kewajiban lancar seperti utang usaha meningkatkan kas, sedangkan penurunan utang akan mengurangi kas. Ini terjadi karena, jika utang naik, perusahaan telah menerima tambahan kredit dari pemasoknya yang akan

menghemat kas. Sementara itu, jika utang turun, perusahaan telah menggunakan kas untuk membayar pemasoknya.

3. Jika suatu perusahaan berinvestasi pada aset tetap, posisi kasnya akan turun. Sementara itu, jika perusahaan menjual aset tetap, kasnya akan naik.
4. Jika suatu perusahaan menerbitkan saham atau obligasi pada tahun berjalan, dana yang dihimpun akan memperbaiki posisi kasnya. Di lain pihak, jika perusahaan menggunakan kas untuk melunasi utang yang belum jatuh tempo untuk membeli kembali sebagian sahamnya atau membayar dividen kepada pemegang saham, maka ini akan mengurangi kas.

Setiap faktor di atas tercermin dalam laporan arus kas (*statement of cash flow*). Laporan arus kas merupakan laporan yang melaporkan dampak aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan suatu perusahaan pada arus kas sepanjang periode akuntansi. Laporan arus kas berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas (Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto, 2013, 98). Laporan arus kas ini memisahkan aktivitas menjadi tiga kategori, antara lain :

1. Aktivitas operasi, yang menjadi laba bersih, penyusutan, dan perubahan dalam modal kerja selain kas dan utang jangka pendek.
2. Aktivitas investasi, yang meliputi pembelian atau penjualan aset tetap.
3. Aktivitas pendanaan, yang meliputi penerimaan kas untuk membayar deviden, membeli kembali saham atau obligasi yang beredar.

Diantara ketiga aktivitas tersebut, aktivitas operasi yang merupakan bagian penting karena bagian ini menunjukkan arus kas yang dihasilkan dan digunakan dalam operasi perusahaan.

2.1.7.1 Arus Kas Operasi

Investor harus melakukan evaluasi pada laporan arus kas terutama pada arus kas operasi. Laporan arus kas menyediakan informasi kegiatan perusahaan yang terdiri dari tiga aktivitas yaitu aktivitas operasi, aktivitas investasi, dan aktivitas pendanaan yang kunci utamanya terletak pada arus kas yang berhubungan dengan aktivitas operasi perusahaan. Aktivitas operasi meliputi laba bersih, depresiasi dan perubahan dalam aktiva lancar dan kewajiban lancar di luar kas dan utang jangka pendek. Informasi mengenai arus kas sangat berguna dalam menentukan kemampuan perusahaan menghasilkan kas dan setara kas. Informasi tersebut dapat meningkatkan daya banding pelaporan kinerja operasi berbagai perusahaan karena mampu meniadakan pengaruh penggunaan perlakuan akuntansi yang berbeda terhadap transaksi dan peristiwa yang sama (Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto, 2013, 99).

Jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah operasi perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar deviden, melakukan investasi baru dan pembiayaan operasional tanpa mengandalkan sumber pendanaan dari luar. Arus kas operasi terutama berasal dari aktivitas utama pendapatan perusahaan misalnya penerimaan kas dari penjualan barang dan jasa,

royalty, komisi dan pendapatan lain, pembayaran kas kepada pemasok dan karyawan, pembayaran pajak, bunga, dan lain-lain.

Arus kas operasi yang positif mengindikasikan bahwa perusahaan mampu membiayai kegiatan operasionalnya dan menghasilkan dana lebih yang dapat digunakan untuk membiayai aktivitas investasi maupun pendanaan. Dengan demikian, investor dapat mengetahui bahwa perusahaan telah dijalankan dengan baik dan memungkinkannya menerima deviden kas di masa mendatang. Para investor menggunakan informasi arus kas sebagai pengukuran kinerja yang mampu menggambarkan kondisi ekonomis serta mampu menyediakan dasar proyeksi arus kas di masa yang akan datang serta cenderung diukur melalui harga atau *return* saham.

Manajer keuangan menciptakan nilai dengan mendapatkan dana dan menginvestasikannya dalam aset operasi, dan arus kas yang dihasilkan melalui operasi akan menentukan nilai perusahaan (Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto, 2013, 108). Arus kas ini dihitung sebagai berikut :

$$\text{Arus kas operasi} = \text{EBIT} \times (1 - \text{Tarif Pajak}) + \text{Penyusutan dan Amortisasi}$$

EBIT merupakan laba operasi perusahaan yang merupakan jumlah yang tersisa setelah mengurangi pajak dan bunga. EBIT $(1 - \text{Tarif Pajak})$ sering disebut sebagai NOPAT atau laba operasi bersih setelah pajak (*net operating profit after taxes*), dan merupakan laba yang akan dipenuhi perusahaan jika perusahaan tidak

memiliki utang serta hanya memiliki aset operasi. Investor tertarik pada arus kas setelah pajak, dengan perhitungan sebagai berikut :

$$\text{Arus kas operasi} = \text{NOPAT} + \text{Penyusutan dan Amortisasi}$$

2.1.8 *Value Measures*

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai (*value*) dari perusahaan atau dengan kata lain memaksimalkan kesejahteraan dari pemegang saham (*wealth of shareholders*). Untuk mencapai tujuan tersebut, perusahaan harus dapat menunjukkan kinerja yang baik sesuai dengan harapan dari pemegang saham. Nilai perusahaan menggambarkan apresiasi investor terhadap hasil kerja manajemen dalam mengelola aset perusahaan. Nilai perusahaan tercermin dari harga saham dan menggambarkan kesejahteraan bagi pemegang saham serta prospek perusahaan di masa depan. Peningkatan nilai perusahaan salah satunya dipengaruhi oleh kinerja keuangan, terutama pada profitabilitas (Rahayu (2010) dalam Anthony Wijaya dan Nanik Linawati (2015:46)).

Pengukuran kinerja perusahaan dapat menggunakan pengukuran kinerja tradisional, namun pengukuran tersebut telah lama dikritik karena ketidakmampuannya dalam pengambilan keputusan, sehingga muncul pengukuran kinerja keuangan sebagai alternatif kategori *value measures*. *Value measures* mendasarkan kinerja pada nilai (*value based management*). Termasuk dalam kategori ini adalah *economic value added* (EVA), *market value added* (MVA), *cash value*

added (CVA) dan *shareholder value* (SHV) (Helfert (2000) dalam Merderkawati Zahara dan Dwi Asih Haryanti (2011:44)).

Economic value added adalah metode yang lebih tepat dan akurat untuk pengukuran *wealth of stockholders* dibandingkan metode yang lain. *Economic value added* yang menggerakkan harga saham. Hal ini karena *economic value added* merupakan indikator internal perusahaan yang mengukur seberapa efisien operasi-operasi perusahaan dalam menciptakan nilai tambah dengan cara mengurangi beban biaya modal, atau dengan kata lain bahwa EVA merupakan indikator tentang adanya penciptaan nilai dari suatu investasi. EVA juga menilai keefektifan manajer pada tahun tersebut (Bennet Stewart dan Joel M.Stern (1991) dalam Ibnu Ruslan Mughni dan Jubaedah (2013:2)).

2.1.8.1 Economic Value Added (EVA)

Dasar teoritis dari konsep Nilai Tambah Ekonomis (EVA) sudah lama dipublikasikan oleh dua ekonom finansial, yaitu Merton H. Miller dan Franco Modigliani antara tahun 1958 dan 1961. Mereka berargumentasi bahwa laba ekonomis (*economic income*) merupakan sumber penciptaan nilai (*value creation*) diperusahaan dan bahwa tingkat pengembalian (*rate of return/cost of capital*) ditentukan berdasarkan tingkat risiko yang diasumsikan oleh investor. Namun, Miller dan Modigliani ini tidak memberikan teknik untuk mengukur laba ekonomis (*economic income*) dalam suatu perusahaan. Konsep EVA kemudian dipopulerkan oleh G. Bennet Stewart, III, Managing Partner dari Stern Steward & Co. Stewart

berhasil mengembangkan teknik dalam menghitung nilai tambah ekonomis perusahaan.

Economic value added memberikan pengukuran lebih baik atas nilai tambah yang diberikan perusahaan kepada pemegang saham. Oleh karena itu manajer yang menitikberatkan pada efektifitas manajerial pada tahun tertentu. Modal operasi atau *operating capital* merupakan penjumlahan dari utang, saham preferen dan saham biasa yang digunakan untuk penggandaan asset operasi bersih atau *net operating assets*, yaitu modal kerja operasi bersih atau *net operating capital* ditambah investasi pabrik dan peralatan bersih (Menurut Weston dan Copeland (1986) dalam Agus Sartono (2010:104)).

Economic value added merupakan estimasi laba ekonomi usaha yang sebenarnya untuk tahun tertentu, dan sangat jauh berbeda dari laba bersih akuntansi di mana laba akuntansi tidak dikurangi dengan biaya ekuitas sementara dalam penghitungan EVA biaya ini dikeluarkan (Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto, 2013, 111).

Berdasarkan definisi-definisi yang telah dikemukakan, *economic value added* sebagai salah satu cara untuk menilai kinerja keuangan. *Economic value added* (EVA) merupakan indikator tentang adanya penambahan nilai dari suatu investasi setiap tahun pada suatu perusahaan. EVA memberikan keuntungan operasional setelah pajak dikurangi biaya modal atau dengan kata lain EVA merupakan pengukuran pendapatan sisa (*residual income*) yang mengurangkan biaya modal terhadap laba operasi. EVA ditentukan oleh keuntungan bersih operasional setelah

pajak dan tingkat biaya modal. Laba operasi setelah pajak menggambarkan hasil penciptaan *value* didalam perusahaan. Kemudian biaya modal dapat diartikan sebagai pengorbanan yang dikeluarkan dalam penciptaan *value* tersebut.

EVA yang positif menandakan bahwa laba operasi setelah pajak melebihi biaya modal yang memudahkan untuk menghasilkan laba tersebut, dan tindakan manajemen menambah nilai bagi pemegang saham. Sebaliknya EVA yang negatif menandakan bahwa nilai perusahaan berkurang sebagai akibat tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah daripada tingkat pengembalian yang dituntut investor (Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto, 2013, 112).

Didalam konsep *economic value added* memperhitungkan modal saham, sehingga memberikan pertimbangan yang adil bagi para penyandang dana perusahaan. Analisis sekuritas menemukan bahwa harga mengikuti *economic value added* jauh lebih dekat dibanding faktor lainnya seperti laba per lembar saham, margin operasi. Korelasi ini terjadi karena *economic value added* benar-benar memperhatikan investor. Apabila nilai *economic value added* suatu perusahaan meningkat, maka kinerja perusahaan semakin baik sehingga kesejahteraan para pemegang saham dapat ditingkatkan.

Economic value added (EVA) disebut “laba ekonomi”, dapat dinyatakan sebagai berikut (Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto, 2013, 111) :

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{Laba operasi bersih setelah pajak} - \text{Biaya modal tahunan dalam dolar} \\ &\quad (\text{NOPAT}) \\ &= \text{EBIT} (1 - T) - (\text{total modal operasi yang berasal dari} \\ &\quad \text{investor X presentase biaya modal} \\ &\quad \text{setelah pajak}) \end{aligned}$$

2.1.8.1.1 Perhitungan *Economic Value Added*

Dalam menghitung *economic value added* (EVA) diperlukan data mengenai perusahaan berupa laporan keuangan. Data yang diperlukan untuk mengkalkulasi EVA perusahaan terdiri dari : (1) Laporan laba rugi (*Income Statement*), (2) Neraca (*Balance Sheet*) (Amin Widjaja Tunggal (2001) dalam Mochamad Taufiq Hidayat (2011:6)).

Langkah-langkah menghitung Nilai Tambah Ekonomis (EVA) :

1. Menghitung NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*).
2. Mengidentifikasi *Invested Capital*.
3. Menentukan *Capital Cost Rate* (*WACC/Weighted Average Cost of Capital*) yang wajar.
4. Menghitung EVA perusahaan.

Formula untuk menghitung EVA :

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Capital Charges}$$

Dimana :

EVA = *Economic Value Added*

NOPAT = *Net Operating After Tax*

Capital Charges = Biaya Modal

Langkah-langkah perhitungan *economic value added* (EVA), antara lain :

1. ***Net Operating Profit After Tax (NOPAT)***

NOPAT merupakan laba yang diperoleh dari operasi perusahaan setelah dikurangi pajak penghasilan, termasuk biaya keuangan (*financial cost*) dan *non cost bookkeeping entries* seperti biaya penyusutan (Amin Widjaja Tunggal (2001) dalam Mochamad Taufiq Hidayat (2011:6)).

Net operating profit after tax adalah *sales revenue* dikurangi *operating cost* dan *taxes* secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{NOPAT} = \text{Sales revenue} - \text{Operating cost} - \text{Taxes}$$

Perhitungan NOPAT ini melalui *income statement* perusahaan, yaitu :

Rumus :

$$\text{NOPAT} = \text{Laba rugi Usaha} - \text{Pajak}$$

Definisi :

Laba usaha adalah laba operasi perusahaan dari suatu *current operating* yang merupakan laba sebelum bunga. Pajak yang digunakan dalam perhitungan *economic value added* (EVA) adalah pengorbanan yang dikeluarkan oleh perusahaan dalam penciptaan nilai.

2. ***Biaya Modal (Cost of Capital) / Weighted Average Cost of Capital (WACC)***

Konsep *cost of capital* dimaksudkan untuk menentukan biaya rill yang harus dikeluarkan perusahaan untuk memperoleh dana baik yang berasal dari hutang,

saham, dan laba ditahan serta dari penggunaan modal masing-masing sumber dana yang dapat digunakan, terutama untuk membiayai investasi jangka panjang.

Dari pihak investor, tinggi rendahnya tingkat pengembalian atau yang disyaratkan merupakan pencerminan (dipengaruhi oleh tingkat resiko) apabila resiko yang dihadapi perusahaan tinggi, maka investor akan meminta tingkat pengembalian (*required rate of return*) yang lebih pula. Oleh karena itu, investor atau pemegang saham dalam mengambil keputusan berinvestasi selalu mempertimbangkan resiko dalam berinvestasi dan resiko yang dihadapi perusahaan. Investor melakukan hal tersebut agar memperoleh kepastian mengenai keuntungan yang diperolehnya dari dana yang diinvestasikannya pada perusahaan tersebut. Setiap perusahaan dituntut harus menghasilkan *rate of return* yang lebih besar dari biaya modalnya (*cost of capital*) sehingga perusahaan mampu menciptakan nilai tambah sesuai dengan harapan investor.

Untuk mengukur resiko investasi dalam perusahaan, investor dalam analisisnya menggunakan *standard deviation* (SD) sebagai alat ukur resiko dari suatu *instrument* investasi, sedangkan dalam menentukan *return* yang diharapkan dari investasi tersebut, investor mempertimbangkan resiko yang dihadapi perusahaan secara teoritis dicerminkan dengan biaya modalnya.

Rata-rata tertimbang biaya modal merupakan rata-rata tertimbang biaya hutang dan modal sendiri, menggambarkan tingkat pengembalian investasi minimum untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang diharapkan (*required rate of return*) oleh investor yaitu kreditor dan pemegang saham. Dengan demikian, di dalam

perhitungannya akan mencakup perhitungan masing-masing komponen yaitu biaya hutang dan biaya ekuitas, serta proporsi masing-masing di dalam struktur modal perusahaan. Biaya modal rata-rata tertimbang sebagai bagian jumlah biaya dari masing-masing komponen modal, hal ini mencerminkan rata-rata biaya modal yang diharapkan di masa yang akan datang.

WACC adalah biaya ekuitas dan biaya hutang masing-masing dikalikan dengan presentase ekuitas dan hutang dalam struktur modal perusahaan (Amin Wijaya Tunggal (2001) dalam Mochamad Taufiq Hidayat (2011:8)).

WACC menurut Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto (2013:23) dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{WACC atau } C^* = (w_d \times r_d) + (w_p \times r_p) + (w_c \times r_s)$$

Dimana :

- T = pajak yang dikenakan pemerintah kepada perusahaan
- r_d = biaya hutang setelah pajak
- r_s = biaya modal saham biasa
- r_p = biaya modal saham preferen
- w_d = bobot pinjaman jangka panjang dalam struktur modal
- w_c = bobot saham biasa dalam struktur modal atau bobot jumlah saham biasa
- w_p = bobot saham preferen dalam struktur modal atau bobot jumlah saham preferen

Adapun cara menghitung rumusan diatas adalah :

$$w_d = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Capital Structure}}$$

$$w_c = \frac{\text{Common Stock Capital}}{\text{Total Capital Structure}}$$

$$w_p = \frac{\text{Preferred Stock Capital}}{\text{Total Capital Structure}}$$

$$r_d = K_i (1-T)$$

$$r_s = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

$$r_p = \frac{D_p}{N_p}$$

Dimana :

D_p = dividen saham preferen per tahun

N_p = hasil penjualan bersih saham preferen

Dalam menghitung WACC suatu perusahaan harus mengetahui sebagai berikut :

- a. Jumlah hutang dalam struktur modal (berdasarkan nilai pasar)
- b. Jumlah ekuitas dalam struktur modal (berdasarkan nilai pasar)
- c. Biaya hutang
- d. Biaya ekuitas
- e. Tingkat pajak

2.a. Biaya Hutang (*Cost of debt*)

Biaya hutang atau *cost of debt* adalah tingkat bunga yang harus dikeluarkan oleh perusahaan bila mendapatkan dana dengan melakukan pinjaman dari pihak lain, atau dengan kata lain, biaya hutang menunjukkan berapa biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan karena perusahaan menggunakan dana yang berasal dari pinjaman. Biaya modal atas hutang umumnya mudah diperkirakan karena besarnya

bisa diperoleh dari tingkat bunga setelah pajak yang harus dibayar perusahaan jika perusahaan melakukan pinjaman.

Biaya utang setelah pajak, $r_d (1 - T)$, digunakan untuk menghitung rata-rata tertimbang biaya modal, dan dihitung dari tingkat bunga utang, r_d , dikurangi penghematan pajak yang diakibatkan oleh bunga yang merupakan pengurang pajak yang dapat mengurangi biaya utang bersih.

Biaya utang setelah pajak digunakan untuk menghitung rata-rata tertimbang biaya modal. Cara ini dirumuskan dengan :

$$K_t = r_d (1 - T)$$

Alasan menggunakan biaya utang setelah pajak dalam menghitung rata-rata tertimbang biaya modal adalah karena nilai perusahaan yang ingin dimaksimalkan akan bergantung pada arus kas setelah pajak, karena bunga adalah biaya yang dapat dikurangkan, bunga akan memberikan pengurangan pajak yang mengurangi biaya utang bersih (Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto, 2013, 9).

Adapun rumus untuk menghitung biaya hutang (sebelum pajak) adalah sebagai berikut :

$$K_b = K_i = \frac{\text{Annual Interest}}{\text{Total Debt}} = \dots \%$$

Karena bunga bersifat mengurangi pajak (*tax deductible*), maka dibutuhkan penyesuaian pajak sehingga $K_b = K_i$ dikonversikan menjadi biaya modal hutang setelah pajak (*cost of debt after tax*) :

$$r_d = K_i (1 - t)$$

Dimana :

t = tingkat pajak

r_d = tingkat bunga utang baru suatu perusahaan = biaya komponen utang setelah pajak.

$K_b = K_i$ = suku bunga pinjaman atau tingkat bunga hutang jangka panjang (sebelum pajak)

Bila dana yang diperoleh perusahaan berasal dari pengeluaran atau penjualan obligasi, maka biaya hutang (*cost of debt*) menjadi :

$$K_b = \frac{\frac{I + P_o - N_d}{N}}{\frac{N_d + P_o}{2}}$$

Dimana :

K_b = biaya hutang sebelum pajak

I = bunga tahunan

P_o = nilai par obligasi

N_d = *proceeds netto*

N = masa berlaku obligasi

2.b. Biaya Modal Saham (*Cost of Equity*)

Biaya ini merupakan biaya kesempatan (*opportunity cost principle*) yang sama dengan pengembalian yang diharapkan investor perusahaan jika mereka menginvestasikan dalam alternatif investasi yang mempunyai resiko sebanding. Perusahaan perlu mendapatkan pengembalian atas laba ditahan paling sedikit sebesar

pengembalian yang dapat diterima oleh pemegang saham atas investasi alternatif dengan risiko yang setara.

Biaya ekuitas biasa yang didasarkan atas tingkat pengembalian yang diminta investor dari saham biasa perusahaan. Ekuitas baru dapat diperoleh melalui dua cara, antara lain :

- a. Dilakukan dengan menahan sebagian laba tahun berjalan.
- b. Dengan menerbitkan saham biasa baru.

Ekuitas yang diperoleh dengan menerbitkan saham memiliki biaya yang lebih tinggi dibandingkan dengan ekuitas yang diperoleh sebagai laba ditahan karena adanya biaya emisi yang terkait dengan emisi saham baru. Jadi, setelah perusahaan melewati tahap-tahap awal pendiriannya, perusahaan biasanya mendapatkan seluruh ekuitas barunya melalui laba ditahan. Lambang r_s untuk menandakan biaya laba ditahan (*cost of retained earnings*) dan r_e untuk menandakan biaya saham baru (*cost of new common stock*) atau ekuitas eksternal (Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto, 2013, 12).

Jika perusahaan tidak dapat menginvestasikan laba ditahan dan mendapatkan pengembalian minimal sebesar r_s , maka perusahaan sebaiknya membayarkan dana tersebut kepada para pemegang sahamnya dan membiarkan mereka menginvestasikannya secara langsung ke dalam aset yang memang memberikan pengembalian tersebut. Berikut rumus persamaan dan mengestimasi nilai r_s dengan menggunakan sisi kiri atau kanan, maupun keduanya :

Tingkat pengembalian yang diminta = Tingkat pengembalian yang diharapkan

$$r_s = r_{RF} + RP = D_1/P_0 + g = \check{r}_s$$

atau

$$r_s = r_{RF} + RP$$

$$\check{r}_s = D_1/P_0 + g$$

Bila para investor menyerahkan dananya berupa modal saham kepada perusahaan, mereka berhak untuk mendapatkan pembagian dividen di masa mendatang sekaligus berkedudukan sebagai partial perusahaan tersebut, besarnya dividen tidak tergantung kinerja perusahaan di masa mendatang (Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto, 2013, 12).

Beberapa cara untuk menghitung *cost of common stock*, antara lain :

- a. Pendekatan dengan *Constant Growth Valuation* (Gordon) model.

Expected rate of return dari suatu saham tergantung pada dividen dari saham yang dibayarkan. Pada tingkat keseimbangan, *rate of return* yang diinginkan oleh pemegang saham adalah sama dengan *rate of return* dari investasi baru. Jika diperkirakan dividen tumbuh dengan *rate* yang konstan, kita dapat menggunakan gordon model. Formulanya adalah sebagai berikut:

$$P_0 = \frac{D_1}{r_s - g}$$

Dimana :

Po = harga jual saham

D1 = dividen yang diperkirakan dibayar di akhir periode 1

rs = tingkat pengembalian yang diharapkan

g = tingkat pertumbuhan dividen

Persamaan diatas dapat diubah menjadi :

$$r_s = \check{r}_s = \frac{D_1}{P_0} + g \text{ yang diharapkan}$$

Jadi, investor berharap akan menerima imbal hasil dividen, D_1/P_0 , ditambah keuntungan modal, g , sebesar $\check{r}_s$ total pengembalian yang diharapkan, dan dalam kondisi ekuilibrium, pengembalian yang diharapkan ini juga sama dengan pengembalian yang diminta, r_s . Metode estimasi biaya ekuitas ini disebut arus kas diskonto (*discounted cash flow*-DCF). Selanjutnya diasumsikan r_s maupun $\check{r}_s$ akan memiliki arti yang sama.

- b. Penggunaan yang paling banyak digunakan untuk biaya ekuitas biasa adalah model penilaian aset modal (*capital asset pricing model*-CAPM) yaitu melihat biaya ekuitas sebagai penjumlahan yang diharapkan pasar dengan tingkat bunga tanpa resiko dikalikan dengan risiko sistematis perusahaan (nilai beta perusahaan). CAPM menggambarkan hubungan antara *required rate of return* atau *cost of common stock* (k_s) dengan risiko *non diversifiable* dari perusahaan yang dinyatakan dengan koefisien beta (β). *Capital asset pricing model* (CAPM) merupakan model untuk menentukan harga suatu asset. Berikut langkah-langkah yang dapat dilakukan, antara lain :

1. Mengestimasi tingkat bebas risiko, r_{RF} . Banyak analisis menggunakan tingkat bunga obligasi pemerintah 10 tahun sebagai ukuran tingkat bebas risiko. Analisis yang lain menggunakan tingkat surat utang Negara jangka pendek.

2. Mengestimasi koefisien beta saham, b_i , dan menggunakannya sebagai indeks risiko saham. Huruf I menandakan beta perusahaan ke-i.
3. Mengestimasi perkiraan premi risiko pasar. Premi risiko pasar merupakan perbedaan antara pengembalian yang diminta oleh investor untuk memiliki saham rata-rata dengan tingkat bebas risiko.
4. Melakukan substitusi nilai-nilai di atas ke dalam persamaan CAPM untuk mengestimasi tingkat pengembalian yang diminta atas saham seperti berikut ini :

$$r_s = r_{RF} + (RP_M) b_i$$

$$= r_{RF} + (r_M - r_{RF})b_i$$

Dimana :

r_s = biaya komponen ekuitas biasa yang diperoleh dari laba ditahan atau ekuitas internal.

r_{PF} = tingkat bunga investasi bebas risiko

R_M = tingkat bunga investasi rata-rata dari keseluruhan pasar.

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

R_i = tingkat bunga investasi rata-rata dari produk tersebut.

$$R_i = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

b_i = faktor risiko (beta) yang berlaku spesifik untuk perusahaan tersebut.

Definisi dari komponen diatas yaitu :

1. *Risk free rate* perusahaan (r_{PF}) yaitu: suku bunga pada suatu investasi yang tidak mengandung resiko. Didalamnya terkandung faktor inflasi,

biasanya merupakan suku bunga bank sentral yang mengandung kebijakan moneter, untuk di Indonesia menggunakan suku bunga Bank Indonesia.

2. *Return market* (R_M) merupakan keuntungan atau kerugian yang diperoleh investor akibat dari naik atau turunnya harga saham di pasar.
3. *Return individu* (R_i) perusahaan merupakan keuntungan atau kerugian yang diperoleh investor diakibatkan naik turunnya saham perusahaan tempat investor tersebut menginvestasikan dananya.
4. bi “pengukuran resiko sistematis dari suatu sekuritas atau *portofolio relative* terhadap resiko pasar. Beta pasar dapat diestimasi dengan mengumpulkan nilai-nilai historis *return* sekuritas dan *return* dari selama periode tertentu.”

$$R_i - R_f = \beta_i (R_m - R_f)$$

$$\beta_i = (R_i - R_f) / (R_m - R_f)$$

- c. Pendekatan *price-earnings* yang melihat biaya ekuitas sebagai nilai laba per saham (*earnings per share*) dibagi dengan harga saham sekarang (*current stock price*).

PER dihitung dengan membagi harga pasar dari saham biasa dengan pendapatan per lembar saham (EPS). Sehingga untuk menghitung *cost of equity* digunakan rumus :

$$r_s = \frac{1}{PER} \times 100\%$$

Dimana :

r_s = biaya modal saham

PER = *price earning ratio*

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

Saham preferen memiliki sifat campuran antara modal dan saham biasa. Memiliki sifat seperti modal pinjaman, karena saham preferen mengandung kewajiban tetap untuk mengadakan pembayaran secara periodik dan dalam likuidasi memiliki hak didahulukan sebelum pemegang saham biasa.

Memiliki sifat tidak seperti modal pinjaman, karena kegagalan untuk membayar dividen saham preferen tidak mengakibatkan pembubaran perusahaan. Saham preferen mengandung risiko yang lebih besar dibandingkan saham biasa, tetapi lebih kecil dibandingkan pinjaman.

Biaya penggunaan dana yang berasal dari penjualan saham preferen dapat dihitung dengan membagi dividen per lembar saham preferen dengan harga netto yang diperoleh dari penjualan selembarnya saham preferen baru (Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto, 2013, 10).

Formulanya sebagai berikut :

$$r_p = \frac{D_p}{N_p}$$

Dimana :

r_p = biaya komponen saham preferen

D_p = dividen saham preferen per tahun

N_p = hasil penjualan bersih saham preferen

Karena dividen saham preferen bukan merupakan *tax deductible expenses* dan dibebankan dari keuntungan setelah pajak, maka tidak dibutuhkan penyesuaian pajak (*tax adjustment*).

3. Capital

Dalam menjalankan aktivitasnya setiap perusahaan selalu membutuhkan sejumlah dana tertentu atau biasa disebut modal. Modal dalam suatu perusahaan mempunyai peranan yang sangat vital, karena dibutuhkan dalam pendirian maupun operasional perusahaan, karena itu berhasil atau tidaknya aktivitas suatu perusahaan salah satunya dengan ditentukan oleh modal. Modal merupakan hak atau bagian yang dimiliki perusahaan.

Invested capital merupakan jumlah seluruh keuangan perusahaan terlepas dari kewajiban jangka pendek, *passiva* yang tidak menanggung bunga seperti hutang, upah yang akan jatuh tempo, dan pajak yang akan jatuh tempo. *Invested capital* sama dengan jumlah ekuitas pemegang saham, seluruh hutang jangka pendek dan jangka panjang yang menanggung bunga hutang, dan kewajiban jangka panjang lainnya.

Invested capital menunjukkan hasil dari penjabaran perkiraan dalam neraca untuk melihat besarnya modal yang diinvestasikan dalam perusahaan oleh kreditur dan pemegang saham serta seberapa besar modal yang diinvestasikan dalam aktivitas operasi dan operasional lainnya. *Invested capital* dapat dihitung dari hutang bank jangka pendek, pinjaman bank/sewa guna usaha atau obligasi jangka panjang yang jatuh tempo dalam setahun, kewajiban pajak tangguhan, kewajiban jangka panjang

lainnya, hak minoritas atas aktiva bersih anak perusahaan, dan ekuitas (Amin Widjaja Tunggal (2001) dalam Mochamad Taufiq Hidayat (2011:8)).

Total hutang dan ekuitas menunjukkan beberapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang. Pinjaman jangka pendek tanpa bunga merupakan pinjaman yang digunakan perusahaan yang pelunasan maupun pembayaran akan dilakukan dalam jangka pendek (satu tahun sejak tanggal neraca) dengan menggunakan aktiva lancar yang dimiliki perusahaan, dan atas pinjaman itu tidak dikenai bunga, seperti hutang usaha, hutang pajak, biaya yang masih harus dibayar, dan lain-lain.

$$\text{Invested Capital} = \text{Hutang Jangka Pendek} + \text{Hutang Jangka Panjang} + \text{Ekuitas Pemegang Saham} + \text{Minority Interest}$$

$$\text{Average invested capital} = \frac{\text{Invested Capital Awal} + \text{Invested Capital Akhir}}{2}$$

2.1.8.1.2 Pengukuran Penciptaan Nilai *Economic Value Added* (EVA)

Nilai *economic value added* (EVA) memberikan gambaran yang jelas berupa besar nilai yang dihasilkan oleh perusahaan dalam suatu ukuran waktu tertentu. Menurut Merderkawati Zahara dan Dwi Asih Haryanti (2011:46) pengukuran penciptaan nilai perusahaan adalah sebagai berikut :

1. Nilai EVA > 0, terjadi proses nilai tambah ekonomis lebih setelah perusahaan membayarkan semua kewajiban.
2. Nilai EVA = 0, berarti titik impas atau *break event point* tidak terjadi proses nilai tambah ekonomis, tetapi perusahaan mampu membayar semua kewajibannya kepada para kreditur.

3. Nilai $EVA < 0$, berarti tidak terjadi proses nilai tambah pada perusahaan karena laba yang tersedia tidak dapat memenuhi harapan para penyandang dana. Dengan kata lain, perusahaan tidak mampu membayarkan kewajibannya kepada para kreditur.

2.1.9 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan atau juga disebut dengan nilai pasar perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Nilai perusahaan dapat menggambarkan keadaan perusahaan. Dengan baiknya nilai perusahaan akan dipandang baik oleh para calon investor. Nilai pemegang saham akan meningkat apabila nilai perusahaan meningkat yang ditandai dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi kepada pemegang saham (Husnan (2005) dalam Zulfia Eka Sari (2013:2)).

Nilai perusahaan merupakan nilai pasar dari hutang dan ekuitas perusahaan. Modal yang diinvestasikan sedikit lebih problematis, secara konseptual, modal yang diinvestasikan di dalamnya (Arthur J Keown yang dialih bahasakan oleh Marcus Prihminto Widodo, 2010, 35).

Nilai perusahaan dapat dikatakan sebagai nilai pasar karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Sehingga nilai perusahaan dapat diukur dengan menggunakan harga saham (Wijaya dan Wibawa, 2010, 11).

Definisi yang dikemukakan diatas menjelaskan bahwa nilai perusahaan merupakan landasan moral untuk mencapai visi dan misi perusahaan. Nilai-nilai

perusahaan yang dimaksud adalah terpercaya, adil dan jujur. Nilai-nilai perusahaan tersebut perlu disesuaikan dengan karakter dan letak geografis dari perusahaan sehingga masing-masing perusahaan akan berbeda nilai perusahaannya bila disesuaikan dengan karakter dan letak geografisnya. Nilai perusahaan dapat memperlihatkan keuntungan perusahaan melalui nilai-nilai asset, hutang dan modal yang dimiliki oleh perusahaan. Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai dengan memakmurkan para pemegang saham.

Nilai perusahaan tercermin dari data akuntansi yang terdapat dalam laporan keuangan. Nilai perusahaan *go public* selain menunjukkan nilai seluruh aktiva, juga tercermin dari nilai pasar atau harga sahamnya, sehingga semakin tinggi harga saham mencerminkan tingginya nilai perusahaan. Harga saham juga dapat dijadikan sebagai indikator keberhasilan manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan, sedangkan nilai perusahaan *public* ditentukan oleh pasar saham. Manajemen dalam mengelola aktiva secara efisien sebagai upaya meningkatkan kinerja keuangan maupun nilai perusahaan. Salah satu tugas mendasar dari manajer adalah meningkatkan atau memaksimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*). Nilai perusahaan menunjukkan nilai berbagai asset yang dimiliki perusahaan, termasuk surat-surat berharga yang telah dikeluarkannya (Ohlson (1995) dalam Darminto (2010:140)).

Nilai perusahaan dapat dikaitkan dengan harga saham, perubahan harga saham akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Harga saham yang tinggi menunjukkan nilai perusahaan yang tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi dapat

membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga prospek perusahaan di masa depan (Hardiyanti (2012) dalam Agustine (2014:42)).

Suatu perusahaan dikatakan mempunyai nilai yang baik jika kinerja perusahaan juga menunjukkan hal yang baik. Semakin tinggi harga pasar saham menunjukkan kemakmuran pemegang saham semakin meningkat. Harga pasar saham juga menunjukkan nilai perusahaan. Dengan demikian apabila harga pasar saham meningkat berarti pula nilai perusahaan meningkat (Weston dan Copeland (1986) dalam Agus Sartono (2010:9)).

Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan (I Made Sudana, 2011, 9), sebagai berikut :

- a. Margin laba kotor
- b. Biaya usaha
- c. Modal kerja penjualan
- d. Biaya modal
- e. Penjualan awal

2.1.9.1 Tujuan Memaksimalkan Nilai Perusahaan

Teori-teori di bidang keuangan memiliki satu fokus, yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau pemilik perusahaan (*wealth of the shareholders*). Tujuan normatif ini dapat diwujudkan dengan memaksimalkan nilai pasar saham perusahaan yang sudah *go public*, memaksimalkan nilai perusahaan sama dengan memaksimalkan harga pasar saham (I Made Sundana, 2011, 8). Memaksimalkan nilai perusahaan dinilai lebih tepat sebagai tujuan perusahaan karena :

- a. Memaksimalkan nilai perusahaan berarti memaksimalkan nilai sekarang dari semua keuntungan yang akan diterima oleh pemegang saham di masa yang akan datang atau berorientasi jangka panjang.
- b. Mempertimbangkan faktor resiko.
- c. Memaksimalkan nilai perusahaan lebih menekankan pada arus kas dari pada sekedar laba menurut pengertian akuntansi.
- d. Memaksimalkan nilai perusahaan tidak mengabaikan tanggung jawab sosial.

2.1.9.2 Pengukuran Nilai Perusahaan

Pengukuran nilai perusahaan sering kali dilakukan dengan menggunakan rasio-rasio penilaian atau rasio pasar. Rasio pasar merupakan ukuran kinerja yang paling menyeluruh untuk suatu perusahaan karena mencerminkan pengaruh gabungan dari rasio hasil pengembalian dari risiko.

Menurut Weston dan Copeland (2008:244) dalam Zuraedah (2010:2), rasio penilaian terdiri dari :

1. *Price Earning Ratio* (PER)
2. *Price to Book Value* (PBV)
3. Rasio Tobin's q

Dari pengukuran nilai perusahaan tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. *Price Earning Ratio* (PER)

Rasio PER mencerminkan banyak pengaruh yang kadang-kadang saling menghilangkan yang membuat penafsirannya menjadi sulit. Semakin tinggi risiko, semakin tinggi faktor diskonto dan semakin rendah rasio PER. Rasio ini

menggambarkan apresiasi pasar terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba.

2. *Price to Book Value* (PBV)

Rasio ini menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Semakin tinggi PBV berarti pasar percaya akan prospek perusahaan tersebut.

3. Rasio Tobin's q

Rasio ini merupakan konsep yang berharga karena menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap dolar investasi inkremental.

2.1.9.3 Tobin's Q

Tobin's q atau biasa juga disebut *Q ratio* atau Q teori diperkenalkan pertama kali oleh James Tobin pada tahun 1969. James Tobin adalah seorang guru besar di Yale University yang berhasil memperoleh nobel di bidang ekonomi dengan mengajukan hipotesis bahwa keseluruhan nilai pasar untuk semua perusahaan pada harga pasar saham akan serupa dengan biaya penempatan aktiva tersebut. James Tobin mencoba mengembangkan sebuah model yang digunakan untuk menggambarkan konsepnya dengan nama tobin's q. Tobin's q mengukur dengan sangat elegan meskipun terlihat sederhana, sehingga menarik banyak perhatian dalam perputaran investasi, dimana para investor dan analis mencari indikator serupa yang sederhana untuk menjelaskan hubungan bisnis dan ekonomi yang sangat kompleks (Fiakas (2005) dalam Bambang Sudiyatno dan Elen Puspitasari (2010:10)).

Tobin's q adalah indikator untuk mengukur kinerja perusahaan, khususnya tentang nilai perusahaan, yang menunjukkan suatu performa manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan. Nilai tobin's q menggambarkan suatu kondisi peluang investasi yang dimiliki perusahaan atau potensi pertumbuhan perusahaan. Nilai tobin's q dihasilkan dari penjumlahan nilai pasar saham (*market value of all outstanding stock*) dan nilai pasar hutang (*market value of all debt*) dibandingkan dengan nilai seluruh modal yang ditempatkan dalam aktiva produksi (*replacement value of all production capacity*), maka tobin's q dapat digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan, yaitu dari sisi potensi nilai pasar suatu perusahaan (Tobin (1969) dan Brainard (1968) dalam Bambang Sudiyatno dan Elen Puspitasari (2010:12)).

Tobin's q model mendefinisikan nilai perusahaan sebagai nilai kombinasi antara aktiva berwujud dan aktiva tak berwujud. Nilai tobin's q perusahaan yang rendah (antara 0 dan 1) mengindikasikan bahwa biaya ganti aktiva perusahaan lebih besar daripada nilai pasar perusahaan tersebut. Sedangkan jika nilai tobin's q suatu perusahaan tinggi (lebih dari 1), maka nilai perusahaan lebih besar daripada nilai aktiva perusahaan yang tercatat. Hal ini mengindikasikan bahwa terdapat beberapa aktiva perusahaan yang tidak terukur atau tercatat.

Perusahaan dengan nilai Q yang tinggi biasanya memiliki nilai lebih besar dari nilai dasar sebelumnya, maka akan memiliki biaya untuk meningkatkan kembali, dan laba kemungkinan akan didapatkan. Berdasarkan pemikiran Tobin, bahwa insentif untuk membuat modal investasi baru adalah tinggi ketika surat berharga (saham) memberikan keuntungan di masa depan dapat dijual dengan harga yang lebih

tinggi dari biaya investasinya (Fiakas (2005) dalam Bambang Sudiyatno dan Elen Puspitasari (2010:12)).

Tobin's q dinilai bisa memberikan informasi paling baik, karena dalam tobin's q memasukkan semua unsur hutang dan modal saham perusahaan, tidak hanya ekuitas perusahaan yang dimasukkan namun seluruh asset perusahaan. Dengan memasukkan seluruh asset perusahaan berarti perusahaan tidak hanya terfokus pada satu tipe investor saja yaitu investor dalam bentuk saham namun juga untuk kreditur karena sumber pembiayaan operasional perusahaan bukan hanya dari ekuitasnya saja tetapi juga dari pinjaman yang diberikan oleh kreditur.

Tobin's q adalah gambaran statistik yang berfungsi sebagai proksi dari nilai perusahaan serta perspektif investor, seperti dalam definisi yang telah dijelaskan diatas bahwa tobin's q merupakan nilai pasar dari *firm's assets* dan *replacement value of those assets*. Menurut Bambang Sudiyatno dan Elen Puspitasari (2010:14) secara matematis tobin's q dapat dihitung dengan formulasi rumus sebagai berikut :

$$\text{Tobin's } q = \frac{MVS + MVD}{RVA}$$

Dimana :

MVS = *Market value of all outstanding stock.*

MVD = *Market value of all debt.*

RVA = *Replacement value of all production capacity.*

Perusahaan dengan rasio qs yang tinggi, atau $qs > 1,00$ memiliki peluang investasi yang baik, potensi pertumbuhan yang tinggi dan menunjukkan bahwa

manajemen memiliki perfoma yang baik dengan aktiva dalam pengelolaannya (Lang, Stulz dan Walkling (1989). Tobin dan Brainard (1968), serta Tobin (1969) dalam Bambang Sudiyatno dan Elen Puspitasari (2010:15)).

Di dalam penggunaannya, tobin's q mengalami modifikasi versi Chung dan Pruitt (1994), secara konsisten karena disederhanakan diberbagai simulasi permainan. Modifikasi versi ini secara statistik kira-kira mendekati tobin's q asli dan menghasilkan perkiraan 99,6% dari formulasi aslinya yang digunakan oleh Lindenberg dan Ross (1981) dalam Bambang Sudiyatno dan Elen Puspitasari (2010:15). Formulasi rumusnya sebagai berikut :

$$\text{Tobin's } q = \frac{MVS+D}{TA}$$

Dimana :

MVS = *Market value of all outstanding shares.*

D = *Debt.*

TA = *Firm's asset's.*

Market value of all outstanding shares (MVS) merupakan nilai pasar saham yang diperoleh dari perkalian jumlah saham yang beredar dengan harga saham (*Outstanding Shares × Stock Price*). *Debt* merupakan besarnya nilai pasar hutang, dimana nilai ini dapat dihitung dengan menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$D = AVCL - AVCA + AVLTD$$

Dimana :

AVCL = *Accounting value of the firm's Current Liabilities.*

$$= \text{Short Term Debt} + \text{Taxes Payable}.$$

AVLTD = *Accounting value of the firm's Long Term Debt.*

$$= \text{Long Term Debt}.$$

AVCA = *Accounting value of the firm's Current Assets.*

$$= \text{Cash} + \text{Account Receivable} + \text{Inventories}.$$

Interpretasi dari skor tobin's q dalam Bambang Sudiyatno dan Elen Puspitasari (2010:15) :

- a. Tobin's $q < 1$ Menggambarkan bahwa saham dalam kondisi *undervalued*. Manajemen telah gagal dalam mengelola aktiva perusahaan. Potensi pertumbuhan investasi rendah.
- b. Tobin's $q = 1$ Menggambarkan bahwa saham dalam kondisi *average*. Manajemen stagnan dalam mengelola aktiva. Potensi pertumbuhan investasi tidak berkembang.
- c. Tobin's $q > 1$ Menggambarkan bahwa saham dalam kondisi *overvalued*. Manajemen berhasil dalam mengelola aktiva perusahaan. Potensi pertumbuhan investasi tinggi.

Berdasarkan penjelasan dalam interpretasi tersebut, maka investor yang akan mengejar *capital gain* dapat mengambil keputusan untuk membeli, menahan atau menjual saham yang dimilikinya. Tobin's q didasarkan pada pandangan bahwa nilai pasar modal merupakan nilai keseluruhan modal terpasang dan insentif yang diinvestasikan.

2.1.10 Studi Empiris

Terdapat beberapa penelitian terdahulu tersebut antara lain :

Tabel 2.1
Studi Empiris Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul	Hasil Penelitian	Persamaan	Perbedaan
1	Himatul Ulya (2014)	Analisis pengaruh kebijakan hutang, kebijakan dividen, profitabilitas, kinerja perusahaan dan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.	Variabel kinerja perusahaan (<i>return on asset</i>) menunjukkan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.	Variabel yang digunakan adalah variabel <i>return on asset</i> dan nilai perusahaan.	a. Objek pengamatan penelitian ini menggunakan perusahaan PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk sedangkan penelitian sebelumnya menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai objek pengamatan. b. Perbedaannya dengan peneliti saat ini, peneliti tidak menggunakan kebijakan hutang, kebijakan dividen dan profitabilitas. c. Periode waktu penelitian ini adalah 2005-2014 Penelitian sebelumnya 2009-2011.

(dilanjutkan)

Lanjutan Tabel 2.1

2	Anthony Wijaya dan Nanik Linawati (2015)	Pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan.	Variabel <i>return on asset</i> (ROA) menunjukan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.	Variabel yang digunakan variabel <i>return on asset</i> (ROA) dan nilai perusahaan.	a. Objek pengamatan penelitian ini menggunakan perusahaan PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk sedangkan penelitian sebelumnya menggunakan 18 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai objek pengamatan. b. Perbedaan dengan peneliti saat ini, peneliti tidak menggunakan <i>corporate social responsibility</i> (CSR), <i>good corporate governance</i> (GCG) dan <i>return on equity</i> (ROE). c. Periode waktu penelitian ini adalah 2005-2014. Penelitian sebelumnya 2008-2013.
3	Ratih Puspitasari (2010)	Analisis arus kas operasi dalam mencapai nilai perusahaan.	Variabel arus kas operasi memiliki hubungan positif yang kuat dan signifikan terhadap nilai	Variabel yang digunakan menggunakan variabel arus kas operasi.	a. Objek pengamatan penelitian ini menggunakan perusahaan PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk sedangkan penelitian

(dilanjutkan)

Lanjutan Tabel 2.1

			perusahaan.		sebelumnya menggunakan perusahaan PT. Semen Gresik, Tbk sebagai objek pengamatan. b. Periode waktu penelitian ini adalah 2005-2014. Penelitian sebelumnya 2004-2008.
4	Zulfa Eka Sari (2013)	Profitabilitas, <i>leverage</i> , <i>economic value added</i> (EVA) dan risiko sistematis	Variabel <i>economic value added</i> (EVA) menunjukkan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.	Variabel yang digunakan menggunakan variabel <i>economic value added</i> .	a. Objek pengamatan penelitian ini menggunakan perusahaan PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk sedangkan penelitian sebelumnya menggunakan 22 perusahaan kategori LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai objek pengamatan. b. Perbedaan dengan peneliti saat ini, peneliti tidak menggunakan profitabilitas, <i>leverage</i> dan risiko sistematis. c. Periode waktu penelitian ini

(dilanjutkan)

Lanjutan Tabel 2.1

					adalah 2005-2014. Penelitian sebelumnya 2008-2011.
--	--	--	--	--	--

Sumber : Literatur (data diolah)

2.2 Kerangka Pemikiran

Tujuan utama perusahaan dalam jangka panjang adalah memaksimalkan nilai perusahaan, semakin tinggi nilai perusahaan maka semakin sejahtera pula pemiliknya. Nilai dari suatu perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya, dengan adanya peluang investasi maka dapat memberikan sinyal positif mengenai pertumbuhan perusahaan di masa mendatang, sehingga akan meningkatkan harga saham. Keberadaan pemegang saham dan peranan manajemen sangat penting dalam menentukan besar keuntungan dan kemakmuran yang diperoleh perusahaan. Meningkatnya nilai perusahaan akan diikuti dengan meningkatnya kemakmuran pemegang saham. Harga pasar saham merupakan cerminan dari nilai perusahaan .

Nilai perusahaan pada dasarnya dapat diukur melalui beberapa aspek, salah satunya adalah harga pasar saham perusahaan karena harga pasar saham perusahaan mencerminkan penilaian investor keseluruhan atas setiap ekuitas yang dimiliki. Harga pasar saham menunjukkan penilaian sentral dari seluruh pelaku pasar. Harga pasar saham berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan dapat bertindak sebagai pengukuran kinerja manajemen perusahaan.

Penelitian ini ditekankan pada *earning measures*, *cash flow measures* dan *value measures* yang menyangkut tentang nilai perusahaan dan akan membahas faktor-faktor yang diduga berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Faktor-faktor tersebut akan diimplementasikan ke dalam bentuk regresi untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel baik secara bersama maupun parsial. Faktor-faktor tersebut adalah *earning measures* (*return on asset*), arus kas operasi (*cash flow measures*) dan *value measures* (*economic value added*).

Earning measures merupakan pengukuran kinerja perusahaan yang mendasarkan kinerja pada *accounting profit*. Termasuk dalam kategori ini adalah *earnings per share* (EPS), *return on investment* (ROI), *return on net assets* (RONA), *return on capital employed* (ROCE) dan *return on equity* (ROE) (Helfert (2000) dalam Merderkawati Zahara dan Dwi Asih Haryanti (2011:44)).

Return on asset (ROA) atau disebut juga dengan Rentabilitas Ekonomi mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan total aset (kekayaan) yang dimiliki perusahaan setelah disesuaikan dengan biaya-biaya untuk mendanai aset tersebut. *Return on asset* (ROA) merupakan salah satu analisa keuangan yang memiliki arti penting sebagai salah satu teknik analisis keuangan yang bersifat menyeluruh. Analisa *return on asset* (ROA) merupakan teknik yang lazim digunakan oleh pimpinan perusahaan dan investor untuk mengukur efektifitas dari keseluruhan operasi perusahaan.

Return on asset (ROA) yang tinggi selain menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang tinggi dari keseluruhan investasi yang

ditanamkan dalam bentuk *asset* juga dapat berarti terjaminnya kebutuhan dana bagi perusahaan dalam operasinya dimasa yang akan datang.

Semakin tinggi rasio ini, menunjukan kinerja perusahaan yang semakin baik serta akan berdampak pada naiknya harga saham perusahaan tersebut. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan di masa depan. Nilai perusahaan yang tinggi juga mengindikasikan kemakmuran pemegang saham dimana hal tersebut sangat dikuasai oleh pemilik perusahaan (investor). Hal ini dapat menarik calon investor yang akan menanamkan dananya pada perusahaan tersebut. Nilai perusahaan ini dicerminkan oleh harga sahamnya (Himatul Ulya, 2014, 7).

Hal ini menunjukkan hubungan positif antara *return on asset* (ROA) terhadap nilai perusahaan. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Himatul Ulya (2014:11) mengemukakan bahwa *return on asset* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, hal ini sejalan dengan teori yang dikemukakan oleh Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto (2013:148) mengemukakan bahwa *return on asset* (ROA) mengukur profitabilitas yang berkaitan dengan penjualan yang dihasilkan.

Cash flow measures mendasarkan kinerja pada arus kas operasi (*operating cash flow*). Termasuk dalam kategori ini adalah *free cash flow*, *cash flow return on gross investment* (ROGI), *cash flow return on investment* (CFROI), *total shareholder return* (TSR) dan *total business return* (TBR) (Helfert (2000) dalam Merderkawati Zahara dan Dwi Asih Haryanti (2011:44)).

Informasi arus kas berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas. Informasi tersebut juga meningkatkan daya banding pelaporan kinerja operasi berbagai perusahaan karena dapat meniadakan pengaruh penggunaan perlakuan akuntansi yang berbeda terhadap transaksi dan peristiwa yang sama. Laporan arus kas melaporkan arus kas selama periode tertentu dan diklasifikasikan menurut aktivitas operasi, investasi dan pendanaan. Kunci utamanya terletak pada arus kas yang berhubungan dengan aktivitas operasi perusahaan.

Aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah operasi perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar deviden, melakukan investasi baru dan pembiayaan operasional tanpa mengandalkan sumber pendanaan dari luar (Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto, 2013, 108).

Arus kas operasi dalam suatu perusahaan merupakan salah satu faktor yang sangat penting dalam menciptakan nilai perusahaan. Untuk memaksimalkan laba dan nilai perusahaan sangatlah tidak mudah, diperlukan perencanaan, aksi dan pengendalian untuk mencapai tujuan perusahaan tersebut, karenanya perusahaan harus mampu memanfaatkan sumber daya perusahaan melalui perbaikan kinerja manajemen yaitu melalui penggunaan arus kas operasi semaksimal mungkin didalam proses siklus operasi serta melakukan efisiensi terhadap biaya-biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan dalam proses produksi. Dengan demikian analisis arus kas operasi

penting bagi perusahaan dalam mencapai suatu nilai perusahaan yang optimal (Ratih Puspitasari, 2010, 1).

Hal ini menunjukkan variabel arus kas operasi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Ratih Puspitasari (2010) mengemukakan bahwa arus kas operasi memiliki hubungan positif yang kuat dan signifikan terhadap nilai perusahaan, hal ini sejalan dengan teori yang dikemukakan oleh Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto (2013:98), bahwa diantara aktivitas operasi, aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan, aktivitas operasi yang merupakan bagian penting karena bagian ini menunjukkan arus kas yang dihasilkan dan digunakan dalam operasi.

Value measures mendasarkan kinerja pada nilai (*value based management*). Termasuk dalam kategori ini adalah *economic value added* (EVA), *market value added* (MVA), *cash value added* (CVA) dan *shareholder value* (SHV) (Helfert (2000) dalam Merderkawati Zahara dan Dwi Asih Haryanti (2011:44)).

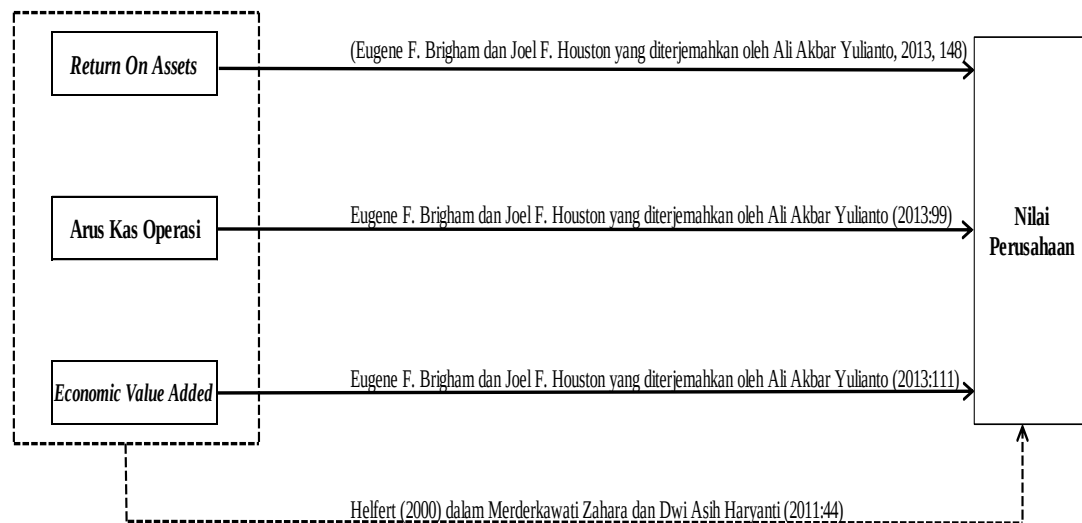
Economic value added (EVA) merupakan alat ukur kinerja keuangan untuk memperhitungkan keuntungan ekonomis perusahaan sebenarnya. EVA dapat diperhitungkan dengan laba bersih setelah pajak dikurang biaya modal yang diinvestasikan. EVA yang bernilai positif berarti perusahaan dianggap telah mampu menciptakan nilai bagi pemegang saham karena mampu menghasilkan laba operasi di atas biaya modal. Biaya modal merupakan biaya yang dikeluarkan dalam rangka memperoleh modal untuk menjalankan kegiatan operasionalnya sehingga tercapai

tujuan perusahaan (Bennet Stewart dan Joel M. Stern (1991) dalam Ibnu Ruslan Mughni dan Jubaedah (2013:2)).

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Zulfa Eka Sari (2013) *economic value added* (EVA) menunjukkan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, hal ini sejalan dengan teori yang dikemukakan oleh Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston yang dialih bahasakan oleh Ali Akbar Yulianto (2013:111) EVA merupakan estimasi laba ekonomi usaha yang sebenarnya untuk tahun tertentu, dan sangat jauh berbeda dari laba bersih akuntansi di mana laba akuntansi tidak dikurangi dengan biaya ekuitas sementara dalam penghitungan EVA biaya ini dikeluarkan.

Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini yaitu PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk. Perusahaan tersebut dijadikan objek penelitian karena PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk merupakan perusahaan informasi dan komunikasi serta penyedia jasa dan jaringan telekomunikasi terlengkap di Indonesia dan merupakan perusahaan terbesar di Indonesia.

Variabel independen yang terdiri dari *return on asset* (ROA), arus kas operasi (AKO) dan *economic value added* (EVA) secara parsial memiliki pengaruh baik positif maupun negatif terhadap variabel dependen yaitu nilai perusahaan, hal ini berarti bahwa variabel independen secara bersama juga memiliki pengaruh terhadap variabel dependen yaitu nilai perusahaan pada PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk selama periode 2005-2014 baik secara bersama maupun parsial. Dari penjelasan tersebut, berikut ini merupakan paradigma penelitian yang digunakan adalah sebagai berikut :



Gambar 2.1
Paradigma Penelitian

Keterangan :

- : Pengaruh Parsial
- : Pengaruh Bersama

2.3 Hipotesis

Berdasarkan kerangka pemikiran dan identifikasi masalah, maka penulis mengajukan hipotesis penelitian :

1. Hipotesis Bersama

Return on asset (ROA), arus kas operasi (AKO) dan *economic value added* (EVA) berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

2. Hipotesis Parsial

- a. *Return on asset* (ROA) berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
- b. Arus kas operasi (AKO) berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
- c. *Economic value added* (EVA) berpengaruh terhadap nilai perusahaan.