

PENGARUH *RETURN ON INVESTMENT* (ROI), *OPERATING CASH FLOW* (OCF) DAN *ECONOMIC VALUE ADDED* (EVA) TERHADAP *TOTAL RETURN* SAHAM PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI PASAR MODAL INDONESIA

SKRIPSI

*Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat Untuk Memperoleh
Gelar Sarjana Ekonomi Pada Fakultas Ekonomi
Universitas Negeri Padang*



OLEH:

**ADE PRATIWI ERLIANSYAH
2006 / 73416**

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG
2010**

HALAMAN PENGESAHAN SKRIPSI

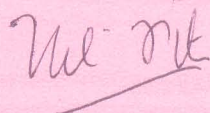
PENGARUH *RETURN ON INVESTMENT* (ROI), *OPERATING CASH FLOW* (OCF) DAN *ECONOMIC VALUE ADDED* (EVA) TERHADAP *TOTAL RETURN SAHAM* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI PASAR MODAL INDONESIA

Nama : ADE PRATIWI ERLIANSYAH
BP / NIM : 2006 / 73416
Program Studi : AKUNTANSI
Fakultas : EKONOMI

Padang, Agustus 2010

Disetujui Oleh:

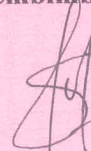
Pembimbing I



Nelvirita, SE, M.Si, Ak

NIP. 19740706 199903 2 002

Pembimbing II

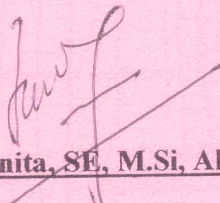


Salma Taqwa, SE, M.Si

NIP. 19730723 200604 2 001

Mengetahui,

Ketua Prodi Akuntansi



Lili Anita, SE, M.Si, Ak

NIP. 19710302 199802 2 001

HALAMAN PENGESAHAN LULUS UJIAN SKRIPSI

Dinyatakan Lulus Setelah Dipertahankan di Depan Tim Penguji Skripsi
Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi
Universitas Negeri Padang

Judul : Pengaruh *Return On Investment (ROI)*, *Operating Cash Flow (OCF)*, dan *Economic Value Added (EVA)* Terhadap *Total Return Saham* Perusahaan Manufaktur di Pasar Modal Indonesia

Nama : Ade Pratiwi Erliansyah

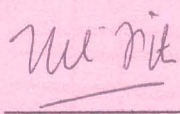
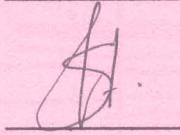
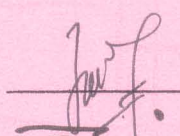
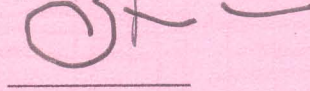
BP / NIM : 2006 / 73416

Program Studi : Akuntansi

Fakultas : Ekonomi

Padang, 13 Agustus 2010

Tim Penguji

No.	Jabatan	Nama Penguji	Tanda Tangan
1.	Ketua	: Nelvirita, SE, M.Si, Ak	
2.	Sekretaris	: Salma Taqwa, SE, M.Si	
3.	Anggota	: Lili Anita, SE, M.Si, Ak	
4.	Anggota	: Dr. H. Efrizal Syofyan, SE, M.Si, Ak	

ABSTRAK

Ade Pratiwi Erliansyah, 73416 : “Pengaruh *Return on Investment* (ROI), *Operating Cash Flow* (OCF) dan *Economic Value Added* (EVA) Terhadap *Total Return* Saham Pada Perusahaan Manufaktur di Pasar Modal Indonesia”. Skripsi. Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang. 2010

**Pembimbing: I. Nelvirita, SE, M.Si, Ak
II. Salma Taqwa, SE, M.Si, Ak**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh ROI, OCF, dan EVA terhadap *Total Return* saham perusahaan Manufaktur di pasar modal Indonesia. Penelitian ini menguji: 1) Pengaruh ROI terhadap *Total Return* saham. 2) Pengaruh OCF terhadap *Total Return* saham, dan 3) Pengaruh EVA terhadap *Total Return* saham.

Sampel penelitian sebanyak 36 perusahaan dengan tahun pengamatan selama tiga tahun yaitu dari tahun 2006 hingga tahun 2008. Tiga variabel yaitu ROI, OCF dan EVA menjadi variabel independen, sedangkan *Total Return* saham sebagai variabel dependen. Metode analisis menggunakan regresi berganda, dimana sumber data berasal dari ICMD dan laporan keuangan perusahaan melalui situs www.idx.co.id. Pengujian awal meliputi uji normalitas, multikolinearitas, autokorelasi dan uji heterokedastisitas dan kemudian dilanjutkan dengan uji statistik dengan uji determinasi, uji F dan uji t.

Hasil pengolahan data menunjukkan: 1) Analisis regresi menunjukkan pengaruh signifikan positif secara statistik ROI terhadap *total return* saham, dimana tingkat signifikansi $0,003 < 0,05$. 2) OCF berpengaruh signifikan positif secara statistik terhadap *total return* saham dengan tingkat signifikansi sebesar $0,011 < 0,05$. 3) EVA menunjukkan pengaruh signifikan negatif secara statistik terhadap *total return* saham dengan tingkat signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$.

KATA PENGANTAR

Syukur Alhamdulillah penulis panjatkan ke hadirat Allah SWT, karena dengan rahmat dan hidayah-Nya penulis dapat menyelesaikan penulisan skripsi yang berjudul “**Pengaruh *Return On Investment (ROI)*, *Operating Cash Flow (OCF)*, dan *Economic Value Added (EVA)* Terhadap *Total Return Saham* Pada Perusahaan Manufaktur di Pasar Modal Indonesia**”. Penulisan skripsi ini merupakan salah satu syarat dalam menyelesaikan program Strata satu (S1) pada Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

Dalam penyelesaian skripsi ini penulis banyak mendapat bantuan dari berbagai pihak baik secara langsung maupun tidak langsung. Penulis mengucapkan terima kasih kepada Ibu Nelvirita SE, M.Si, Ak sebagai pembimbing I dan Ibu Salma Taqwa SE, M.Si, selaku pembimbing II yang telah bersedia meluangkan waktunya untuk membimbing dan memberikan masukan pada penulis dalam menyelesaikan skripsi ini. Selesaiannya penulisan skripsi ini juga tidak terlepas dari bantuan dan dorongan berbagai pihak, untuk itu penulis juga mengucapkan terima kasih kepada :

1. Bapak Dekan dan Pembantu Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
2. Ibu Ketua dan Bapak Sekretaris Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
3. Bapak dan Ibu dosen penguji atas masukannya pada seminar proposal skripsi dan ujian skripsi.

4. Seluruh staff pengajar di Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang yang telah memberikan bekal ilmu dan pengalaman studi kepada penulis.
5. Seluruh karyawan dan staff Tata Usaha Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang yang telah memberikan pelayanan administratif.
6. Kedua orang tua (mama dan papa), kakak, adik-adik serta abang (habibi qalbi) atas doa nya, motivasi, semangat dan bantuan baik moril dan materil sehingga penulis bisa menyelesaikan skripsi ini tepat pada waktunya.
7. Rekan-rekan ekonomi angkatan 2006 pada program studi Akuntansi dan rekan-rekan yang sama-sama berjuang atas motivasi dan informasi yang sangat berguna.

Dalam penyusunan dan penulisan skripsi ini, penulis menyadari masih terdapat kekurangan. Untuk itu, penulis menerima kritik dan saran demi kesempurnaan skripsi ini. Akhir kata, penulis berharap semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi kita semua.

Padang, Agustus 2010

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN SKRIPSI.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN LULUS UJIAN SKRIPSI	iii
ABSTRAK	iv
KATA PENGANTAR.....	v
DAFTAR ISI.....	vii
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN.	xiii
BAB I. PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Perumusan Masalah	10
C. Tujuan Penelitian	10
D. Manfaat Penelitian	11
BAB II. KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL DAN	
 HIPOTESIS	
A. Kajian Teori	
1. Pengukuran Kinerja Perusahaan.....	12
2. <i>Total Return</i>	20
3. <i>Return On Investment</i> (ROI)	26
4. <i>Operating Cash Flow</i> (OCF).....	29

5. <i>Economic value Added (EVA)</i>	34
6. Penelitian Terdahulu	44
7. Pengembangan Hipotesis	46
B. Kerangka Konseptual	48
C. Hipotesis	50

BAB III. METODOLOGI PENELITIAN

A. Jenis Penelitian	51
B. Populasi dan Sampel	
1. Populasi.....	51
2. Sampel	51
C. Jenis Data dan Sumber Data.....	54
D. Variabel Penelitian	
1. Variabel Independen (X).....	54
2. Variabel Dependen (Y)	54
E. Pengukuran Variabel Penelitian	
1. Variabel Independen (X).....	55
2. Variabel Dependen (Y)	56
F. Uji Asumsi Klasik	
1. Uji Normalitas.....	57
2. Uji Multikolinearitas	57
3. Uji Heterokedasitas	57
4. Uji Autokorelasi	58
G. Teknik Analisis Data	58

H. Pengujian Model Pengukuran	
1. Uji F (F-test)	59
2. Uji Koefisien Determinasi	60
3. Uji t (t-test)	60
I. Definisi Operasional.....	61

BAB IV. TEMUAN PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Temuan Umum	
1. Gambaran Umum Pasar Modal Indonesia	63
2. Gambaran Umum Perusahaan Manufaktur di Indonesia	66
B. Deskripsi Variabel	
1. <i>Total Return</i> Saham Perusahaan Manufaktur	69
2. <i>Return On Investment</i> (ROI) Perusahaan Manufaktur	72
3. <i>Operating Cash Flow</i> (OCF) Perusahaan Manufaktur	74
4. <i>Economic Value Added</i> (EVA) Perusahaan Manufaktur	78
C. Deskriptif Statistik.....	83
D. Uji Asumsi Klasik	
1. Hasil Uji Normalitas	85
2. Hasil Uji Multikolinearitas	86
3. Hasil Uji Heterokedasitas	87
4. Hasil Uji Autokorelasi	88
E. Pengujian Model Penelitian	
1. Uji F Statistik	89
2. Uji Koefisien Determinasi	90

3. Analisis Regresi Berganda	91
4. Pengujian Hipotesis (t-Test).....	93
F. Pembahasan.	
1. Pengaruh <i>Return On Investment</i> (ROI) Terhadap <i>Total</i> <i>Return Saham</i>	95
2. Pengaruh <i>Operating Cash Flow</i> (OCF) Terhadap <i>Total</i> <i>Return Saham</i>	96
3. Pengaruh <i>Economic Value Added</i> (EVA) Terhadap <i>Total</i> <i>Return Saham</i>	98

BAB V. KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

A. Kesimpulan	102
B. Keterbatasan Penelitian.....	102
C. Saran	103

DAFTAR PUSTAKA

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1. Perkembangan ROI, OCF, EVA dan <i>Total Return</i> saham	8
2. Sampel Penelitian	52
3. Daftar Sampel Perusahaan Manufaktur	53
4. Data <i>Total Return</i> Saham Perusahaan Manufaktur Tahun 2006-2008.....	70
5. Data ROI Perusahaan Manufaktur Tahun 2006-2008	73
6. Data OCF Perusahaan Manufaktur Tahun 2006-2008	76
7. Data EVA Perusahaan Manufaktur Tahun 2006-2008.....	81
8. Deskripsi Data Penelitian	83
9. Uji Normalitas	86
10. Uji Multikolinearitas	87
11. Uji Heterokedasitas.....	88
12. Uji Autokorelasi	89
13. Uji F Statistik.....	89
14. Uji Koefisien Determinasi	90
15. Koefisien Regresi Berganda	92

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
1. Kerangka Konseptual.....	50

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
1. Perhitungan ROI (X_1)	105
2. Perhitungan OCF (X_2)	107
3. Perhitungan Biaya Hutang (K_d)	111
4. Perhitungan NOPAT	115
5. Perhitungan Tingkat Pengembalian (r)	119
6. Perhitungan Biaya Modal Sendiri (K_e)	123
7. Perhitungan Struktur Modal	127
8. Perhitungan WACC	131
9. Perhitungan EVA (X_3)	135
10. Perhitungan <i>Total Return</i> (Y)	139
11. Hasil Uji Regresi	143

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Pasar modal sebagai salah satu instrumentasi sistem keuangan merupakan salah satu tolok ukur perkembangan ekonomi suatu negara. Perkembangan pasar modal di Indonesia telah memperlihatkan kemajuan seiring dengan perkembangan ekonomi Indonesia.

Motif pemodal atau investor menanamkan dananya pada sekuritas adalah mendapatkan *return* (tingkat pengembalian) yang maksimal dengan resiko tertentu atau memperoleh *return* tertentu pada resiko yang minimal. *Return* atas pemilikan sekuritas khususnya saham dapat diperoleh dalam dua bentuk yaitu *dividend yield* dan *capital gain* (kenaikan harga jual saham di atas harga belinya). Dalam melakukan investasi sekuritas saham, investor akan memilih saham perusahaan mana yang akan memberikan *return* tinggi. Oleh karena itu *return* saham merupakan harapan investor (Tandelilin, 2001).

Return saham dapat dibedakan menjadi dua jenis yaitu *return* realisasi dan *return* ekspektasi (Jogiyanto, 2003). *Return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting sebagai dasar pengukuran kinerja perusahaan, serta sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi dan resiko di masa mendatang. Sedangkan *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan terjadi di masa mendatang dan bersifat tidak pasti (belum terjadi).

Sebelum melakukan investasi pada perusahaan tertentu, hal yang sangat perlu diperhatikan bagi seorang calon investor yaitu memastikan bahwa apakah investasinya tersebut akan mampu memberikan tingkat pengembalian (*total return*) yang diharapkan atau tidak. Untuk memastikan apakah investasinya akan memberikan tingkat pengembalian yang diharapkan, maka calon investor terlebih dahulu perlu melakukan penilaian kinerja pada perusahaan yang akan menjadi tempat kegiatan investasinya. Karena kemampuan perusahaan untuk meningkatkan atau memaksimalkan kekayaan para pemegang sahamnya dapat diketahui dari apakah perusahaan tersebut memiliki kinerja yang baik atau tidak. Dengan demikian perusahaan yang memiliki kinerja yang baik akan dapat memberikan tingkat pengembalian (*Total Return*) yang diharapkan bagi investor.

Menurut Helfert (2000), pada dasarnya pengukuran kinerja perusahaan bisa 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*, *cash flow return on gross investment* (ROGI), *cash flow return 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).

Dari pengukuran kinerja di atas, penulis memilih beberapa variabel pengukuran kinerja, diantaranya dari kategori pengukuran kinerja dengan *Earning Measures*, variabel pengukuran yang digunakan adalah *Return On Investment* (ROI). Sedangkan kategori *Cash Flow Measures*, menggunakan arus kas operasi (*operating cash flow*) per lembar saham dan kategori *Value Measures* menggunakan pengukuran *Economic Value Added* (EVA) per lembar saham. Ketiga variabel di atas akan diteliti pengaruhnya terhadap tingkat pengembalian (*total return*) saham bagi investor.

Dalam penelitian ini, pengukuran *operating cash flow* (OCF) dan *economic value added* (EVA), dibagi dengan total semua saham yang diterbitkan (*total outstanding shares*). Penggunaan jumlah saham yang beredar dikarenakan nilai arus kas operasi maupun EVA perusahaan tidak dapat disamakan nilainya dengan perusahaan lain. Sebuah perusahaan dengan jumlah arus kas operasi perusahaan maupun EVA yang tinggi belum tentu dinyatakan baik untuk menilai kinerja perusahaan jika belum memperhatikan jumlah saham yang beredar, begitu pula sebaliknya. Untuk itu perlu dilakukan penyetaraan dengan cara membaginya dengan jumlah saham yang beredar di masing-masing perusahaan (Pradhono, 2004).

Husnan (2002), mengemukakan bahwa *Return On Investment* (ROI) merupakan salah satu rasio profitabilitas yang menunjukkan seberapa banyak laba bersih yang bisa diperoleh dari seluruh kekayaan yang dimiliki

perusahaan. Rasio ini mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Rasio ini merupakan rasio terpenting diantara rasio rentabilitas/profitabilitas yang lainnya. ROI merupakan rasio keuangan yang dominan mempengaruhi *return* saham, karena ROI merupakan *earning power* keuangan perusahaan. Semakin besar ROI menunjukkan kinerja yang semakin baik, karena tingkat pengembalian semakin besar.

Munawir (2000:89) menambahkan, analisis ROI dalam analisis rasio keuangan memiliki arti yang penting sebagai salah satu teknik analisis rasio keuangan yang bersifat menyeluruh (komprehensif). Analisis ROI lazim digunakan oleh pihak manajemen untuk mengukur efektivitas operasi perusahaan secara menyeluruh.

Menilai kinerja perusahaan tidak cukup hanya menggunakan laba akuntansi saja. Laba akuntansi tidak mempunyai makna riil apabila tidak didukung oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas. Oleh karena itu, diperlukan laporan arus kas yang secara tepat menggambarkan waktu, manfaat, dan biaya, yaitu saat uang diterima, saat dapat diinvestasikan kembali dan saat harus dibayarkan. Laporan ini penting bagi para analis keuangan, terutama untuk membantu memfokuskan pada arus kas yang terjadi akibat kegiatan operasi perusahaan (*operating cash flow*), dan diharapkan mampu memberikan referensi yang memadai selain *earnings* (Miranda, 2003).

Menurut Pradhono (2004), 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. Namun, jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi (*operating cash flow*) merupakan indikator penting yang menentukan apakah dari operasinya perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar dividen dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendanaan dari luar.

Analisis arus kas ini dipandang penting untuk diperhatikan karena laporan arus kas merupakan bagian yang terintegrasi dari pelaporan keuangan perusahaan secara keseluruhan, namun lebih dari itu kas merupakan aktiva perusahaan yang paling lancar/likuid, serta menawarkan likuiditas serta fleksibilitas bagi perusahaan. Laporan arus kas disebut juga sebagai laporan perubahan posisi finansial atau laporan aliran dana perusahaan. Suatu perusahaan apabila arus kasnya baik maka akan dapat menarik perhatian investor untuk berinvestasi. Sehingga dapat dikatakan, bahwa informasi arus kas merupakan informasi penting yang dibutuhkan investor untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas bagi investor, maupun untuk membayar kewajiban perusahaan yang jatuh tempo serta kegiatan operasional perusahaan sehari-hari (Tandelilin, 2001:237).

Salah satu jenis pengukuran kinerja dengan konsep *value based* adalah *Economic Value Added* (EVA), salah satu varian *value based management* (Stewart, dalam Miranda 2003). Dipopulerkan dan dipatenkan oleh Stewart & Company, sebuah konsultan manajemen terkemuka. EVA menghitung *economic profit* dan bukan *accounting profit*. Pada dasarnya, EVA mengukur nilai tambah dalam suatu periode tertentu. Nilai tambah ini tercipta apabila perusahaan memperoleh keuntungan (*profit*) di atas *cost of capital* perusahaan. Secara matematis, EVA dihitung dari laba setelah pajak dikurangi dengan *cost of capital* tahunan atau beban biaya modal. Para investor menyukai EVA karena metode ini mengkaitkan laba dengan jumlah sumber daya yang diperlukan untuk memperoleh laba tersebut.

Sebagai pengukur kinerja perusahaan, EVA tidak hanya melihat tingkat pengembalian, tetapi juga mempertimbangkan tingkat resiko perusahaan. Jika EVA positif, berarti menunjukkan terjadi nilai tambah ekonomis bagi perusahaan, sebaliknya EVA negatif berarti tidak menunjukkan adanya nilai tambah ekonomis bagi perusahaan. Jika nilai EVA sama dengan 0 (nol), berarti perusahaan berada pada titik impas dan tidak menciptakan tambahan nilai ekonomis bagi perusahaan dan pemegang saham (Tandelilin, 2001).

Menurut Rahmat (2008), keterkaitan antara EVA dan tingkat pengembalian saham dilihat dari nilai saham pada bursa. Perusahaan yang menerapkan EVA dapat menghasilkan informasi mengenai tingkat pengembalian saham yang lebih riil. Hal ini dikarenakan perusahaan bisa

menentukan apakah tingkat pengembalian sahamnya dapat menutupi biaya modal yang dikeluarkan. Dengan demikian informasi yang ditimbulkan perusahaan dapat menjadi pedoman yang akurat bagi investor dalam memilih jenis investasi. Menurut Brigham (2006), EVA menyajikan suatu ukuran yang baik mengenai sejauh mana perusahaan telah memberikan tambahan nilai bagi pemegang saham. Oleh karena itu, jika manager berfokus pada EVA, hal ini akan dapat membantu memaksimalkan bahwa mereka telah menjalankan operasi perusahaan dengan cara yang konsisten dengan tujuan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Tabel 1
Perkembangan ROI, OCF, EVA dan Total Return
Pada Perusahaan Manufaktur dari tahun 2006-2008

Nama Perusahaan	Tahun	ROI (%)	OCF (Rp/lbr)	EVA (Rp/lbr)	Total Return (%)
PT. Aqua Golden Mississippi Tbk	2006	6,14	4.304,66	2.481.839,02	75,18
	2007	7,39	8.812,10	5.451.370,93	17,73
	2008	8,21	9.402,79	4.894.710,68	-0,60
PT. Delta Djakarta Tbk	2006	7,58	1.130,84	2.434.799,45	-34,04
	2007	7,99	5.450,05	4.387.670,28	-21,07
	2008	11,99	10.113,33	10.248.172,49	25,18
PT. Fast Food Indonesia Tbk	2006	14,25	371,89	75.402,46	52,77
	2007	16,29	536,26	183.614,65	36,45
	2008	15,96	505,51	246.397,22	28,37

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 2009

Tabel 1 di atas menunjukkan bahwa PT. Aqua Qolden Mississippi Tbk dari tahun 2006-2008, mengalami peningkatan nilai ROI, OCF, dan EVA. Namun, peningkatan tersebut tidak dibarengi oleh peningkatan *Total Return* saham seperti yang dijelaskan oleh teori. Hal serupa juga terjadi pada PT. Fast Food Indonesia Tbk, dimana memiliki nilai ROI, OCF dan EVA juga mengalami peningkatan dari tahun 2006-2008. Namun, *Total Return* saham

perusahaan ini malah mengalami penurunan. Berbeda dengan data yang dikumpulkan oleh PT Delta Djakarta Tbk, memiliki ROI, OCF, dan EVA yang mengalami peningkatan dari tahun 2006-2008, hal ini juga mendorong terjadinya peningkatan pada *Total Return* saham perusahaan.

Berdasarkan kenyataan tersebut, penelitian sebelumnya yang dilakukan Miranda (2003) mengidentifikasi pengaruh penilaian kinerja dengan konsep konvensional (menggunakan variabel ROI dan OCF) dan *value based* (menggunakan variabel EVA), berpengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima pemegang saham. Ayuk (2006) juga mengungkapkan adanya pengaruh ROA dan ROE secara bersama-sama terhadap *rate of return* saham. Kemudian penelitian yang dilakukan Fandi (2006) dimana menganalisis pengaruh ROI, ROE, OCF dan EVA terhadap *rate of return* menyimpulkan ROI, ROE, dan OCF berpengaruh signifikan terhadap *rate of return* dan EVA merupakan indikator yang harus dipertimbangkan oleh investor untuk mengukur kinerja perusahaan dalam rangka mengambil keputusan investasi selain menggunakan ROI.

Namun Biddle, Bowen dan Wallace dalam Pradhono (2004), menguji pernyataan bahwa EVA mempunyai pengaruh yang lebih nyata terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham dan nilai perusahaan, dibandingkan dengan *residual income*, arus kas operasi dan *accrual earnings*, serta mengevaluasi komponen unik EVA mana yang mempunyai pengaruh terhadap *return*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa ternyata *earnings* memiliki pengaruh yang lebih nyata dibandingkan dengan EVA, *residual*

income dan arus kas operasi. Selain itu, tidak ada komponen unik EVA yang mempunyai pengaruh nyata terhadap *return*.

Berdasarkan latar belakang yang telah dipaparkan di atas, terdapat perbedaan kesimpulan antara keterkaitan penilaian kinerja dengan menggunakan alat ukur ROI, OCF, atau EVA terhadap *total return* saham. Oleh sebab itu penulis tertarik meneliti kembali keterkaitan variabel di atas pada industri manufaktur yang *listing* di pasar modal Indonesia.

Industri manufaktur untuk jangka waktu 5-10 tahun yang akan datang merupakan industri dengan prospek yang cukup bagus mengingat semakin pesatnya pertumbuhan penduduk. Sehingga sektor manufaktur merupakan lahan yang paling strategis untuk berinvestasi yang akan memberikan keuntungan yang tinggi untuk setiap tahunnya.

Perusahaan manufaktur adalah suatu jenis perusahaan yang dalam kegiatannya berusaha mengolah bahan dasar secara mekanik, kimia atau dengan tangan sehingga menjadi barang jadi atau barang yang kurang nilainya menjadi barang yang memiliki nilai yang tinggi pada pemakaian terakhir. Sehingga perusahaan manufaktur adalah perusahaan yang memiliki prospek yang baik dan banyak dilirik oleh para investor.

Perusahaan manufaktur merupakan jumlah emiten yang terbesar dibanding dengan jumlah emiten yang *listing* di BEI. Dengan jumlah besar tersebut perusahaan-perusahaan manufaktur mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap dinamika perdagangan saham di BEI.

Melihat hal tersebut maka penulis tertarik untuk menulis skripsi dengan judul : “**Pengaruh *Return On Investment (ROI)*, *Operating Cash Flow (OCF)*, dan *Economic Value Added (EVA)* Terhadap *Total Return Saham* Pada Perusahaan Manufaktur di Pasar Modal Indonesia.**”

B. Perumusan Masalah

Sehubungan dengan uraian di atas dan sesuai dengan judul yang penulis kemukakan, maka masalah yang akan dibahas adalah:

1. Bagaimana pengaruh *Return On Investment (ROI)* terhadap *Total Return* saham.
2. Bagaimana pengaruh *Operating Cash Flow (OCF)* terhadap *Total Return* saham.
3. Bagaimana pengaruh *Economic Value Added (EVA)* terhadap *Total Return* saham.

C. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk menemukan bukti empiris tentang pengaruh *Return On Investment (ROI)* terhadap *Total Return* saham.
2. Untuk menemukan bukti empiris tentang pengaruh *Operating Cash Flow (OCF)* terhadap *Total Return* saham.
3. Untuk menemukan bukti empiris tentang pengaruh *Economic Value Added (EVA)* terhadap *Total Return* saham.

D. Manfaat Penelitian

Manfaat yang hendak dicapai dari penelitian ini adalah :

1. Bagi penulis sebagai bahan ilmu pengetahuan yang membimbing penulis dalam mempelajari keterkaitan ilmu akuntansi dalam kajian pasar modal.
2. Bagi investor dan calon investor, dapat melakukan penilaian kinerja terhadap saham yang akan diperjual-belikan di pasar modal sehingga dapat menghasilkan keputusan pendanaan yang tepat.
3. Bagi emiten, dapat digunakan untuk alat ukur penilaian kinerja dan memprediksi rasio-rasio keuangan yang berpengaruh signifikan dan meningkatkan total *return* perusahaan, sehingga manajer perusahaan dapat menentukan strategi yang dapat meningkatkan *total return* perusahaan.
4. Bagi para akademisi dan peneliti selanjutnya sebagai bukti empiris pengaruh penilaian kinerja dengan alat ukur ROI, OCF dan EVA terhadap *total return* saham, memperkuat teori sebelumnya dan gambaran yang memadai untuk melanjutkan penelitian sejenis.

BAB II

KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

A. Kajian Teori

1. Pengukuran Kinerja Perusahaan

a. Pengertian Pengukuran Kinerja Perusahaan

Kinerja dapat diartikan sebagai kemampuan seseorang atau perusahaan dalam mengerjakan atau menghasilkan suatu pekerjaan yang dapat dilihat prestasi kerjanya atau yang mencerminkan potensi atau kredibilitas perusahaan tersebut yang nantinya juga mencerminkan sehat atau tidaknya suatu perusahaan.

Pengertian kinerja dalam Standar Akuntansi Keuangan (SAK) yang disusun oleh Ikatan Akuntan Indonesia (2004) menjelaskan tentang pentingnya informasi dari kinerja perusahaan yaitu :

“Informasi kinerja perusahaan, terutama profitabilitas, diperlukan untuk menilai perubahan potensial sumber daya ekonomi yang mungkin dikendalikan di masa depan. Informasi kinerja bermanfaat memprediksi kapasitas perusahaan dalam menghasilkan arus kas dan sumber daya yang ada. Disamping itu, informasi tersebut juga berguna dalam perumusan pertimbangan tentang efektifitas perusahaan dalam memanfaatkan tambahan sumber daya”.

Kinerja perusahaan adalah suatu tampilan tentang kondisi *financial* perusahaan selama periode waktu tertentu. Untuk mengukur keberhasilan suatu perusahaan pada umumnya berfokus pada laporan keuangan disamping data-data non keuangan lain yang bersifat sebagai penunjang. Informasi kinerja bermanfaat untuk memprediksi

kapasitas perusahaan dalam menghasilkan arus kas dari sumber dana yang ada.

Menurut Yuwono, dkk (2003:23), mendefinisikan pengukuran kinerja sebagai berikut :

“Pengukuran kinerja adalah tindakan pengukuran yang dilakukan terhadap berbagai aktifitas dalam rantai nilai yang ada dalam perusahaan. Hasil pengukuran tersebut kemudian digunakan sebagai umpan balik yang akan memberikan informasi tentang prestasi pelaksanaan suatu rencana dan titik dimana perusahaan memerlukan penyesuaian-penyesuaian atas aktifitas perencanaan dan pengendalian”.

Menurut Stout yang dikutip oleh Bastian (2001:329), mendefinisikan pengukuran kinerja sebagai berikut :

“Pengukuran kinerja merupakan proses mencatat dan mengukur pencapaian pelaksanaan kegiatan dalam arah pencapaian misi melalui hasil-hasil yang ditampilkan berupa produk jasa ataupun suatu proses”.

Maksudnya setiap kegiatan perusahaan harus dapat diukur dan dinyatakan keterkaitannya dengan pencapaian arah perusahaan yang akan datang yang dinyatakan dalam visi dan misi perusahaan.

Menurut Helfert (2000) dalam Pradhono (2004), pada dasarnya pengukuran kinerja perusahaan bisa dikelompokkan dalam tiga kategori, yaitu:

1) *Earnings Measures*

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*

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).

3) *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).

Kinerja perusahaan dapat diukur dari laporan keuangan yang dikeluarkan secara periodik. Laporan keuangan berupa neraca, rugi-laba, arus kas, dan perubahan modal yang secara bersama-sama memberikan suatu gambaran tentang posisi keuangan perusahaan. Informasi yang terkandung dalam laporan keuangan digunakan investor untuk memperoleh perkiraan tentang laba dan deviden dimasa mendatang dan resiko atas penilaian tersebut (Weston dan Brigham, dalam Ayuk 2006). Dengan demikian pengukuran kinerja keuangan dari laporan keuangan dapat digunakan sebagai alat ukur pertumbuhan kekayaan pemegang saham (investor).

b. Manfaat Penilaian Kinerja

Menurut Mulyadi (2001:416), penilaian kinerja dimanfaatkan oleh manajemen untuk :

- 1) Mengelola operasi secara efektif dan efisien melalui pemotivasian karyawan secara umum.
- 2) Membantu pengambilan keputusan yang bersangkutan dengan, seperti: promosi, transfer, dan pemberhentian.
- 3) Mengidentifikasi kebutuhan pelatihan dan pengembangan karyawan dan untuk menyediakan kriteria seleksi dan evaluasi program pelatihan karyawan.
- 4) Menyediakan umpan balik bagi karyawan mengenai bagaimana atasan mereka menilai kinerja mereka.
- 5) Menyediakan suatu dasar bagi distribusi penghargaan.

c. Tujuan Penilaian Kinerja Perusahaan

Tujuan penilaian kinerja perusahaan menurut Munawir (2000:31) adalah sebagai berikut:

- 1) Untuk mengetahui tingkat likuiditas, yaitu kemampuan perusahaan untuk memperoleh kewajibannya yang harus segera dipenuhi atau kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya pada saat ditagih.
- 2) Untuk mengetahui tingkat solvabilitas, yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya apabila

perusahaan tersebut dilikuidasi baik kewajiban keuangan jangka pendek maupun jangka panjang.

- 3) Untuk mengetahui tingkat rentabilitas atau profitabilitas, yaitu menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu.
- 4) Untuk mengetahui tingkat stabilitas usaha, yaitu kemampuan perusahaan untuk melakukan usahanya dengan stabil, yang diukur dengan mempertimbangkan kemampuan perusahaan untuk membayar beban bunga atas hutang-hutangnya termasuk membayar kembali pokok hutangnya tepat pada waktunya serta kemampuan membayar deviden secara teratur kepada para pemegang saham tanpa mengalami hambatan atau krisis keuangan.

d. Ukuran Kinerja Perusahaan

Ukuran kinerja keuangan perusahaan dapat digunakan mengukur kinerja kuantitatif terdapat tiga macam, yaitu: (Mulyadi, 2001:434-435).

1) Ukuran kriteria tunggal (*Single Criterium*)

Ukuran ini merupakan suatu ukuran untuk menilai kinerja yang hanya menggunakan satu ukuran untuk menilai kinerja manajer.

2) Ukuran kriteria beragam (*Multiple Criterium*)

Ukuran kriteria beragam merupakan cara untuk mengatasi kelemahan kriteria tunggal dalam pengukuran kinerja. Tujuan

kriteria beragam ini adalah agar manajer yang diukur kinerjanya mengarahkan usahanya kepada berbagai kriteria kinerja.

3) Ukuran kriteria gabungan (*Composite Criterium*)

Ukuran ini merupakan ukuran kinerja yang menggunakan berbagai macam ukuran, memperhitungkan bobot masing-masing ukuran dalam pengukuran kinerja.

Secara umum, ada banyak teknik analisis dalam melakukan penilaian investasi, tetapi yang paling banyak dipakai adalah analisis yang bersifat fundamental, analisis teknikal, analisis ekonomi, dan analisis rasio keuangan (Anoraga, 2003:108).

Analisis Fundamental merupakan analisis ini sangat berhubungan dengan kondisi keuangan perusahaan. Dengan analisis ini diharapkan calon investor akan mengetahui bagaimana operasional dari perusahaan yang nantinya menjadi milik investor. Hal ini penting karena nantinya akan berhubungan dengan hasil yang akan diperoleh dari investasi dari risiko yang harus ditanggung.

Analisis fundamental mempunyai konsep dasar bahwa nilai saham sebuah perusahaan tercermin dalam kinerja perusahaan tersebut. Apabila kinerja keuangan perusahaan menunjukkan adanya prospek yang baik, maka sahamnya akan diminati investor dan harganya meningkat (Harianto dan Sudomo, 2001:212). Dengan meningkatnya harga saham tentunya *return* saham yang diterima investor juga meningkat.

Analisis Teknikal sering dipakai oleh investor, dan biasanya data atau catatan pasar yang digunakan berupa grafik. Analisis ini berupaya untuk memprediksikan pertumbuhan laba dimasa yang akan datang dengan mengamati perubahan laba di masa lalu. Teknik ini mengabaikan hal-hal yang berkaitan dengan posisi keuangan perusahaan. Berbeda dengan analisis fundamental, analisis teknikal tidak memperhatikan faktor-faktor fundamental (seperti kebijakan pemerintah, pertumbuhan ekonomi, pertumbuhan laba, pertumbuhan penjualan perusahaan, perkembangan tingkat bunga, dan sebagainya) yang mungkin mempengaruhi harga saham.

Analisis Ekonomi, analisis ini cukup penting bagi seorang investor, karena keadaan perekonomian seringkali berpengaruh terhadap analisis efek secara keseluruhan. Untuk itu investor perlu memperhatikan pertumbuhan ekonomi dengan baik, agar tidak mengalami kerugian.

Analisis Rasio Keuangan dapat dikelompokkan menjadi 5 jenis berdasarkan ruang lingkupnya, yaitu: (Ang, 2007)

1) Rasio Likuiditas

Rasio ini menyatakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya dalam jangka pendek. Rasio likuiditas terdiri dari:

Current Ratio, *Quick Ratio*, dan *Net Working Capital*.

2) Rasio Solvabilitas

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjang. Rasio solvabilitas terdiri dari: *Debt Ratio, debt to Equity Ratio, Long Term Debt to equity Ratio, long Term Debt to Capitalization Ratio, Times Interest Earned, Cash Flow Interest Coverage, Cash Flow Interest Coverage, Cash Flow to Net Income*, dan *Cash Return on Sales*.

3) Rasio Aktivitas

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan harta yang dimilikinya. Rasio Aktivitas terdiri dari: *Total Asset Turnover, Fixed Asset Turnover, Account Receivable Turnover, Inventory Turnover, Average Collection Period*, dan *Day's Sales in Inventory*.

4) Rasio Rentabilitas/Profitabilitas

Rasio ini menunjukkan kemampuan dari perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Rasio rentabilitas terdiri dari: *Gross Profit Margin, Net Profit Margin, Return on Assets, Return on Equity*, dan *Operating Ratio*.

5) Rasio Pasar

Rasio ini menunjukkan informasi penting perusahaan dan diungkapkan dalam basis per saham. Rasio pasar terdiri dari: *Dividend Yield, Dividend Per Share, Dividend Payout Ratio, Price*

Earning Ratio, Earning Per Share, Book Value Per Share, dan Price to Book Value.

2. Total Return

Total Return atau disebut juga dengan *Rate of Return* (ROR) adalah tingkat pengembalian saham atas investasi yang dilakukan oleh investor. Komposisi penghitungan *total return* adalah *capital gain (loss)* dan *yield*. *Capital gain (loss)* merupakan selisih laba/rugi karena perbedaan harga sekarang yang lebih tinggi atau lebih rendah bila dibandingkan dengan harga periode waktu sebelumnya. Sedangkan *yield* merupakan persentase penerimaan kas secara periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari sebuah investasi. Untuk saham, *yield* merupakan persentase deviden terhadap harga saham periode sebelumnya (Jogiyanto,2003:111).

Menurut Jones dalam Yulia (2007), “*return is yield and capital gain (loss)*”. (1) *Yield*, yaitu *cash flow* yang dibayarkan secara periodik kepada pemegang saham (dalam bentuk deviden), (2) *Capital gain (loss)*, yaitu selisih antara harga saham pada saat pembelian dengan harga saham pada saat penjualan. Bila harga saham pada akhir periode lebih tinggi dari harga awalnya, maka dikatakan investor memperoleh *capital gain*, sedangkan bila yang terjadi sebaliknya maka investor dikatakan memperoleh *capital loss*.

Berdasarkan pendapat yang telah dikemukakan, dapat diambil kesimpulan *return* saham adalah keuntungan yang diperoleh dari kepemilikan saham investor atas investasi yang dilakukan yang terdiri dari *dividend* dan *capital gain / loss*.

Tingkat pengembalian dari investasi dapat dibedakan atas dua jenis yang dikemukakan oleh Jogiyanto (2003:109) :

a. Tingkat pengembalian yang diharapkan (*Expected Return*)

Tingkat pengembalian ini merupakan tingkat pengembalian yang diantisipasi oleh investor di masa datang. *Return* ekspektasi (*expected return*) dapat dihitung dengan mengalikan masing-masing hasil masa depan (*out come*) dengan probabilitas kejadiannya dan menjumlahkan semua produk perkalian tersebut. Secara matematika, *return* ekspektasi dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$E(R_i) = \sum_{j=1}^n (R_{ij} - P_j)$$

Dimana :

$E(R_i)$ = *return* ekspektasi suatu aktiva atau sekuritas ke-i

R_{ij} = hasil masa depan ke-j untuk sekuritas ke-i

P_j = probabilitas hasil masa depan ke-j (untuk sekuritas ke-i)

n = jumlah dari hasil masa depan

b. Tingkat pengembalian yang terjadi (*Realized Return*)

Tingkat pengembalian ini adalah tingkat pengembalian aktual merupakan tingkat pengembalian yang telah diperoleh investor pada

masa lalu. *Return* realisasi dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan.

1) Return Total (*total return*)

Return total merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode yang tertentu. *Return* total terdiri dari :

- (a) *Capital gain (loss)*, merupakan selisih untung (rugi) dari harga investasi sekarang relative dengan harga periode yang lalu.

$$\text{Capital Gain atau Capital loss} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

- (b) *Yield*, merupakan persentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi. Untuk saham, *yield* adalah persentase dividen terhadap harga saham periode sebelumnya.

$$\text{Return} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \text{Yield}$$

2) Relatif return (*relative return*)

Relatif *return* (*relative return*) dapat digunakan yaitu dengan menambahkan nilai 1 terhadap nilai *return* total sebagai berikut :

$$\text{Relative Return} = \frac{P_t - P_{t-1} + Dt}{P_{t-1}} + 1$$

3) Kumulatif *Return*

Return total hanya mengukur total dari kemakmuran yang dimiliki.

Untuk mengetahui total kemakmuran, indeks kemakmuran kumulatif (*cumulative wealth indeks*) dapat digunakan sebagai berikut :

$$IKK = KK_0 (1+R_1)(1+R_2).....(1+R_n)$$

Dimana :

IKK = indeks kemakmuran kumulatif, mulai dari periode pertama sampai ke-n

KK_0 = kekayaan awal, biasanya digunakan nilai Rp.1

R_t = *return* period ke-t, mulai dari awal periode ($t=1$) sampai ke akhir periode ($t=n$)

4) *Return* Disesuaikan

Return ini disebut juga dengan *return* riil (*real return*) atau *return* yang disesuaikan dengan inflasi (*inflation adjusted return*) sebagai berikut:

$$R_{IA} = \frac{(1 + R)}{(1 + IF)} - 1$$

Dimana :

R = *return* disesuaikan dengan tingkat inflasi

R = *return* normal

IF = tingkat inflasi

5) Rata rata Geometrik (*geometric mean*)

Digunakan untuk menghitung rata-rata yang memperhatikan tingkat pertumbuhan kumulatif dari waktu ke waktu. Rata-rata geometri dihitung dengan rumus

$$RG = [(1 + R_1)(1 + R_2).....(1 + R_n)]^{1/n} - 1$$

Dimana :

RG = rata-rata geometri

Ri = *return* untuk periode ke-i

n = jumlah dari *return*

Dalam menghitung *total return* dapat digunakan rumus sebagai berikut (Jogiyanto, 2003) :

Total Return = *Capital gain* (loss) + *Yield*

$$= \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_t} \times 100\%$$

Dimana :

P_t : Harga saham sekarang

P_{t-1} : Harga saham periode lalu

D_t : Deviden yang dibayarkan sekarang

Return merupakan salah satu variabel kunci dalam berinvestasi. *Return* memungkinkan seseorang investor untuk membandingkan keuntunagn aktual ataupun keuntungan yang diharapkan yang disediakan oleh satuan pada tingkat pengembalian yang diinginkan. Disisi lain, *return* memiliki peran yang sangat signifikan di dalam menentukan nilai dari

sebuah saham perusahaan. Melalui perannya yang signifikan tersebut tidaklah berlebihan bila dikatakan bahwa perbincangan mengenai nilai dari sebuah saham akan selalu berpusat pada *return* ini.

Ditambahkan lagi oleh Jogyanto (1998:85), membedakan konsep *return* saham menjadi dua kelompok, yaitu *return* tunggal dan *return* portofolio. *Return* tunggal merupakan *return* yang diperoleh dari investasi yang berupa *return* realisasi dan *return* ekspektasi. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang terjadi yang dihitung berdasarkan data historis dan berfungsi sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. *Return* historis juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi dimasa mendatang.

Menurut Anoraga (2003) saham adalah hak atas suatu bentuk yang memudahkan dan tidak langsung dari kepemilikan melalui penanaman modal yang mana akan memperoleh suatu pendapatan deviden.

Dari pendapat diatas dapat disimpulkan bahwa saham yaitu bukti penyertaan modal disuatu perusahaan atau merupakan bukti kepemilikan atas suatu perusahaan. Macam-macam hasil (*return*) yang diterima pada investor dan investasi saham pada umumnya dibedakan atas tiga bagian, yaitu :

a. Deviden

Deviden adalah bagian laba / pendapatan yang ditetapkan oleh direksi dan disahkan oleh RUPS untuk dibagikan kepada pemegang saham.

b. *Capital Gains*

Capital gains yaitu selisih positif antara harga penjualan saham dengan harga pembelian. Jika harga jual lebih tinggi dari harga beli, maka investor mendapat keuntungan (*capital gain*). Namun jika terjadi sebaliknya maka investor akan mengalami kerugian (*capital loss*).

c. Jika perusahaan dilikuidasi dan setelah melunasi seluruh kewajibannya terdapat sisa, maka sisa tersebut akan dibagikan kepada pemegang saham.

3. *Return On Investment (ROI)*

Return On Investment (ROI) adalah salah satu bentuk dari rasio profitabilitas yang dimaksudkan untuk mengukur kemampuan perusahaan atas keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktivitas yang digunakan untuk aktivitas operasi perusahaan dengan tujuan menghasilkan laba dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. *Return On Investment (ROI)* merupakan rasio yang terpenting di antara rasio profitabilitas yang ada. Semakin besar ROI menunjukkan kinerja yang semakin baik, karena tingkat pengembalian yang semakin besar (Tandelilin: 2001).

Return On Investment (ROI) atau yang disebut juga dengan *Return On Asset (ROA)* diperoleh dengan cara membagi laba bersih setelah pajak (*Earning After Tax / EAT*) dengan jumlah asset perusahaan (*Total Asset*). Secara matematis ROI dapat dirumuskan sebagai berikut (Brigham, 2006):

$$ROI = \frac{EAT}{Total Asset}$$

a. Manfaat *Return On Investment (ROI)*

Menurut Munawir (2001 : 91-92) adalah :

- 1) Jika perusahaan telah menjalankan praktik akuntansi dengan baik maka dengan analisis ROI dapat diukur efisiensi penggunaan modal yang menyeluruh, yang sensitif terhadap setiap hal yang mempengaruhi keadaan keuangan perusahaan.
- 2) Dapat diperbandingkan dengan rasio industri sehingga dapat diketahui posisi perusahaan terhadap industri. Hal ini merupakan salah satu langkah dalam perencanaan strategi.
- 3) Selain berguna untuk kepentingan kontrol, analisis ROI juga berguna untuk kepentingan perencanaan.

Menurut Halim dan Supomo dalam Ayuk 2006 adalah :

- 1) Perhatian manajemen dititik beratkan pada maksimalisasi laba atas modal yang diinvestasikan.
- 2) ROI dapat dipergunakan untuk mengukur efisiensi tindakan-tindakan yang dilakukan oleh setiap divisinya dan pemanfaatan akuntansi divisinya. Selanjutnya dengan ROI akan menyajikan perbandingan berbagai macain prestasi antar divisi secara obyektif. ROI akan mendorong divisi untuk menggunakan dalam memperoleh aktiva yang diperkirakan dapat meningkatkan ROI tersebut.

- 3) Analisa ROI dapat juga digunakan untuk mengukur profitabilitas dari masing-masing produksi yang dihasilkan oleh perusahaan.

b. Kelemahan *Return On Investment* (ROI)

Menurut Munawir (2001 : 94) adalah :

- 1) ROI sebagai pengukur divisi sangat dipengaruhi oleh metode depresiasi aktiva tetap.
- 2) ROI mengandung distorsi yang cukup besar terutama dalam kondisi inflasi. ROI akan cenderung tinggi akibat dan penyesuaian (kenaikan) harga jual, sementara itu beberapa komponen biaya masih dinilai dengan harga distorsi.

Menurut Halim dan Supomo dalam Ayuk (2006) adalah:

- 1) ROI lebih menitikberatkan pada maksimasi pada rasio laba dibandingkan jumlah absolut laba.
- 2) Manajer divisi enggan menambah investasi yang menghasilkan ROI rendah dalam jangka panjang.
- 3) Manajer divisi mungkin mengambil investasi yang menguntungkan divisinya dalam jangka pendek tetapi dalam jangka panjang bertentangan dengan keputusan perusahaan.
- 4) Kurang mendorong divisi untuk menambah investasi, jika ROI yang diharapkan untuk divisi itu terlalu tinggi.

4. *Operating Cash Flow (OCF)*

Perusahaan membutuhkan kas untuk melaksanakan usaha, untuk melunasi kewajiban dan untuk membagikan deviden kepada investor, serta berbagai keperluan lainnya. Informasi yang berguna namun tidak lengkap atas sumber dan penggunaan kas terdapat dalam neraca komparatif dan laporan laba rugi. Sebagian informasi kas yang bisa didapat dari komponen-komponen laporan keuangan tersebut juga dapat memberikan informasi mengenai arus kas bersih (*free cash flow*) yang tersedia untuk informasi. Namun terdapat banyak ragam dari berbagai penelitian untuk menentukan nilai murni untuk investor tersebut. Adapun gambaran yang menyeluruh atas arus kas di dapat dari laporan arus kas. Laporan ini penting bagi analis dan menyediakan informasi untuk menjawab berbagai pertanyaan pengguna laporan (Subramanyam, 2005:5).

Secara teoritis, setelah Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) pada PSAK No. 2 mengenai laporan arus kas mengharuskan perusahaan yang sudah *go publik* menyajikan laporan arus kas, maka seluruh informasi keuangan di perusahaan semakin mudah diketahui investor. Oleh sebab itu, hal ini akan berdampak pada reaksi investor dalam menanggapi informasi tersebut, termasuk pula berpengaruh pada volume perdagangan dan harga permintaan maupun harga penawaran saham yang diperjualbelikan.

Arus kas mempunyai tambahan kandungan informasi setelah regulator mengharuskan perusahaan untuk menerbitkan informasi arus kas

di dalam laporan keuangan. Informasi arus kas, terutama yang berasal dari operasi perusahaan, mempunyai relevansi yang lebih untuk mengambil keputusan ekonomi dibandingkan dengan informasi perubahan posisi keuangan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pernyataan yang dikeluarkan oleh FASB (SFAS No. 95) dan IAI yang mengganti laporan perubahan posisi keuangan dengan laporan arus kas dimaksudkan untuk meningkatkan nilai informasi yang dipublikasikan.

a. Tujuan Laporan Arus Kas

Laporan arus kas dibuat oleh perusahaan dengan tujuan untuk menyediakan informasi tentang penerimaan kas dan pembayaran kas dari suatu perusahaan selama suatu periode tertentu. Tujuan lainnya adalah untuk memaparkan informasi tentang kegiatan-kegiatan operasi, investasi, dan pendanaan dari perusahaan tersebut. Selain itu laporan arus kas juga dapat memasok informasi yang memungkinkan para pemakai untuk mengevaluasi perubahan dalam aktiva bersih perusahaan, dan struktur keuangan (termasuk likuiditas dan solvabilitas).

Bagi pihak internal laporan arus kas dapat digunakan untuk menentukan kebijakan deviden, kebijakan investasi dan pendanaan. Sedangkan bagi pihak eksternal, laporan arus kas dapat digunakan untuk menentukan kemampuan perusahaan dalam membayar deviden, kemampuan membayar hutang dengan kas dari operasi dan menentukan

proporsi kas yang berasal dari operasi dibandingkan kas yang berasal dari sumber pendanaan.

b. Manfaat Laporan Arus Kas

Informasi arus kas dapat digunakan untuk mengevaluasi perubahan dalam aktiva bersih perusahaan, struktur keuangan (termasuk likuiditas dan solvabilitas), dan kemampuan untuk mempengaruhi jumlah serta waktu arus kas dalam rangka adaptasi dengan perubahan keadaan dan peluang. Informasi arus kas berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara kas, dan memungkinkan para pemakai mengembangkan model untuk menilai dan membandingkan nilai sekarang dari arus kas masa depan (*future cash flow*) dari berbagai perusahaan. 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. Informasi arus kas historis sering digunakan sebagai indikator dari jumlah, waktu, dan kepastian arus kas masa depan. Di samping itu informasi arus kas juga berguna untuk meneliti kecermatan dari taksiran arus kas masa depan yang telah dibuat sebelumnya dan dalam menentukan hubungan antara profitabilitas dan arus kas bersih serta dampak perubahan harga (IAI, 2004).

c. Arus Kas dari Aktivitas Operasi (*Operating Cash Flow*)

Dalam PSAK No. 2 dijelaskan bahwa arus kas dari kegiatan operasi merupakan arus kas yang berasal dari aktifitas penghasil utama pendapatan perusahaan. Kegiatan ini melibatkan pengaruh kas dari transaksi yang masuk ke dalam penentuan laba bersih dalam laporan laba rugi.

Aktivitas operasi adalah aktivitas penghasilan utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan yang mencakup aktivitas produksi dan pengiriman barang. Jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasinya perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar deviden, dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendanaan dari luar. Oleh karena itu arus kas tersebut berdasarkan dari transaksi atau kejadian lain yang akan mempengaruhi penentuan laba atau rugi bersih.

Operational cash flow dapat dihitung dengan cara mengurangkan laba akuntansi (EAT) dengan penyusutan sehingga diperoleh laba tunai. *Operating Cash Flow* diukur berdasarkan nilai *operating cash flow* yang tersaji dalam laporan arus kas yang merupakan salah satu unsur dalam laporan keuangan yang kemudian

dibagi dengan jumlah saham yang diterbitkan (*total outstanding shares*).

Arus kas yang berasal dari aktivitas operasi ini, baik arus kas masuk maupun kas keluar antara lain meliputi:

1) Arus kas masuk

- (a) Penerimaan kas dari penjualan barang dan jasa.
- (b) Penerimaan kas dari *royalty*, *fee*, komisi, dan pendapatan bunga.
- (c) Penerimaan kas dari pendapatan deviden.
- (d) Penerimaan dan pembayaran kas oleh perusahaan asuransi sehubungan dengan premi, klaim, anuitas, dan manfaat asuransi lainnya.
- (e) Pembayaran kas atau penerimaan kembali (restitusi) pajak penghasilan kecuali jika dapat diidentifikasi secara khusus sebagai bagian dari aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan.

2) Arus kas keluar

- (a) Pembayaran kas untuk pembelian barang.
- (b) Pembayaran kas untuk gaji karyawan.
- (c) Pembayaran kas untuk pajak.
- (d) Pembayaran kas kepada pemasok untuk biaya lain-lain.

5. *Economic Value Added (EVA)*

Pendekatan yang lebih baru dalam penilaian saham adalah dengan menghitung *Economic Value Added (EVA)* suatu perusahaan. Menurut Tandelilin (2001:195), EVA adalah ukuran keberhasilan manajemen perusahaan dalam meningkatkan nilai tambah (*value added*) bagi perusahaan. Asumsinya adalah bahwa kinerja manajemen baik/efektif (dilihat dari besarnya nilai tambah yang diberikan), maka akan tercermin pada peningkatan harga saham perusahaan dan tingkat kembalian bagi investor.

EVA dihitung dengan mengurangi keuntungan operasi perusahaan dengan biaya modal perusahaan, baik untuk biaya utang (*cost of debt*) maupun modal sendiri (*cost of equity*). Jika perbedaan tersebut positif, berarti ada nilai tambah bagi perusahaan, dan ini biasanya akan direspon oleh meningkatnya harga saham dan tingkat pengembalian bagi investor. Demikian pula sebaliknya jika EVA negatif, berarti perusahaan mengalami penurunan kinerja, sehingga harga saham perusahaan dan tingkat pengembalian atau *return* kepada investor juga menurun. Namun jika EVA sama dengan nol, maka secara ekonomis berarti impas, karena semua laba digunakan untuk membayar kewajiban kepada penyandang dana, baik kreditur maupun pemegang saham (Widyanto, 1994).

Secara matematis, rumus untuk menghitung EVA suatu perusahaan bisa dituliskan sebagai berikut (Brigham, 2006) :

$$\begin{aligned}
 EVA &= NOPAT - (Cost\ of\ Capital \times Capital\ Employed) \\
 &= EBIT (1 - Tax\ Rate) - WACC \times Capital\ Employed
 \end{aligned}$$

Dimana :

NOPAT : *Net Operating Profit After Tax*

WACC : Besarnya biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan, yang umumnya terdiri atas hutang yang memiliki bunga dan modal sendiri

Capital : Jumlah dana yang tersedia bagi perusahaan untuk membiayai usahanya, yang merupakan penjumlahan dari total hutang yang memiliki bunga dan modal sendiri.

a. Tujuan EVA

EVA memberikan tolak ukur yang baik tentang apakah perusahaan telah memberikan nilai tambah kepada pemegang saham. EVA sebagai tolak ukur kinerja perusahaan memiliki tujuan-tujuan tertentu dalam penggunaannya.

Menurut Ekadjaya (2000) dalam Yulia (2007), secara garis besar tujuan utama dari penggunaan EVA adalah untuk :

- 1) Menciptakan *shareholder value*.
- 2) Digunakan sebagai pengukur kinerja tunggal
- 3) Membantu dalam menetapkan tujuan-tujuan organisasi.
- 4) Mensejajarkan antara sistem kompensasi dengan aktivitas-aktivitas penciptaan *value*.
- 5) Mensejajarkan tujuan-tujuan manajemen dengan pemegang saham

- 6) Mempersiapkan suatu analisis kinerja yang lebih baik bagi unit bisnis dan organisasi
- 7) Memperbaharui akuntabilitas manajer-manajer divisional.

b. Manfaat EVA

Sedangkan manfaat yang diperoleh dari penggunaan EVA menurut Siddharta (1997) adalah sebagai berikut :

- 1) Dengan adanya konsep EVA akan membuat para manajer untuk memfokuskan perhatiannya pada kegiatan yang menciptakan *value*. Karena EVA ini memfokuskan penilaian pada nilai tambah yang akan dihasilkan dengan memperhitungkan biaya modalnya.
- 2) Konsep EVA ini akan bermanfaat untuk mengidentifikasi kegiatan atau proyek yang mengharapkan *return* yang lebih tinggi dari biaya modalnya dan mendorong para manajer untuk selalu melakukan evaluasi atas tingkat resiko proyek tersebut.
- 3) Dengan adanya konsep ini menyebabkan perusahaan lebih memperhatikan kebijaksanaan struktur modalnya. Penggunaan konsep EVA ini memasukkan biaya modal atas ekuitas dan mengubah pandangan bahwa dana ekuitas yang diperoleh dari perusahaan modal adalah dana yang tidak perlu dikomponasikan dengan tingkat pengembalian yang lebih tinggi.

c. Komponen Modal sebagai Pembentuk EVA

Modal berasal dari dua sumber dan yaitu hutang dan ekuitas, kompensasi yang diterima oleh pemilik ekuitas adalah dalam bentuk

dividen dan *Capital gain* setiap sumber dan baik hutang maupun modal memiliki *cost of capital*. Total biaya modal menunjukkan besarnya kompensasi atau pengembalian yang dituntut investor atas yang diinvestasikan di perusahaan. Biaya modal penting dipertimbangan untuk memaksimumkan nilai perusahaan dan agar dapat mengambil keputusan yang tepat berinvestasi.

Menurut Young (2001), biaya modal dapat dilakukan perhitungannya sebagai berikut :

1) Ongkos Modal Hutang (*Cost of Debt* = k_d)

K_d 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. Maka k_d atau ongkos modal harus dikoreksi dengan faktor tersebut $(1-t)$, dengan t adalah tingkat pajak yang dikenakan pajak atas ongkos modal hutang yang dikenakan pada penelitian ini dinotasikan dengan t . Perhitungan ongkos modal hutang setelah pajak dapat ditentukan dengan menggunakan rumusan berikut :

$$K_d = k_d (1 - t)$$

2) Ongkos Modal Saham/Ekuitas (*Cost of Equity* = K_e)

Investor akan mendapatkan deviden dimasa yang akan datang, jika investor menyerahkan dana berupa modal saham (*equity*) kepada perusahaan, dimana besarnya deviden bersifat tidak tentu tergantung dari kinerja perusahaan yang akan datang. Hal ini berbeda dengan modal hutang karena sudah ada kepastian tingkat bunga yang disetujui.

Ada 3 pendekatan untuk menentukan ongkos modal saham (K_e) antara lain :

(a) *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

Dengan rumus :

$$K_e = \text{Risk free rate} + \text{Risk premium}$$

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Dimana :

r_f = tingkat bunga investasi yang bisa diperoleh tanpa risiko
(*risk free rate*)

r_m = tingkat bunga investasi rata-rata dari keseluruhan pasar

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

(b) *Discount Cashflow Model* (DCF)

Pendekatan penilaian ini diambil dari perolehan arus kas yang didiskontokan (*the discount cashflow* / DCF), dengan rumusan pendekatan sebagai berikut :

$$K_e = D_1/p_0 + g$$

Model ini melekat K_e sebagai nilai deviden hutang saham ditambah dengan pertambahan dari deviden tersebut (asumsi pertumbuhan saham konstan), dimana $g = \text{ERR (r)}$, ERR atau *retention ratio* diperoleh = $(1 - \text{pay out rate})$, *pay our rate* diperoleh dari pembagian antara deviden per lembar saham dengan laba per lembar saham.

(c) *Company's Bond Yield.*

Company bond yield diperoleh dari perusahaan yang memiliki obligasi (dinyatakan dalam kas) dan *risk premium* pada pendekatan ini adalah premi yang diharapkan memiliki *horn/yield* perusahaan dengan maksud menarik investor untuk investasi pada obligasi yang lebih beresiko.

$$(k_e = \text{company own bond yield} + \text{risk premium}).$$

Dimana tingkat biaya modal atas ekuitas adalah penjumlahan dari tingkat bunga atas hutang dan tingkat premi risiko pada obligasi. Premi resiko yang digunakan sebesar 5%, rata-rata premi resiko yang digunakan dipasar modal.

3) Struktur Modal

Struktur modal adalah proporsi utang dan proporsi modal sendiri dalam bentuk persentase dari jumlah hutang dan modal sendiri. Proporsi utang (WD) diperoleh dengan cara membagi utang

perusahaan dengan jumlah utang dan modal sendiri (total pasiva) kemudian dikalikan 100%.

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

Proporsi ekuitas (WE) diperoleh dengan membagi modal sendiri dengan jumlah hutang dan modal sendiri (total pasiva) lalu dikalikan 100%.

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

4) *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT)

Net Operating Profit After Tax (NOPAT) atau laba bersih operasi setelah pajak merupakan penyesuaian dari laba setelah pajak. NOPAT sama dengan laba bersih setelah pajak (*Earnings After Tax/EAT*) ditambah dengan *Interest After Tax* (IAT).

5) Tingkat Pengembalian (*r*)

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

6) Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC)

Biaya modal suatu perusahaan bergantung tidak hanya pada biaya hutang dan pembiayaan ekuitas tetapi juga seberapa banyak dari

masing-masing itu dimiliki oleh struktur modal. Perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital*) menggunakan penjumlahan hasil kali antara bobot tertimbang atas komponen hutang dan komponen ekuitas perusahaan dari keseluruhan struktur modal dengan persentase biaya hutang dan biaya modal ekuitas.

$$\text{WACC} = [(k_i \times \text{kompensasi hutang jangka pendek}) + (k_d \times \text{kompensasi hutang jangka panjang}) + (k_e \times \text{kompensasi ekuitas})]$$

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) Tingkat pajak
- (e) Biaya ekuitas

Jika perusahaan memiliki beberapa sumber pembiayaan hutang masing-masing dengan tingkat berbeda, biaya hutang yang digunakan dengan WACC adalah suatu rata-rata tertimbang.

7) Menghitung EVA

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{Capital})$$

$$\text{EVA per share} = \frac{\text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{Capital})}{\text{Total Outstanding Shares}}$$

Keterangan :

NOPAT = *Net Operating After Tax*

WACC = Biaya modal rata-rata tertimbang

Capital = Merupakan penjumlahan dari total hutang dan modal saham (total pasiva).

Total Outstanding Shares = jumlah saham yang beredar / diterbitkan.

d. Keunggulan EVA

EVA merupakan suatu cara pengukuran kinerja perusahaan yang telah banyak digunakan di beberapa perusahaan di Amerika karena beberapa keunggulan.

Menurut Siddharta (1997:12), keunggulan *Economic Value Added* antara lain :

- 1) EVA memfokuskan penilaian pada nilai tambah dengan memperhitungkan biaya modal sebagai konsekuensi investasi.
- 2) EVA dapat digunakan secara mandiri tanpa memerlukan data pembandingan secara standar industri atau data perusahaan lain, sebagai konsep penilaian dengan analisis rasio.
- 3) Dengan menerapkan EVA, manajer akan berusaha memaksimalkan penciptaan nilai perusahaan untuk kesejahteraan pemegang saham.
- 4) Dengan menerapkan EVA, manajer dapat memperhatikan kebijaksanaan struktur modalnya.

- 5) Dengan melakukan EVA perusahaan dapat mengetahui biaya modal sesungguhnya dari bisnisnya.
- 6) EVA dapat digunakan untuk mengidentifikasi kegiatan atau proyek yang memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari biaya modalnya.
- 7) EVA mengatasi kelemahan pengukuran konvensional (ROI dan ROE).

e. Kelemahan EVA

Dengan berbagai keunggulannya, *Economic Value Added* (EVA) juga mempunyai beberapa kelemahan. Pertama EVA hanya menggambarkan penciptaan nilai pada suatu tahun tertentu. Nilai suatu perusahaan merupakan akumulasi EVA selama umur perusahaan. Dengan demikian bisa saja suatu perusahaan tersebut mempunyai *Economic Value Added* (EVA) pada tahun berjalan positif tetapi nilai perusahaan tersebut rendah karena EVA pada tahun berikutnya negatif. Dengan demikian dalam menggunakan EVA untuk menilai kinerja, harus melihat EVA masa kini dan masa mendatang.

Kedua, secara praktis EVA belum tentu dapat diterapkan. Proses perhitungan EVA memerlukan estimasi biaya modal. Estimasi ini sulit untuk dilakukan dengan tepat terutama untuk perusahaan yang belum *go public*. Untuk perusahaan yang sudah *go public*, tingkat biaya modal dan ekuitas dapat diperkirakan dengan menggunakan

capita asset pricing model (CAPM) atau *market model* (Siddharta, 1997).

Kelemahan-kelemahan lain adalah (Teuku 1999), kelemahan EVA lainnya antara lain : :

- 1) *Economic Value Added* (EVA) hanya mengukur hasil akhir (*result*), konsep ini tidak mengukur aktifitas-aktifitas penentu lainnya, seperti loyalitas konsumen.
- 2) *Economic Value Added* (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 lebih dominan.
- 3) Konsep ini sangat bergantung pada transparansi internal dalam perhitungan *Economic Value Added* (EVA) secara tepat dan akurat, tetapi dalam kenyataannya perusahaan dalam prakteknya kurang transparan dalam mengemukakan kondisi internal perusahaan.

6. Penelitian Terdahulu

Penelitian sejenis diantaranya dilakukan oleh Miranda Oktora dan Yuliana Salim (2003). Meneliti tentang pengukuran kinerja dengan konsep konvensional yaitu menggunakan rasio keuangan yaitu *Return On Asset* (ROA), *Operating Cash Flow* (OCF), dan *Economic Value Added* (EVA).

Mereka menemukan bahwa ROI, OCF, dan EVA menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap *Rate of Return* saham.

Pradhono dan Yulius Jogi C (2004), melakukan penelitian tentang pengaruh EVA, *Residual Income Earning* dan Arus Kas Operasi terhadap *return*. Mereka menemukan bahwa EVA dan *residual income* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Namun arus kas operasi mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham.

Penelitian lain yang dilakukan oleh Ayuk Prasetya Uni (2006), melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Kinerja Keuangan dengan Alat Ukur ROA dan ROE Terhadap *Return* Saham Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta”, menemukan bahwa ROA dan ROE berpengaruh baik secara simultan atau parsial terhadap *return* saham.

Fandi Yuniawan (2006), melakukan penelitian dengan judul “Analisis Pengaruh Penilaian Kinerja dengan ROI, ROE, OCF dan EVA terhadap *Rate of Return* Pada Perusahaan Manufaktur di BEJ. Kesimpulan dari penelitian tersebut bahwa ROI, ROE, OCF dan EVA berpengaruh positif baik secara parsial maupun bersama-sama terhadap *rate of return* saham perusahaan manufaktur.

7. Pengembangan Hipotesis

a. Pengaruh *Return On Investment* (ROI) terhadap *Total Return* saham.

Return On Investment (ROI) merupakan alat ukur finansial yang lazim digunakan untuk mengukur tingkat laba perusahaan, atau dengan kata lain ROI merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. ROI umumnya digunakan investor sebagai pedoman dalam membuat keputusan investasi. Hanya investasi yang mampu memberikan ROI seperti yang diharapkan oleh investor saja yang diterima. Rasio ini menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi semua investor (Riyanto, 1995)

Rasio ini mengukur tingkat pengembalian investasi yang telah dilakukan perusahaan dengan menggunakan seluruh aktiva yang dimilikinya. Menurut Arifin dalam Fandi (2006;31), semakin tinggi ROA semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Semakin tinggi keuntungan yang dihasilkan perusahaan akan menjadikan investor tertarik akan nilai saham.

b. Pengaruh *Operating Cash Flow* (OCF) terhadap *Total Return* saham.

Sumber pendapatan utama perusahaan berasal dari kegiatan operasi perusahaan setiap hari. Arus kas dari kegiatan operasi

merupakan sebuah alat analisis dalam mengukur tingkat kesehatan keuangan suatu kegiatan bisnis. Oleh karena itu aktivitas operasi perusahaan lebih cenderung mempengaruhi penilaian atas kinerja pada suatu perusahaan dibandingkan arus kas pada aktivitas-aktivitas lainnya.

Jika arus kas aktivitas operasinya tinggi, dapat diasumsikan bahwa perusahaan dalam kondisi yang bagus. Hal ini akan membuat investor tertarik untuk berinvestasi di perusahaan tersebut. Sebaliknya jika arus kas operasi rendah dan negatif, ini mengindikasikan bahwa kondisi perusahaan tidak bagus. Otomatis investor akan kurang tertarik berinvestasi di perusahaan ini dan akhirnya memberikan dampak yang jelek terhadap harga saham (Pradhono, 2004).

c. Pengaruh *Economic Value Added* (EVA) terhadap *Total Return* saham.

Menurut Brigham (2006), EVA menyajikan suatu ukuran yang baik mengenai sampai sejauh mana perusahaan telah memberikan tambahan pada nilai pemegang saham (*return*). Oleh karenanya, jika manajer berfokus pada EVA, hal ini akan dapat membantu memastikan bahwa mereka telah menjalankan operasi perusahaan dengan cara yang konsisten dengan tujuan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Menurut Tunggal dalam Fandi (2006;33), *Economic Value Added* (EVA) adalah metode manajemen keuangan untuk mengukur

laba ekonomi dalam suatu perusahaan yang menyatakan bahwa kesejahteraan hanya dapat tercipta manakala perusahaan mampu memenuhi semua biaya operasi dan biaya modal. Suatu perusahaan dapat dikatakan meningkatkan kekayaan pemegang sahamnya bila tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih besar daripada biaya modal. Bila EVA semakin tinggi maka harga saham akan semakin tinggi. Hal ini disebabkan karena perusahaan tersebut telah berhasil menciptakan kekayaan bagi pemegang sahamnya, sehingga nilai sahamnya menjadi ikut naik.

B. Kerangka Konseptual

Pada hakikatnya investasi merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Oleh karenanya sebelum melakukan investasi, investor perlu memastikan bahwa investasinya tersebut mampu memberikan tingkat pengembalian (*total return*) yang diharapkan, yaitu dengan melakukan investasi pada saham perusahaan yang memiliki kinerja yang baik.

Perkembangan yang semakin pesat membawa implikasi pada persaingan antar perusahaan. Perusahaan dituntut untuk mempertahankan atau bahkan meningkatkan kinerjanya agar tetap bertahan dalam persaingan yang ketat. Untuk itu diperlukan suatu pengukuran, dalam hal ini adalah pengukuran kinerja agar dapat mengetahui kinerja perusahaan yang sebenarnya sehingga dapat bertahan dalam persaingan yang semakin ketat.

Dalam melakukan penilaian kinerja perusahaan, laba akuntansi selalu menjadi fokus utama yang diperhatikan. Alat ukur finansial yang sering digunakan untuk mengukur tingkat laba adalah *Return on Investment (ROI)*. Semakin besar ROI menunjukkan kinerja yang semakin baik karena tingkat pengembalian yang besar. 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.

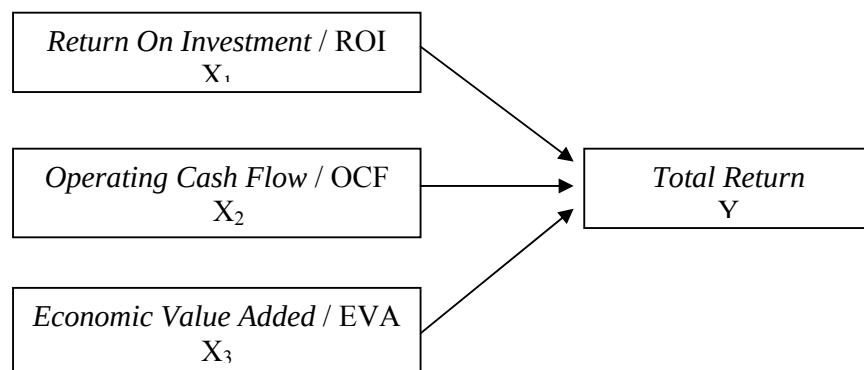
Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas, salah satunya dapat dilihat dari arus kas dari aktifitas operasinya. Arus kas operasi yang tinggi, menunjukkan keadaan keuangan perusahaan yang bagus sehingga investor tertarik untuk berinvestasi di perusahaan tersebut karena tingkat pengembalian (*total return*) juga ikut meningkat.

Namun ROI dan OCF adalah 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 hal tersebut, dipakailah EVA (*Economic Value Added*) yang mengukur nilai tambah yang dihasilkan suatu perusahaan dengan cara mengurangi laba operasi setelah pajak dengan beban biaya modal (*cost of capital*).

Penelitian terdahulu membuktikan bahwa ROI dan OCF sebagai pengukur kinerja perusahaan dengan konsep konvensional memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *total return* saham. Begitu juga halnya dengan EVA

sebagai pengukur kinerja perusahaan dengan konsep *value based*, memiliki hubungan yang signifikan terhadap *total return* saham.

Sebagaimana yang disebutkan diatas, kerangka konseptual yang menjelaskan pengaruh *Return on Investment* (ROI), *Operating Cash Flow* (OCF) dan *Economic Value Added* (EVA) sebagai alat ukur kinerja terhadap *Total Return* saham dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 1
Kerangka Konseptual

C. Hipotesis

Berdasarkan kajian teori dan pembahasan di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₁ : *Return On Investment* (ROI) berpengaruh positif terhadap *Total Return* saham.

H₂ : *Operating Cash Flow* (OCF) berpengaruh positif terhadap *Total Return* saham.

H₃ : *Economic Value Added* (EVA) berpengaruh positif terhadap *Total Return* saham.

BAB V

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Dari hasil pengujian yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, memberikan kesimpulan sebagai berikut :

1. *Return on Investment* (ROI) memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *Total Return* saham. Artinya semakin tinggi ROI maka *total return* saham akan semakin meningkat (H_1 diterima).
2. *Operating Cash Flow* (OCF) memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *Total Return* saham. Artinya dengan meningkatnya OCF akan mengakibatkan kenaikan *Total Return* saham (H_2 diterima).
3. *Economic Value Added* (EVA) memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap *Total Return* saham. Artinya dengan meningkatnya EVA belum memberikan peningkatan yang signifikan terhadap *Total Return* saham atau dengan kata lain jika EVA meningkat maka mengakibatkan penurunan pada *total return* saham (H_3 ditolak).

B. Keterbatasan Penelitian

Meskipun peneliti telah berusaha merancang dan mengembangkan penelitian sedemikian rupa, namun masih terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini, diantaranya yaitu:

1. Pemilihan variabel yang mempengaruhi perubahan kinerja perusahaan hanya terdiri dari tiga variabel saja yaitu ROI, OCF, dan EVA. Sedangkan masih banyak alat ukur kinerja keuangan yang lainnya.
2. Penelitian ini hanya meneliti rasio-rasio keuangan yang mempengaruhi kinerja perusahaan, sedangkan masih banyak faktor lain di luar rasio keuangan seperti tingkat inflasi, kestabilan politik dan tingkat suku bunga.
3. Penelitian ini hanya dilakukan pada jenis industri manufaktur yang ada di BEI dengan pemilihan sampel secara *purposive sampling* sehingga didapat jumlah sampel sebanyak 36 perusahaan, tanpa memperhatikan jenis industri lain. Hal tersebut menyebabkan penelitian ini kurang dapat digeneralisasi dengan baik.

C. Saran Penelitian

Dari kesimpulan yang telah diperoleh dari hasil penelitian ini, maka dapat diberikan beberapa saran sebagai berikut :

1. Bagi perusahaan agar lebih mempertimbangkan pengukuran kinerja dengan metode ROI, OCF dan EVA karena metode pengukuran kinerja tersebut memberikan hasil yang berbeda terhadap *Total Return*.
2. Bagi investor yang akan menanamkan modalnya pada perusahaan manufaktur, untuk mempertimbangkan faktor-faktor pengukuran kinerja lainnya dalam pengambilan keputusan investasi.

3. Kemudian untuk penelitian selanjutnya diharapkan agar perusahaan yang akan dijadikan sebagai sampel tidak hanya terbatas pada perusahaan manufaktur saja. Selain itu perlu juga untuk menambah variabel-variabel yang mempengaruhi *return* saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesia Capital Market)*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Anoraga, Pandji dan Prakarti. 2001. *Pengantar Pasar Modal*. Jakarta: Rineda Cipta.
- Ayuk, Prasetya Uni. 2006. “Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan Dengan Alat Ukur Return On Asset (ROA) dan Return On Equity (ROE) Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta”. Disertasi: Universitas Negeri Semarang
- Bastian, Indra. 2001. *Akuntansi Sektor Publik*. Yogyakarta: BPFE
- Fandi, Yuniawan. 2006. “Analisis Pengaruh Penilaian dengan ROI, ROE, OCF, dan EVA Terhadap Rate of Return PADA Perusahaan Manufaktur di BEJ”. Skripsi: Universitas Islam Indonesia.
- Hariato dan Siswanto Sudono. 2001. *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: PT. Bursa Efek
- Helfert, Erich A. (2000), *Tekhnik Analisis Keuangan Buku I*. Edisi Kesepuluh. Jakarta. Erlangga.
- Houston, Brigham. 2001. *Manajemen Keuangan Buku I*. Edisi Kedelapan. Jakarta. Erlangga
- _____. 2001. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Buku I*. Edisi Kesepuluh. Jakarta. Salemba Empat
- Husnan Suad. 2000. *Manajemen Keuangan*. Edisi 4. Yogyakarta: FE UGM
- Idris. 2008. *Aplikasi Model Analisis Data Kuantitatif dengan Program SPSS*. Edisi Revisi III. Padang. FEUNP
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2004. *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Indonesian Capital Market Directory (ICMD). 2008
- Jogianto. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Tiga. Yogyakarta