

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Tinjauan Pustaka

1. Pasar Modal

a. Pengertian dan Fungsi Pasar Modal

Pasar modal menurut Husnan (2002: 1) didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrument keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang biasa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta.

Menurut Husnan (2002: 1), pasar modal menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan. Yaitu :

- 1). Fungsi ekonomi, yaitu pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari *lender* (pihak yang mempunyai kelebihan dana) ke *borrower* (pihak yang memerlukan dana). Fungsi ini sebenarnya juga dilakukan oleh intermediasi keuangan lainnya, seperti lembaga perbankan. Hanya bedanya dalam pasar modal diperdagangkan dana jangka panjang.
- 2). Fungsi keuangan dilakukan dengan menyediakan dana yang diperlukan oleh para *borrowers* dan para *lenders* menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut.

b. Peranan Pasar Modal

Menurut Jogiyanto (2003: 11), pasar modal merupakan tempat bertemu antara pembeli dan penjual dengan risiko untung dan rugi. Kebutuhan dana jangka pendek umumnya diperoleh di pasar uang (misalnya bank komersial). Pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham dan mengeluarkan obligasi. Saham merupakan bukti kepemilikan sebagian dari perusahaan. Obligasi (*bond*) merupakan suatu kontrak yang mengharuskan peminjam untuk membayar kembali pokok pinjaman ditambah dengan bunga dalam kurun waktu tertentu yang telah disepakati.

Menurut Panduan Investasi Bapepam (2003), peranan dan manfaat pasar modal adalah:

- 1) Pasar modal merupakan wahana pengalokasian dana secara efisien.

Investor dapat melakukan investasi pada beberapa perusahaan melalui pembelian efek-efek yang baru ditawarkan ataupun yang diperdagangkan di pasar modal. Sebaliknya, perusahaan dapat memperoleh dana yang dibutuhkan dengan menawarkan instrumen keuangan jangka panjang melalui pasar modal tersebut.

- 2) Pasar modal sebagai alternatif investasi.

Pasar modal memudahkan alternatif berinvestasi dengan memberikan keuntungan dengan sejumlah risiko tertentu.

- 3) Memungkinkan para investor untuk memiliki perusahaan yang sehat dan berprospek baik.

Perusahaan yang sehat dan mempunyai prospek yang baik, sebaiknya tidak hanya dimiliki oleh sejumlah orang-orang tertentu saja, karena penyebaran kepemilikan secara luas akan mendorong perkembangan perusahaan menjadi lebih transparan.

4) Pelaksanaan manajemen perusahaan secara profesional dan transparan.

Keikutsertaan masyarakat dalam kepemilikan perusahaan mendorong perusahaan untuk menerapkan manajemen secara lebih profesional, efisien dan berorientasi pada keuntungan, sehingga tercipta suatu kondisi "good corporate governance" serta keuntungan yang lebih baik bagi para investor. Sehubungan dengan pelaksanaan "good corporate governance", Bapepam menganjurkan setiap perusahaan publik untuk memiliki Komite Audit.

5) Peningkatan aktivitas ekonomi nasional

Dengan keberadaan pasar modal, perusahaan-perusahaan akan lebih mudah memperoleh dana, sehingga akan mendorong perekonomian nasional menjadi lebih maju, yang selanjutnya akan menciptakan kesempatan kerja yang luas, serta meningkatkan pendapatan pajak bagi pemerintah.

c. Jenis-jenis Pasar Modal

Menurut Jogiyanto (2003: 15) jenis-jenis pasar modal dibedakan menjadi, yaitu :

1). Pasar Primer (*primary market*)

Surat berharga yang baru dikeluarkan perusahaan. Surat berharga yang baru dijual dapat berupa penawaran perdana ke publik (*initial public offering* atau IPO) atau tambahan surat berharga baru jika perusahaan sudah *going public* (sekuritas tambahan ini sering disebut dengan *seasoned new issues*).

2). Pasar sekunder (*secondary market*)

Tempat perdagangan surat berharga yang sudah beredar.

3) Pasar ketiga (*third market*)

Pasar perdagangan surat berharga pada saat pasar kedua tutup. Dijalankan oleh broker yang mempertemukan pembeli dan penjual pada saat pasar kedua tutup.

4) Pasar keempat (*fourth market*)

Pasar modal yang dilakukan diantara institusi berkapasitas besar untuk menghindari komisi untuk broker. Umumnya menggunakan jaringan komunikasi untuk memperdagangkan saham dalam jumlah blok yang besar.

Setelah melihat keempat jenis pasar modal di atas, proses penjualan saham di *stock exchange market* (pasar bursa saham) umumnya menggunakan sistem lelang (*auction*) sehingga pasar sekunder ini juga sering disebut dengan *auction market*. Disebut dengan pasar lelang karena transaksi dilakukan secara terbuka dan harga ditentukan oleh *supply* (penawaran) dan *demand* (permintaan) dari anggota bursa yang meneriakkan *ask price* (atau *offer price* atau harga penawaran terendah untuk jual) dan *bid price* (harga permintaan tertinggi untuk beli). *New York Stock Exchange* (NYSE), *Tokyo Stock Exchange* (TSE), Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek

Surabaya (BES) menggunakan sistem lelang ini, yaitu order pembelian dan penjualan sekuritas ditemukan sampai dicapai harga sepakat. (Jogiyanto, 2003:21).

2. Tugas CEO

Tugas seorang *Chief Executive Officer* (CEO) pada prinsipnya cukup sederhana. Dalam bahasa keuangan, seorang CEO harus mampu memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Seorang CEO yang mengelola sebuah perusahaan dengan nilai ekuitas sebesar Rp 10 milyar diharapkan dapat meningkatkan sebesar Rp 1,2 milyar tahun depan, Rp 1,5 milyar dua tahun berikutnya, dan seterusnya (Djohanputro, <http://www.lppm.ac.id/article.php>).

3. Cash Flow (Arus Kas)

a. Sumber Informasi

Sumber informasi penyusunan arus kas biasanya didapatkan dari neraca komparatif perusahaan dalam dua tahun terakhir, laporan laba rugi periode berjalan, dan data transaksi lainnya. Yang perlu diingat adalah, laporan arus kas hanya menampilkan kejadian-kejadian yang melibatkan kas saja, sehingga transaksi lain yang tidak melibatkan kas harus dihilangkan efeknya. Baik dengan cara dikurangkan maupun ditambahkan pada perhitungan laba rugi (<http://www.e-samuel.com/knowledge/investment/index.asp?parent>).

b. Nilai Kekayaan

Menurut Djohanputro (<http://www.lppm.ac.id/article.php>), pada prinsipnya ada tiga jenis nilai kekayaan yang menjadi hak pemegang saham, yaitu:

- 1) Nilai buku, yaitu yang tercantum dalam neraca. Umumnya terdiri dari setoran modal, agio, cadangan, dan laba ditahan.
- 2) Nilai pasar, nilai ini bisa diterapkan bagi perusahaan yang sudah *go public*. Nilai pasar ekuitas merupakan perkalian antara harga saham dengan jumlah saham beredar.
- 3) Nilai intrinsik, yaitu nilai yang dihitung melalui proses penilaian (*corporate valuation*), berdasarkan faktor-faktor fundamental. Faktor fundamental pada prinsipnya adalah proyeksi arus kas bebas, pertumbuhan arus kas bebas, dan tingkat risiko perusahaan.

Dalam kondisi ideal, nilai pasar seharusnya sama dengan nilai intrinsik. Nilai pasar mencerminkan nilai intrinsik. Mekanismenya adalah, segala sesuatu yang terjadi di dalam perusahaan akan diterjemahkan ke dalam proyeksi arus kas, pertumbuhan arus kas, dan tingkat risiko. Ketiga variabel tersebut menghasilkan nilai intrinsik perusahaan berdasarkan rumus yang sudah baku dalam penghitungan nilai perusahaan. Nilai intrinsik tersebut disampaikan ke pasar oleh *corporate secretary* melalui berbagai media. Pelaku pasar, termasuk pemegang saham, kemudian mengolah informasi tersebut dan menterjemahkannya ke dalam ketiga variabel di atas menurut keyakinan mereka. Jadi kalau cara menterjemahkan informasi menjadi

ketiga variabel di atas dan keyakinan sama antara pihak internal perusahaan dengan pelaku pasar dan pemegang saham, nilai pasar dan nilai intrinsik akan sama persis.

Namun akhir-akhir ini ada kecenderungan nilai intrinsik lebih tinggi dari nilai pasar. Artinya, keyakinan orang internal perusahaan (CEO dan bawahannya) lebih tinggi dalam hal masa depan perusahaan dibandingkan orang luar (pelaku pasar termasuk pemegang saham). Perbedaan antara nilai pasar dan nilai intrinsik juga merupakan masalah persepsi yang perlu dibereskan. Secara struktural, *corporate secretary* bertanggung jawab meluruskan persepsi pasar tentang masa depan dan nilai perusahaan. Dua hal krusial yang harus sampai ke pasar adalah:

1) Kekayaan informasi.

Bapepam dan Bursa Efek Jakarta mengeluarkan aturan mengenai penyampaian informasi ke pasar secara *real time* untuk semua informasi yang bersifat material. Tujuannya adalah untuk memastikan bahwa pelaku pasar mendapat semua informasi yang perlu dan tepat waktu, yaitu tepat sesuai dengan kebutuhan saat pelaku pasar harus membuat keputusan. Informasi yang bersifat material adalah semua informasi yang diyakini berpengaruh pada kinerja dan masa depan perusahaan, baik informasi yang bersifat positif maupun negatif. Suatu informasi bersifat material adalah selama peraturan mengatakan bahwa informasi tersebut bersifat material, atau berdasarkan pemahaman umum (*common sense*).

2) Penggunaan media.

Kemampuan *corporate secretary* mempengaruhi pelaku pasar sangat bergantung pada bauran media yang digunakan. Layaknya sebuah kampanye presiden,

pemilihan media, isi berita, dan cara menyajikan berita, mempengaruhi penangkapan persepsi mereka yang menangkap berita, yaitu pelaku pasar.

4. *Price Earning Ratio* (PER)

a. Pengertian *Price Earning Ratio* (PER)

Alternatif selain menggunakan arus kas atau arus deviden dalam menghitung nilai fundamental atau nilai intrinsik saham adalah dengan menggunakan nilai laba perusahaan (*earning*). Salah satu pendekatan yang populer yang menggunakan nilai *earning* untuk mengestimasi nilai intrinsik adalah pendekatan PER (*Price Earning Ratio*) atau disebut juga dengan pendekatan *earning multiplier*. PER (*Price earning Ratio*) menunjukkan rasio dari harga saham terhadap *earning*. Rasio ini menunjukkan berapa besar investor menilai harga saham terhadap kelipatan dari *earning*. (Jogiyanto, 2003: 103).

Misalnya nilai PER adalah 5, maka ini menunjukkan bahwa harga saham merupakan kelipatan dari 5 kali *earning* perusahaan. Sebagai contoh *earning* yang digunakan adalah *earning* tahunan dan semua *earning* dibagikan dalam bentuk deviden, maka PER sebesar 5 juga menunjukkan lama investasi pembelian saham akan kembali selama 5 tahun. (Jogiyanto, 2003: 103).

Model PER didasarkan atas rasio antara harga saham per lembar dengan EPS (*Earning Per Share*). Misalnya harga saham Rp. 10.000,- sedangkan EPS sebesar Rp. 1.000,-, maka $PER = 10.000/1.000 = 10x$. Dengan menggunakan asumsi

tertentu, model PER konsisten dengan analisis *present value*, karena model tersebut juga berkaitan dengan taksiran atas nilai intrinsik suatu saham. (Husnan, 2005: 292).

PER merupakan cerminan rupiah yang berani dibayar investor untuk setiap rupiah laba. PER rata-rata dari perusahaan yang ada dalam satu industri dapat dijadikan sebagai pedoman untuk menilai harga saham sebuah perusahaan. Dengan pendekatan PER, harga saham suatu perusahaan diestimasikan dengan mengalikan laba per lembar saham dengan rata-rata PER industri. Pendekatan ini cukup bermanfaat untuk pedoman penetapan harga perdana sebuah saham yang akan diterbitkan oleh suatu perusahaan. Hasil penilaian pendekatan ini juga dijadikan sebagai proksi nilai pasar saham perusahaan yang belum *go public*. Pendekatan PER dianggap lebih baik dibandingkan pendekatan nilai buku dan likuidasi, karena model PER sudah mempertimbangkan ekspektasi laba di masa yang akan datang. (Arifin, 2005: 152).

b. Faktor-faktor Yang Mempengaruhi PER

Menurut Husnan (2005: 292-293), analis sekuritas kadang-kadang menyukai penggunaan PER untuk menilai kewajaran harga saham. Saham yang mempunyai PER tinggi dapat dicurigai harganya terlalu tinggi.

Jika dirumuskan PER sebagai P_0/E_1 (berarti perbandingan harga saham saat ini dengan perkiraan laba pada tahun yang akan datang), maka rumus $P_0=D_1/(r-g)$ bisa dimodifikasi sebagai berikut :

$$PER = P_0/E_1 = [D_1/(r-g)]/E_1$$

Karena $D_1 = E_1(1-b)$, maka :

$$PER = [E_1(1-b)/(r-g)]/E_1$$

$$PER = (1-b)/(r-g)$$

Persamaan tersebut menunjukkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi PER adalah:

1. Rasio laba yang dibayarkan sebagai deviden atau *pay out ratio* [yaitu (1-b)]
2. Tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal
3. Pertumbuhan deviden

Sesuai dengan persamaan tersebut, apabila faktor-faktor lain konstan, maka:

1. Semakin tinggi *pay out ratio*, semakin tinggi PER
2. Semakin tinggi tingkat keuntungan yang disyaratkan, yaitu r, semakin rendah PER
3. Semakin tinggi pertumbuhan deviden, yaitu g, semakin tinggi PER.

5. *Economic Value Added (EVA)*

a. Pengukuran EVA

Ada beberapa pendekatan yang dapat digunakan untuk mengukur EVA, tergantung dari struktur modal dari perusahaan (Velez, 2000) dalam Iramani dan Febrian (2005). Apabila dalam struktur modalnya perusahaan hanya menggunakan modal sendiri, secara matematis EVA dapat ditentukan sebagai berikut:

$$EVA = NOPAT - (i_e \times E)$$

Keterangan:

NOPAT = *Net Operating Profit After Taxes*

i_e = *opportunity cost of equity*

E = *Total equity*

Namun, manakala dalam struktur perusahaan terdiri dari hutang dan modal sendiri, secara matematis EVA dapat dirumuskan sebagai berikut:

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

di mana :

NOPAT = *Net Operating Profit After Taxes*

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*

TA = *Total Asset (Total Modal)*

Dari perhitungan akan diperoleh kesimpulan dengan interpretasi hasil sebagai berikut:

- a) Jika $EVA > 0$ hal ini menunjukkan terjadi nilai tambah ekonomis bagi perusahaan.
- b) Jika $EVA < 0$ hal ini menunjukkan tidak terjadi nilai tambah ekonomis bagi perusahaan.
- c) Jika $EVA = 0$ hal ini menunjukkan posisi impas karena laba telah digunakan untuk membayar kewajiban kepada penyandang dana baik kreditur maupun pemegang saham.

b. Keunggulan dan Kelemahan EVA

Menurut Iramani (2005), salah satu keunggulan EVA sebagai penilai kinerja perusahaan adalah dapat digunakan sebagai pencipta nilai (*value creation*). Keunggulan EVA yang lain adalah:

- 1) EVA memfokuskan penilaian pada nilai tambah dengan memperhitungkan beban sebagai konsekuensi investasi.
- 2) Konsep EVA adalah alat perusahaan dalam mengukur harapan yang dilihat dari segi ekonomis dalam pengukurannya yaitu dengan memperhatikan harapan para penyandang dana secara adil, dimana derajat keadilan dinyatakan dengan ukuran tertimbang dari struktur modal yang ada dan berpedoman pada nilai pasar dan bukan pada nilai buku.
- 3) Perhitungan EVA dapat dipergunakan secara mandiri tanpa memerlukan data pembandingan seperti standar industri atau data perusahaan lain sebagai konsep penilaian.
- 4) Konsep EVA dapat digunakan sebagai dasar penilaian pemberian bonus pada karyawan terutama pada divisi yang memberikan EVA lebih, sehingga dapat dikatakan bahwa EVA menjalankan *stakeholders satisfaction concepts*.
- 5) Pengaplikasian EVA yang mudah menunjukkan bahwa konsep tersebut merupakan ukuran praktis, mudah dihitung dan mudah digunakan sehingga merupakan salah satu bahan pertimbangan dalam mempercepat pengambilan keputusan bisnis.

Selain berbagai keunggulan, konsep EVA juga memiliki kelemahan-kelemahan. Menurut Mirza (1997) dalam Iramani (2005) kelemahan-kelemahan tersebut antara lain:

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

6. Pengukuran Kinerja Perusahaan dan Unit Bisnis

Pada dasarnya, pengukuran kinerja perusahaan bisa dikelompokkan dalam 3 (tiga) kategori (Helfert, 2000) dalam Pradhono dan Christiawan (2004), yaitu:

1. *Earning Measures*, yang mendasarkan kinerja pada *accounting profit*. Termasuk dalam kategori ini adalah *earning per share (EPS)*, *return on investment (ROI)*, *return on assets (RONA)*, *return on capital employed (ROCE)*, dan *return on equity (ROE)*.
2. *Cash Flow Measures*, yang mendasarkan kinerja pada arus kas (*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 share holder (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).

7. *Value Investing*

Menurut informasi yang bersumber dari <http://www.sinarharapan.co.id/ekonomi/eureka/2003/044/eur1.html>, teori *value investing* secara umum adalah mencari atau menganalisa saham-saham perusahaan yang memiliki kualitas baik dengan *balance sheet* yang tangguh dan saham-saham tersebut dihargai di bawah harga semestinya atau *undervalued* oleh bursa saham. Banyak investor yang mempercayai teori ini memberikan tingkat risiko yang relatif rendah karena saham-saham yang masuk dalam pertimbangan adalah saham-saham dengan harga jual yang rendah dibandingkan dengan saham lain.

Sebagai indikator awal yang dapat dilakukan adalah dengan melihat P/E rasio yang rendah dari sebuah perusahaan, yaitu perusahaan yang harga sahamnya lebih murah dibandingkan dengan keuntungan perusahaan saat ini. Menentukan P/E rasio tinggi atau rendah memerlukan data atau informasi historis dari perusahaan tersebut.

8. Return

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi diharapkan akan terjadi di masa mendatang (Jogiyanto, 2003: 109).

1. *Return* realisasi (*realized return*)

Merupakan *return* yang telah terjadi. Dihitung berdasarkan data historis. Digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. Berguna juga sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) dan risiko di masa datang.

2. *Return* ekspektasi (*expected return*)

Adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang. Sifatnya belum terjadi.

Penelitian Anugerah *et al* (2001) dalam Susilowati (2003) menunjukkan bahwa PER memberikan petunjuk kepada investor atau calon investor mengenai kemungkinan *return* saham yang dihasilkan oleh suatu perusahaan. PER merupakan ukuran untuk menentukan bagaimana pasar memberi nilai atau harga saham perusahaan (Kertonegoro, 1995: 121) dalam Susilowati (2003). Keinginan investor melakukan analisis kesehatan suatu saham melalui rasio-rasio keuangan seperti PER, dikarenakan adanya keinginan investor atau calon investor akan hasil (*return*) yang layak dari suatu investasi saham. *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi tersebut terdiri dari *gain* (*loss*) dan *yield* (Hartono, 1998: 85) dalam Susilowati (2003).

Tujuan *corporate finance* adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Tujuan ini bisa menyimpan konflik potensial antara pemilik perusahaan dengan kreditur, jika perusahaan menikmati laba yang besar, nilai pasar saham (dana pemilik) akan meningkat pesat, sementara nilai hutang perusahaan (dana kreditur) tidak terpengaruh. Sebaliknya, apabila perusahaan mengalami kerugian atau bahkan kebangkrutan, maka hak kreditur akan didahulukan sementara nilai saham akan menurun drastis. Dengan demikian nilai saham merupakan indeks yang tepat untuk mengukur efektivitas perusahaan, sehingga seringkali dikatakan memaksimalkan nilai perusahaan juga berarti memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Pradhono dan Christiawan, 2004).

Saham suatu perusahaan bisa dinilai dari pengembalian (*return*) yang diterima oleh pemegang saham dari perusahaan yang bersangkutan. *Return* bagi pemegang saham bisa berupa penerimaan dividen tunai ataupun adanya perubahan harga saham pada suatu periode (Ross, 2002) dalam Pradhono dan Christiawan (2004).

Dalam penelitian ini *return* diasumsikan sebagai *expected return* atau *return* yang diharapkan oleh pemegang saham. Menurut Jogiyanto (1988), untuk dapat mengestimasi *return* suatu sekuritas dengan baik dan mudah diperlukan suatu model estimasi. Kehadiran CAPM yang dapat digunakan untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas dianggap sangat penting di bidang keuangan.

9. CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)

CAPM merupakan model penilaian harga saham dengan menggunakan arus kas masa mendatang untuk penilaian saham (Parawiyati dan Baridwan, 1998). Menurut Foster, Olsen, dan Shevlin (2002), CAPM suatu model yang *inadequate* dari *asset pricing*. Penjelasan ini memberikan beberapa model berupa model dua parameter yang deskriptif, hypotesisnya adalah :

- a. Model dua parameter, bila diterapkan pada suatu portfolio saham biasa, ketidakhususan proses penyelenggaraan *securitas yields* pada keseimbangan.
- b. Earnings dan variabel-variabel *devidend proxy* untuk yang melandasi determinan dari *equilibrium yield*.

Sedangkan menurut Ball (2002), CAPM adalah suatu abstraksi yang mempunyai keterbatasan-keterbatasan, yaitu :

- a. CAPM adalah suatu *pure-exchange model* yang mengabaikan sifat-sifat penawaran sekuritas.
- b. CAPM adalah suatu *partial-equilibrium model*, yang mendefinisikan *normal return relatif* terhadap *return* atas populasi *asset*, sebagaimana diukur oleh *return* atas indeks pasar.
- c. Menjadi suatu *equilibrium model*, CAPM terpengaruh dengan kekurangan dalam sampling dari populasi *asset*.
- d. CAPM mengasumsikan *return* sekuritas terus berlanjut dari *mean-variance*.

B. Landasan Teori

1. *Price Earning Ratio* (PER)

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan oleh Pradhono dan Christiawan (2004) mengenai pengaruh *earnings* terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham (investor), diketahui bahwa variabel *earnings* mempunyai pengaruh nyata terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Kondisi *earnings* yang membaik berdampak nyata terhadap kinerja saham. *Earnings* disusun berdasarkan standar akuntansi dan nampak langsung pada laba rugi. Publikasi *earnings* seringkali langsung memberikan dampak positif terhadap perkembangan harga saham. *Earnings* positif memungkinkan perusahaan membagi deviden kepada pemegang sahamnya. Akan tetapi, *earnings* yang tinggi belum tentu mencerminkan kas yang besar.

Menurut pendapat Husnan (1993), suatu saham seringkali menghasilkan *Earning Per Share* (EPS) yang relatif rendah apabila dibandingkan dengan harga sahamnya. Semakin tinggi PER, EPS akan semakin rendah apabila dibandingkan dengan harga sahamnya.

Masih menurut pendapat dari Husnan (1993), dengan menggunakan analisis *cross sectional* berarti bahwa analisis dilakukan terhadap banyak saham untuk periode waktu yang sama. Tujuan analisis ini adalah untuk mengetahui bagaimana posisi suatu saham relatif terhadap saham-saham yang lain, dengan menggunakan variabel PER. Jika PER berada pada posisi lebih rendah dari nilai standar yang ditawarkan, maka saham berpotensi untuk dibeli. Tetapi apabila berada di posisi lebih tinggi dari yang ditawarkan, maka saham berpotensi untuk dilakukan *short selling*.

Penelitian yang dilakukan oleh Susilawati (2003) mengenai pengaruh *Price Earning Ratio* (PER) terhadap faktor fundamental perusahaan (*Divident Pay Out Ratio*, *Earnings Per Share*, dan Risiko) pada perusahaan publik di BEJ menunjukkan bahwa ada pengaruh antara *return* dengan PER. Dari pengujian yang dilakukan yaitu dengan uji *t-test* diperoleh hasil $t\text{-test}=3,234$ dengan $p\text{-value}=0,023$. Berdasarkan portofolio yang terdiri dari saham-saham yang diperkirakan *overvalued*, dan portofolio lain yang diperkirakan *undervalued*, diperoleh rata-rata *return* portofolio yang *overvalued* sebesar -0,20 atau -20%, sedangkan portofolio yang *undervalued* sebesar 0,71 atau 71%. Terlihat bahwa portofolio saham yang *undervalued* memiliki *return* saham yang jauh lebih tinggi dibandingkan dengan yang *overvalued*.

Budileksana dan Gunawan (2003) pada penelitiannya berpendapat bahwa terdapat indikasi bahwa sebagian besar investor di Bursa Efek Jakarta tidak mempertimbangkan indikator informasi laporan keuangan yang tertuang dalam bentuk rasio PER dan PBV sebagai pertimbangan dalam pemilihan maupun pembentukan portofolio sahamnya. Ada kemungkinan investor melakukan langkah kebalikannya yaitu justru memilih berinvestasi pada saham-saham yang memiliki PER dan PBV tinggi berdasarkan asumsi bahwa saham-saham yang memiliki PER dan PBV tinggi tersebut merupakan saham yang harganya lebih mahal dibandingkan dengan saham perusahaan lain sejenis, saham yang tinggi harganya biasanya mencerminkan kualitas kinerja perusahaan yang baik dan banyak dicari oleh investor. Saham-saham yang memiliki PER dan PBV tinggi tersebut dikategorikan sebagai *growth stock* yaitu saham dari perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan

pesat. Dengan berinvestasi pada saham-saham yang masuk dalam kategori tersebut diharapkan dalam jangka panjang investor akan memetik keuntungan dari *capital gain* seiring dengan pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang.

2. *Cash Flow*

Arus kas operasi menunjukkan hasil yang dananya telah diterima tunai oleh perusahaan serta dibebani dengan beban yang bersifat tunai yang benar-benar sudah dikeluarkan oleh perusahaan. Manajemen perusahaan maupun para investor menyadari bahwa arus kas operasi positif lebih menjamin kemampuan perusahaan dalam menjalankan aktivitas usahanya di masa yang akan datang. Perusahaan yang mampu membayar dividen kepada pemegang saham adalah perusahaan yang memiliki *earnings* tinggi dan sekaligus dana tunai juga cukup (Pradhono dan Christiawan, 2004).

Menurut Parawiyati dan Baridwan (1998), laba dan arus kas periode yang lalu mempunyai manfaat untuk memprediksi laba dan arus kas. Oleh karena itu variabel tersebut menjadi prediktor terhadap perubahan laba dan arus kas satu tahun ke depan. Penelitian yang telah dilakukan menunjukkan di samping laba merupakan kunci informasi arus kas sebagai data seri waktu pun berguna sebagai indikator prediksi arus kas dan laba masa datang. Mengingat bahwa informasi arus kas khususnya dari aktivitas operasi merupakan suatu indikasi keberhasilan usaha yang rinci dan nyata, maka penilaian kinerja yang didasarkan informasi tersebut menjadi lebih berarti (*meaningful*).

Arus kas (*cash flow*) juga umum digunakan oleh pemilik perusahaan untuk mengukur kinerja dan prestasi manajemen, karena dari laporan arus kas dapat diketahui semua sumber penerimaan dan pengeluaran kas selama satu periode. Ditinjau dari segi *Corporate Finance*, *cash flow* merupakan pedoman yang lebih baik dan sangat umum digunakan dalam strategi investasi dibandingkan dengan earnings dalam laporan laba rugi. *Cash flow* negatif tidak disukai oleh pemilik maupun investor perusahaan. Tetapi arus kas awal negatif biasanya diikuti oleh arus kas positif pada tahun-tahun berikutnya, sehingga analisa arus kas hanya pada jangka waktu satu tahun sangat tidak valid sebagai indikator kinerja manajemen. Maka dari itu analisa arus kas sebaiknya digunakan selama umur sebuah *project*, dan tidak pada satu tahun saja karena arus kas sebuah *project* menjadi signifikan pada tahun-tahun setelah *project* tersebut dapat dijalankan dengan baik (Utomo, 1999).

3. *Economic Value Added (EVA)*

Pengujian yang telah dilakukan oleh Pradhono dan Christiawan (2004) menunjukkan bahwa EVA tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* yang diterima oleh pemegang saham. Pada periode penelitian yang telah dilakukan diketahui bahwa banyak perusahaan masih harus menanggung beban pokok dan bunga hutang yang besar, yang antara lain disebabkan akibat fluktuasi nilai tukar valuta asing pada masa sebelumnya. Untuk menghitung EVA, beban bunga hutang ini masih harus ditambah dengan beban ekuitas, yang berikutnya akan menjadi komponen utama dari *capital charges*, yang akan dikurangi dengan *adjusted*

NOPAT. Untuk menanggung beban bunga dari hutang saja, banyak perusahaan hanya mampu menghasilkan laba yang minim atau bahkan menderita kerugian, sebagaimana tampak dalam laporan laba rugi, apalagi kalau harus memperhitungkan beban ekuitas.

Menurut Iramani dan Febrian (2005), EVA merupakan tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai atau *value added* dari modal yang telah ditanamkan pemegang saham dalam operasi perusahaan. Oleh karenanya EVA merupakan selisih laba operasi setelah pajak (*Net Operating Profit After Tax* atau NOPAT) dengan biaya modal (*Cost of Capital*).

C. Perumusan Hipotesis

Berdasarkan tinjauan pustaka dan landasan teori, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

- Ha₁: Perubahan *price earning ratio* (PER) berpengaruh positif signifikan terhadap *return* yang diterima investor.
- Ha₂: Perubahan arus kas (*cash flow*) berpengaruh positif signifikan terhadap *return* yang diterima investor.
- Ha₃: Perubahan *economic value added* (EVA) berpengaruh positif signifikan terhadap *return* yang diterima investor.