

## **RELEVANSI PENILAIAN PERUSAHAAN DALAM KONDISI EKONOMI LABIL, APAKAH MASIH LAYAK DIPERHITUNGKAN?**

**Ferdinand Butarbutar**

Fakultas Ekonomi Universitas Pelita Harapan

### *Abstract*

*Company valuation is a mix of art and science. The bottom line is, of course that a business is worth what a buyer will pay for it. However, there are ways of estimating a fair price. Several of those methods are described in this section, such as: (1). Dividen growth, (2). Price earnings ratio, (3). Economic value added, (4). Return on Equity, and (5). Corporation Model-Discounted Cash Flow. There are variations of these and there are other methods that apply to specific situations. The question rises, where is a good method among those choices? Actually not even a single method became a perfect model. Choices it is dependable to company's purposes. Note: there are a number of reasons for valuing a company, other than buying or selling it. Companies are valued for estate and tax purposes, divorce settlements, and for raising capital. Hopefully, this material will be a good recipe to help business activity to set on their company's value.*

*Keywords : Dividen Growth, Discounted Cash Flow, Weighted Average Cost of Capital*

## PENDAHULUAN

Penilaian terhadap perusahaan merupakan hal penting untuk mengetahui sesungguhnya nilai secara utuh. Sungguh malang bagi manajemen atau pimpinan perusahaan bila benar-benar tidak mengetahui nilai perusahaannya. Secara kuantitatif paper ini mencoba memberikan beberapa pendekatan untuk memperkirakan nilai sebuah perusahaan. Observasi terhadap penilaian perusahaan merupakan daya tarik tersendiri setelah melihat berbagai kasus perusahaan besar melakukan sanggahan terhadap hasil audit BPPN-Badan Penyehatan Perbankan Nasional. Dimana nilai aktiva beberapa perusahaan konglomerat tidak bisa diverifikasi dan perbedaan tersebut merupakan hal signifikan untuk menentukan besar aktiva yang bisa di konversi menutupi hutang ke BLBI-Bantuan Likuiditas Bank Indonesia. Memang disadari bahwa kondisi keuangan beberapa perusahaan unsolvable terhadap pasiva karena kondisi kurs valuta asing mengguncang tatanan ekonomi makro dan peristiwa tersebut tidak pernah diantisipasi sebelumnya. Kondisi finansil Indonesia tahun 1997/1998, kurs valuta asing tergoncang dahsyat. Bulan Juli kurs valuta asing US dollar terhadap rupiah adalah Rp1.500. Dua bulan kemudian, yaitu bulan September sudah meloncat 67 persen dan tercatat 1 USD = Rp2.500. Satu tahun kemudian meroket menjadi Rp9.700 per US dollar. Bagi kebanyakan perusahaan lokal sungguh memberatkan. Karena pinjaman mata uang asing harus dikembalikan sesuai dengan nilai forex semula. Kejadian ini menjadi salah satu faktor dominan memperburuk kondisi perusahaan (lihat Neraca berikut). Tidak heran pemutusan hubungan kerja diberbagai perusahaan tidak terhindarkan. Saat kondisi perusahaan sedang oleng, beberapa perusahaan besar Malaysia dan Singapura menawarkan pembelian perusahaan-perusahaan Indonesia. Namun tawaran perusahaan tersebut kurang bersambut dengan hangat, karena perusahaan tidak bisa dinilai objektif dalam kondisi perekonomian yang terpuruk. Sehingga konsultan mengalami kesulitan menganalisis kemampuan dan potensi perusahaan. Salah satu contoh perusahaan mengalami kerugian akibat kurs valuta asing, illikuid dan unsolvable lihat perhitungan berikut:

**NERACA  
PER 14 SEPTEMBER 1997**

<b>Harta Lancar</b>	<b>Rp</b>	<b>60.900.000</b>	<b>Hutang Bank</b>	<b>Rp</b>	<b>187.500.000</b>
<b>Harta Tetap</b>		<u><b>183.600.00</b></u>	<b>Equity</b>		<u><b>57.000.000</b></u>
<b>Total Aktiva</b>	<b>Rp</b>	<u><b>244.500.000</b></u>	<b>Total Pasiva</b>	<b>Rp</b>	<u><b>244.500.000</b></u>

**NERACA  
PER 15 SEPTEMBER 1998**

<b>Harta Lancar</b>	<b>Rp</b>	<b>80.700.000</b>	<b>Hutang Bank</b>	<b>Rp</b>	<b>727.500.000</b>
<b>Harta Tetap</b>		<u><b>177.480.000</b></u>	<b>Equity</b>		<u><b>57.000.000</b></u>
<b>Total Aktiva</b>	<b>Rp</b>	<u><b>268.180.000</b></u>	<b>Total Pasiva</b>	<b>Rp</b>	<u><b>784.500.000</b></u>

**Nota Keuangan**

- a. Tanggal 14 September 1997 kurs valuta asing 1 US\$ = Rp2.500 pada waktu mengajukan kredit modal kerja sebesar US\$75.000,00 (Rp187.500.000,00).
- b. Tanggal 15 September 1998 kurs valuta asing 1 US\$ = Rp9.700 pada waktu melunasi hutang ke Bank. (Rupiah yang harus disediakan sama dengan Rp727.500.000,00. - US\$75.000,00 x Rp9.700,00).
- c. Kondisi perusahaan tanggal 15 September 1998, illikuid dan unsolvable. (Harta Lancar perusahaan tidak mampu melunasi pinjaman jangka pendek. Total Harta/aktiva tidak mampu memenuhi kewajiban perusahaan).

Dampak krisis valuta asing benar-benar mempersulit perhitungan nilai aktiva riil, karena akumulasi hutang dalam US dollar tidak bisa terpenuhi, kemudian kemerosotan mata uang rupiah mempengaruhi beban perusahaan. Mengakibatkan kerugian membengkak, kontribusi terhadap kepemilikan modal berkurang bahkan bisa menjadi negatif dan mengakibatkan pailit. Beberapa grup konglomerat memperoleh pinjaman dalam mata uang asing terpaksa harus

dirawat di rumah sakit-BPPN, karena tidak mampu lagi membiayai operasional perusahaan masing-masing, tabel 1.

**TABEL 1**  
**BEBERAPA GRUP PERUSAHAAN KONGLOMERAT**  
**DISERAHKAN KE BPPN (KEWAJIBAN DAN JAMINAN**  
**AKTIVA DALAM TRILLIUN RUPIAH)**

GRUP	PERUSAHAAN INDUK	PEMILIK BANK	PERJANJIAN	HUTANG	AKTIVA SEBAGAI KOLATERAL
Salim	Holdiko Perkasa	BCA	MSAA	52,7	107,00
Sjamsul Nursalim	Tunas Sepadan Investama	BDNI	MSAA	28,4	12,00
Marimutu Sinivasan	Texmaco Group	Putra Perkasa	MSAA	16,5	17,00
Usman Admadjaja	Bentala Kartika Abadi	Danamon	MRA	13,0	27,00
Praigo Pangestu	Grup Barito	Andro Meda	MSAA	7,52	18,00
Bob Hasan	Kiani Wirudha	BUN	MSAA	5,3	30,00
SamdikunHartono	Cakrawala Gita Pratama	Modern Bank	MRA	2,6	10,00

Sumber: Ferdinand Butarbutar, Forum Manajemen Prasetya Mulya No. 74/  
Agustus 2001

Pemerintah berusaha mencari investor menutupi pinjaman hutang konglomerat. Beberapa Negara tetangga seperti: Malaysia dan Singapura menawarkan jasa hendak membeli perusahaan Indonesia. Salah satu perusahaan Malaysia berencana membeli perusahaan Liem Sie Liong. Dalam kondisi ketidakpastian, apakah perusahaan masih bisa dinilai wajar? Bila investor Malaysia, Singapura dan Jepang melakukan negosiasi harga. Berapa sesungguhnya harga yang patut ditawarkan?

Penilaian perusahaan tentu harus melihat berbagai aspek, misalnya: aspek ekonomi makro, kebijakan investasi dan kondisi keamanan. Kemudian pendekatan kuantitatif dengan penafsiran keuangan merupakan salah satu model yang lazim dipakai dalam dunia bisnis, antara lain: (1). Model pertumbuhan dividen, (2). *Price Earnings Ratio*-P/E, (3). *Economic Value Added*-EVA, (4). *Return on Equity*-ROE, (5). Dan Corporation Model. Pilihan kedua sampai dengan keempat dipakai menghitung atau menilai tingkat pengembalian investasi sebuah perusahaan dengan pendekatan akuntansi. Sedangkan pilihan pertama

fokus terhadap “Nilai Arus Kas Bersih”/*Free Cash Flow* dari perusahaan dalam kurun waktu tertentu kemudian didiskontokan pada saat ini. Sebelum dibahas lebih lanjut, pembaca harus mengetahui terlebih dahulu beberapa terminologi umum dalam penilaian harga saham/stock valuation.

Saham Biasa/Common Stock mempersiapkan perhitungan “ arus kas masa depan” (*future cash flow*) melalui ekspektasi pembahagian dividen. Investor mengharapkan pembagian dividen tersebut setiap tahun. Dengan demikian perusahaan memberikan nilai positif karena bisa memenuhi kewajibannya terhadap investor. Dipihak lain, bila sewaktu-waktu investor menjual saham di pasar modal, agio saham menjadi ukuran untuk pengembalian investasi. Bagaimana sesungguhnya manajer perusahaan bisa memaksimalkan nilai perusahaan? Disisi lain risiko menghadang dan sulit menghindarinya. Faktor-faktor harga saham perlu diamati, dan terminology keuangan yang digunakan dalam penilaian perusahaan perlu dipahami, seperti:

- $D_0$  = pembahagian dividen yg sudah diterima dari perusahaan.
- $D_1$  = menggambarkan pembahagian dividen akhir tahun pertama.
- $D_2$  = merupakan harapan pembahagian dividen tahun berikutnya.
- $P_0$  = harga aktual pembelian saham saat ini
- $P_i$  = harga saham yg diharapkan pada setiap akhir tahun
- $g$  = ekspektasi pertumbuhan dividen setiap tahun
- $ks$  = minimum pengembalian equitas diminta oleh investor
- $D_1/P_0$  = ekspektasi pembagian dividen dibagi dengan harga saham. Formula tersebut untuk mengetahui tingkat pengembalian dividen. Misalkan: dividen akan dibayar dua belas bulan kemudian sebesar 1 US\$, harga saham saat ini US\$10. Maka pengembalian dividen  $\$1/\$10 = 0,10$  (10%).

$$\frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

Menghitung capital gain/agio saham. Bila harga saham saat ini US\$10 kemudian dijual dengan harga US\$10,50 akhir tahun. Maka investor akan memperoleh agio saham/*capital gain* sebagai berikut:

$$\frac{P_1 - P_0}{P_0} = \frac{10,50 - 10,00}{10,00} = 0,5 \text{ atau } (5,00\%)$$

Ekspektasi keuntungan dividen dianggap sebagai salah satu model menghitung harga saham. Perhitungan dividen selalu dihitung mulai dari tahun pertama sampai tahun berikutnya. Nilai harga saham ditentukan oleh akumulasi dividen pada periode tertentu kemudian di diskontokan untuk mendapat nilai arus kas sekarang:

$$\frac{D_1}{(1+k_s)} + \frac{D_1}{(1+k_s)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_\infty)^\infty}$$

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_s)^t}$$

Nilai saham korporasi selalu mengacu pada ketentuan “*dividen growth*” sepanjang tidak ada likuidasi atau pernyataan bankrupt terhadap perusahaan tersebut. Ekspektasi “*arus kas*” dihitung berdasarkan pembahagian keuntungan dividen masa depan. Pertumbuhan harga saham tentu dianggap konstan, demikian juga pembahagian dividen diharapkan bertumbuh dan berkesinambungan. Pertumbuhan tersebut bisa dilihat dari formula berikut:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+k_s)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_s)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_\infty)^\infty}$$

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(k_s - g)} = \frac{D_1}{k_s - g}$$

Misalkan perusahaan Anggita, baru saja membayarkan keuntungan dividen sebesar \$1,15 ( $D_0 = \$1,15$ ). Pembeli Saham mengharapkan tingkat pengembalian investasi- $k_s$ , sebesar 13,4% dan investor menaksir pembahagian keuntungan dividen bertumbuh konstan 8 persen tahun depan. Estimasi

pembahagian keuntungan dividen akhir tahun pertama ialah:  $D_1 = \$1,15 (1,08) = \$1,24$ ;  $D_2$  menjadi  $\$1,34$  dan tahun kelima sebesar  $\$1,69$

$$D_5 = D_0 (1 + g)^5 = \$1,15 (1,08)^5 = \$1,69$$

Untuk mengetahui harga saham di kemudian hari, konsultan bisa mencari jalan pintas dengan memakai rumus berikut:

$$P_0 = \frac{\$1,15(1,08)}{(0,134 - 0,08)} = \frac{\$1,242}{0,054} = \$23,00$$

Bila  $k_s$  lebih besar dari faktor  $g$ , maka hasilnya akan memberikan nilai positif dan benefit kepada kedua belah pihak. Tetapi bila  $k_s$  lebih kecil dari  $g$  maka hasil dari perhitungan tersebut akan memberikan umpan balik yang nihil. Sesungguhnya nilai diskonto dari setiap earnings akan semakin kecil, walaupun dividen bertumbuh sebesar 8 persen. Sebagai ilustrasi: Dividen, tahun pertama  $D_1 = D_0 (1 + g)^1 = \$1,15 (1,08) = \$1,242$ , nilai arus kas sekarang  $\$1,242/1,134 = \$1,095$ . Tahun kedua menjadi  $\$1,242 (1,08) = \$1,341$ , dan nilai arus kas sebesar  $\$1,043$ ,  $1,341/(1,134)^2$  demikian seterusnya arus kas semakin menipis karena komponen diskontonya semakin membesar.

### **Pertumbuhan Dividen dan Pendapatan Arus Kas**

Pertumbuhan pembahagian dividen terjadi sebagai akibat dari pertumbuhan earnings per share (pendapatan per lembar saham). Earnings bertumbuh akibat beberapa faktor; seperti (1). Inflasi, (2). Laba ditahan yang direinvestasikan, dan (3). Faktor tingkat pengembalian atas modal (ROE). Dalam kondisi inflasi, jika hasil produksi dalam unit stabil tetapi harga jual dan biaya per unit meningkat dengan inflasi, maka EPS juga akan bertumbuh. Tanpa inflasipun EPS bertumbuh sebagai akibat dari reinvestasi atau pendapatan meningkat. Jika pendapatan tidak semuanya dibagikan sebagai dividen, maka sebahagian menjadi modal dan memperbesar kemampuan aktiva. Walaupun nilai saham sesungguhnya bersumber dari pembahagian dividen, bukan secara otomatis harga saham meningkat karena pembahagian dividen. Faktor

penyeimbang perlu dilihat antara dividen saat ini atau masa depan. Bila saat ini perusahaan membagikan dividen dengan porsi besar. Maka perusahaan akan menyetorkan dana kecil untuk reinvestasi, membayar hutang, kemudian akan mempersempit ruang earnings dan dividen masa depan. Sasaran dividen harus jelas, apakah perusahaan membagikan melalui stock dividen karena tidak memiliki uang kas. Atau perusahaan menyetorkan earnings untuk membeli saham yang sudah beredar. Pertanyaan yang perlu dipikirkan, ialah: apakah harus mendistribusikan dividen saat ini lebih besar kepada pemilik atau kemudian hari, keputusan tergantung dari manajemen.

### **Ekspektasi Tingkat Pengembalian pada Pertumbuhan Saham yang Konstan**

Sesungguhnya faktor  $k_s$  (tingkat pengembalian modal) merupakan hal rumit. Karena setiap industri tentu mempunyai tingkat pengembalian yang berbeda. Demikian juga unsur-unsur dalam formula  $k_s$  sesuai tingkat kesulitan perusahaan. Para investor harus bisa menetapkan angka tertentu sebagai patokan dan acuan pengembalian. Sehingga, dimanapun investor melakukan investasi tingkat minimum pengembalian investasi sudah ada.

**Expected Rate of Return = Expected Dividen Yield + Expected Growth Rate**

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

Kalau saja perusahaan membeli saham dengan harga  $P_0 = \$23$  per lembar saham, kemudian pembahagian keuntungan dividen akhir tahun pertama,  $D_1 = \$1,242$  tingkat pertumbuhan ( $g$ ) diproyeksikan sebesar 8%, ekspektasi pengembalian ( $k_s$ ) adalah 13,4%;

$$k_s = \frac{\$1,242}{\$23,00} + 8\% = 13,4\%$$

$$P = \frac{D}{k_s - g} = \frac{\$1,3414}{(0,134 - 0,08)} = \$24,84$$



Model ini memberikan hasil sepenuhnya terhadap ( $k_s$ ), tetapi ada juga unsur pembahagian keuntungan dividen terselung disana. Persentase dividen akhir tahun, ialah:

$$\frac{D_1}{P_0} = \frac{\$1,242}{\$24,84} = 5,4\%$$

kemudian baru ditambah dengan pertumbuhan 8 persen ( $5,4\% + 8\% = 13,4\%$ ). Untuk memonitor beberapa variable dalam mempertahankan pertumbuhan ( $g$ ) supaya konstan perlu memperhatikan faktor-faktor berikut:

- a. Tingkat pembagian dividen diharapkan bertumbuh ( $g$ ) dengan konstan.
- b. Harga saham juga diharapkan meningkat pada waktu yg bersamaan
- c. Persentasi dividen diharapkan konstan
- d. Estimasi agio saham juga bergerak secara konstan
- e. Ekspektasi tingkat pengembalian modal ( $k_s$ ) diharapkan sama dengan dividen yield plus the expected growth rate:  $k = \text{dividen yield} + g$

### **Evaluasi Saham Tanpa Mendapat Pembahagian Dividen**

Pembahasan model dividen tidak selalu bisa dipakai umum terhadap perusahaan lain. Karena tidak semua perusahaan bisa menyisihkan keuntungan untuk membayar dividen. Beberapa perusahaan harus bergelut memenuhi arus kasnya pada waktu lima tahun pertama, supaya bisa hidup. Perusahaan pada umumnya memanfaatkan laba/earnings untuk memperbesar cadangan modal kerja atau investasi perusahaan. Tentu perusahaan tidak bisa secara buas membagikan seluruh pendapatannya, karena belum tentu manajemen mempunyai akses terhadap bank untuk mendapat kredit investasi. Itulah sebabnya sumber pendanaan internalpun penting bagi perusahaan. Bila dalam kondisi saat ini perusahaan belum bisa menepati janji membagikan dividen tetapi masa depan akan membayar, maka nilai saham bisa diperhitungkan sebagai berikut:

- a. Manajemen harus bisa menaksir pembayaran dividen tahun pertama, kemudian menghitung pertumbuhan selama batas normal atau diatas normal, jangka waktu normal ataupun tidak normal, pertumbuhan secara konstan, dan kemungkinan tingkat pengembalian modal mulai turun.
- b. Memakai model dividen growth untuk menentukan harga saham setelah perusahaan mencapai pertumbuhan stabil.
- c. Menyusun periode penerimaan “ arus kas” dividen yg bisa dicapai, kemudian hasil masa depan tersebut di diskontokan untuk mendapat nilai arus kas saat ini.

Misalkan; perusahaan Marvellure mencatat penjualan tahun berjalan dengan pertumbuhan 200 persen pertahun. Sesungguhnya perusahaan ingin agar pertumbuhan penjualan meningkat terus sebagaimana tahun sebelumnya. Namun karena berbagai faktor, estimasi penjualan dan arus kas akan berkurang 10 persen tiap-tiap tahun selama 10 tahun. Marvellure sudah mengumumkan, bahwa tidak akan ada pembahagian dividen selama kurun waktu lima tahun pertama. Tetapi tahun keenam dividen di usahakan sebesar \$0,20 per saham, \$0,30 tahun ketujuh, \$0,40 tahun kedelapan, \$0,45 tahun ke sembilan, dan \$0,50 tahun ke sepuluh. Setelah tahun ke sepuluh dividen diharapkan meningkat 10 persen. Pada waktu yang sama konsultan memberitahukan, bahwa return dari perusahaan sejenis sebesar 15 persen. Dari informasi tersebut bisa diolah harga saham ( $P_0$ ) sebagai berikut:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+k_s)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_s)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_\infty)^\infty}$$

$$P_0 = \frac{\$0,00}{(1,15)^1} + \dots + \frac{\$0,00}{(1,15)^5} + \frac{\$0,20}{(1,15)^6} + \frac{\$0,30}{(1,15)^7} + \frac{\$0,40}{(1,18)^8} + \frac{\$0,45}{(1,15)^9} + \frac{\$0,50}{(1,15)^{10}} + \frac{\$0,50(1,10)}{(0,15-0,10)} \times$$

$$P_0 = \$3,30$$

Pada akhir tahun kesepuluh pendapatan/harga saham perusahaan Marvellure di diskontokan. Model pendekatan dividen growth, bisa juga dipakai dalam perusahaan walaupun pembahagian dividen tidak pasti. Pendekatan

lain dalam menilai saham biasa (Common Stock), antara lain P/E Price Earnings Ratio, Eva dan ROE.

***Price Earnings Ratio-P/E***

Dalam melakukan analisis saham, investor ingin melihat berapa sesungguhnya dividen yang akan dibayar oleh perusahaan untuk setiap dollar equity sebagaimana tercantum dalam laporan keuangan. Secara umum P/E yg rendah dikonotasikan harga saham undervalued. P/E yg tinggi dianggap sebagai *overvalued*. Perhitungan ini memang cukup sederhana, karena terpusat hanya melihat perbandingan dari sisi akuntansi keuangan. Yaitu: memperhitungkan intensitas harga saham dari harga saat ini dibagikan dengan EPS. *Earnings Per share* adalah perhitungan akuntansi. Yaitu: membandingkan earnings akhir tahun dengan jumlah saham beredar.

$$\frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Outstanding Shares}} = \frac{\$340.500}{150.000} = \$2,27$$

Bila harga saham di pasar modal saat ini sebesar \$23,00 per lembar saham, maka  $P/E = \$23/2,27 = 10,1$  kali (misalkan catatan industri sama dengan 12,5 kali). Terhadap perhitungan diatas perlu validasi rugi laba. Kemungkinan ada faktor-faktor tertentu sebagai unsur pembiayaan meningkat tajam sehingga laba bersih turun drastis. Atau ada unsur pendapatan lain-lain terselubung sehingga perhitungan laba mencuat tinggi. Sesungguhnya sebagai investor, perhatian tidak boleh terfokus terhadap pendapatan setelah pajak, harus konsentrasi pada perhitungan EBIT (*earnings before interest & taxes*). Karena pendapatan sesungguhnya tergambar dari penghasilan ini. Beberapa transaksi bisa muncul dibawah EBIT, seperti pendapatan atau biaya lain-lain dari berbagai sumber, justru mempengaruhi perhitungan EPS dan akhirnya berakibat kepada P/E rasio.

**Pendekatan EVA (*Economic Value Added*)**

EVA menghitung residual income setelah mengurangi semua costs termasuk equity capital. Eva juga tidak memperhitungkan kembali nilai depresiasi, walaupun beban tersebut bukan cash expenses. Formula mencari perhitungan EVA ialah:

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{EBIT} (1 - \text{Taxes}) - (\text{Total Operating Investment}) (\text{WACC}) \\ &= (\$20.000 \times 0,60) - (\$100.000 \times 0,10) = \$2.000 \end{aligned}$$

Keller akan memperoleh pengembalian sebesar \$2.000 dimanapun melakukan investasi, terlepas dari berbagai risiko saham. Bagaimana caranya jumlah itu muncul, lihat perhitungan berikut:

**Perhitungan Laba - Rugi  
Sampai Akhir tahun Desember 31, 2005**

Pendapatan Sebelum Bunga & Pajak (EBIT)	=	\$ 20.000
Biaya Bunga 10% x \$50,000	=	<u>\$ 5.000</u>
Pendapatan Sebelum Pajak	=	\$ 15.000
Pajak 40%	=	<u>\$ 6.000</u>
Pendapatan Setelah Pajak	=	\$ 9.000
Ekspektasi pemilik 14% x \$50,000	=	<u>\$ 7.000</u>
EVA	=	<u>\$ 2.000</u>

Jumlah \$7.000 bukan otomatis harus tinggal didalam perusahaan, tetapi juga tidak harus melakukan pembahagian dividen dengan jumlah yg sama. Karena bisa saja perusahaan membutuhkan dana investasi untuk ekspansi perusahaan. Berapa besar yang sisa? EVA adalah \$2.000. Perhitungan EVA bisa juga dengan melakukan kalkulasi berikut:

Pendapatan Sebelum Bunga & Pajak (EBIT)	=	\$ 20.000
1 – Tax rate ( 1 – 0,40 ) 0,60 x \$20.000	=	<u>\$ 12.000</u>
Net Operating After Taxes (NOPAT)	=	\$ 8.000
Total Investment	=	\$ 100.000
Biaya Modal WACC	= 10%	<u>\$ 10.000</u>
EVA (NOPAT – Biaya Modal)		<u>( \$ 2.000)</u>

Dari berbagai penilaian seperti diterangkan sebelumnya, metode mana yang lazim dipakai dalam bisnis praktis? Apakah nilai perusahaan hanya dihitung berdasarkan dividen, P/E, ROE dan EVA? Pembahasan diatas nampaknya lebih dominant dari aspek akuntansi. Pendekatan berikut akan memperhitungkan berbagai aspek secara menyeluruh dalam perusahaan, disebut: “*Corporation Value*”. Model ini melakukan pendekatan dengan berbagai perhitungan “*arus kas*” dan akan dibahas kemudian.

**Pendekatan ROE (*Return on Equity*)**

Apa yang dimaksud dengan ROE, (tingkat pengembalian equity). Bagaimana cara mengukur pengembalian equity? Berapa besar tingkat pengembalian modal/equity yang wajar? Misalkan investasi perusahaan sebesar \$100.000, terdiri dari utang bank \$50.000 dan modal sendiri \$50.000. Perusahaan tidak memiliki saham istimewa dan hutang obligasi. Beban hutang bunga sama dengan 10 persen, pembayaran pajak 40 persen (beban bunga setelah pajak hanya 6 persen). Untuk mengantisipasi risiko, pemilik menginginkan ROE (ks) 14 persen. Minimum pengembalian modal 14 persen, artinya dari setiap \$100 equity, minimal investor memperoleh pengembalian 14% (\$14). Biaya modal dari struktur perusahaan adalah  $(50\% \times 0,10) (1 - 0,40) + (50\% \times 0,14) = 10\%$ . Biaya modal yg harus dibebankan per tahun sama dengan \$10.000  $(10\% \times \$100.000)$ . Sekarang tiba saatnya menganalisis laporan laba-rugi tuan Keller:

**Perhitungan Laba-Rugi  
Sampai Akhir tahun Desember 31, 2005**

Pendapatan Sebelum Bunga & Pajak (EBIT)	=	\$ 20.000
Biaya Bunga 10% x \$50.000	=	<u>\$ 5.000</u>
Pendapatan Sebelum Pajak	=	\$ 15.000
Pajak 40%	=	<u>\$ 6.000</u>
Pendapatan Setelah Pajak	=	<u>\$ 9.000</u>
ROE \$9.000/\$50,000	=	<u>18%</u>

Laporan laba-rugi memberikan hasil 18%, artinya: bahwa dari setiap satu dollar equity memperoleh pengembalian sebesar 18 sen. Maka dimanapun pemilik modal melakukan investasi, minimum pengembalian modal, ialah 18 persen. Apakah ROE sudah bisa menggambarkan tingkat return yang wajar? Perhitungan berikut menjadi salah satu pilihan dan bisa digunakan dalam menganalisis keuangan terhadap nilai perusahaan. Karena memperhitungkan berbagai transaksi menyangkut pertumbuhan perusahaan di kemudian hari. Pendekatan teori ini disebut "*corporation value*".

### ***Corporation Value***

Perhitungan berikut ini focus pada arus kas hasil perusahaan masa depan. Kemampuan perusahaan menciptakan arus kas masa depan harus di diskontokan pada saat ini untuk mendapat nilai tunai, sehingga nilai/harga perusahaan bisa ditimbang-timbang. Apakah nilai perusahaan wajar atau tidak tentu tergantung dari berbagai faktor pertimbangan. Dari sisi keuangan, nilai riil perusahaan akan tergambar dari komposisi dan struktur modal dimana unsure hutang dan equitas menyatu mempengaruhi penciptaan nilai. Penilaian perusahaan menggambarkan penerimaan arus kas seperti perhitungan pada study kelayakan berikut:

**$V_{com}$  = Nilai arus kas sekarang dari ekspektasi *free cash flow***

$$V_{com} = \frac{FCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_\infty}{(1+WACC)^\infty}$$

$FCF = \text{Net Operating Income} + \text{Depresiasi} + \text{Bunga} (1-t) - \text{Net Investasi}$

Nilai perusahaan seutuhnya adalah diskonto dari perolehan arus kas masa depan. Konsep *Free Cash Flow*, adalah arus cash perusahaan sebelum melakukan pembayaran terhadap saham istimewa dan hutang perusahaan. FCF sesungguhnya arus kas bersih untuk investor. Arus kash tersebut harus di

diskontokan dengan biaya modal – WACC, sehingga arus kas bersih bisa diperhitungkan dengan tunai. Beberapa faktor signifikan perlu diwaspadai untuk mengestimasi “ arus kas perusahaan”, antara lain:

- a. Tipe dan potensi pendapatan perusahaan
- b. Kondisi ekonomi makro dan internal perusahaan
- c. Nilai buku perusahaan dan pertumbuhan Penjualan
- d. Kondisi keuangan perusahaan:  
Kemampuan perusahaan membagi dividen. Kalkulasi arus kas dalam periode tertentu (N) dan diskontokan untuk mendapat nilai arus kas sekarang. Mencari “Terminal Value”. Harus disadari bahwa setelah tahun N, korporasi masih berkelanjutan dan nilai itulah yang akan dikonversi. Yaitu, mencari FCF tahun N + 1 lalu di diskontokan. Kemudian Nilai Arus Kas periode N + Terminal Value + Deposito, sama dengan *Corporate Value*.
- e. Kemudian perhitungan *Corporate Value* dibandingkan dengan *market price* sebagai harga *bench mark* (harga saham dipasar modal dikalikan dengan volume saham)..

Bagaimana mencari dan menentukan “BIAYA MODAL-WACC ( $k_s$ )?”

**Rumusnya:  $WACC = \{w_d k_d (1 - t) + w_s k_s\}$**

Misalnya, sebuah perusahaan mempunyai data keuangan sebagai berikut:

- a. Komposisi pinjaman Bank 60 persen
- b. Bunga Pinjaman Bank 16%
- c. Komposisi Modal 40%
- d. Tingkat pengembalian Modal 21%
- e. Pembayaran Pajak Perseroan 40%

**$WACC = \{60\% \times 0,16 (1 - 0,40) + (40\% \times 0,21)\} = 14,16\%$**

Komponen WACC (biaya modal) sesungguhnya merupakan perpaduan kewajiban dan ekuitas. WACC 14,16% adalah titik minimal dimana investor mengharapkan proyek/bisnisnya bisa memberikan tingkat pengembalian modal. Beberapa asumsi dasar dari WACC, adalah bahwa untuk satu kurun waktu tertentu, asumsi-asumsi ekonomi atau keuangan dianggap terkendali. Walaupun toh dalam pelaksanaan ada beberapa penyimpangan, tetapi masih batas toleransi. Komponen dividen agak sulit diestimasi pelaksanaannya. Perusahaan dengan laba bersih belum tentu rela membagi keuntungan dividen kepada pemilik. Karena perusahaan masih membutuhkan modal investasi untuk memenuhi kapasitas produksi. Disatu pihak kewajiban kredit terhadap Bank harus dilunasi. Bilamana perusahaan dinyatakan pailit, perusahaan terlebih dahulu melunasi kewajiban kepada Pemerintah/Bank dan lain-lain. Kemudian bila masih ada harta sisa, barulah diperhitungkan kepada pemilik modal. Itulah sebabnya risiko kepemilikan lebih besar dari kreditur. Selain perhitungan *cost of capital* dengan metode WACC, pilihan lain ialah: CAPM (*Capital Assets Pricing Model*), pola ini tidak memperhitungkan komposisi dan struktur modal. Tetapi mengacu terhadap sertifikat deposit pemerintah, dimana bunga sertifikat pemerintah dianggap aman dan itulah menjadi dasar perhitungan tingkat pengembalian investasi. Kemudian membandingkan dengan harga pasar dan memperhitungkan faktor beta sesuai dengan karakteristik masing-masing perusahaan. Formulasi CAPM sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 k_s &= k_{RF} + (k_M - k_{RF}) B \\
 &= 11 \% + (15\% - 11\%) 0,08 = 14,6\% \\
 k_{RF} &= \text{Risk free rate (surat sertifikat deposito) bunga } 11\% \\
 k_M &= \text{Bunga yg berlaku dipasar } 15\% \\
 B &= \text{Faktor risiko investasi dalam sekuritas yg sejenis } 0,08
 \end{aligned}$$

Perusahaan akan bertumbuh konstan setelah tahun N, pertanyaan sekarang ialah: Bagaimana memperkirakan “Nilai Residu/Terminal Value” perusahaan?



### NILAI RESIDU/TERMINAL VALUE

Penilaian atas residu merupakan porsi terbesar dalam penilaian perusahaan. Harus teliti memperhitungkan karena merupakan nilai arus kas akhir dari satu periode investasi. Beberapa hal penting perlu diperhatikan dalam menentukan terminal value, antara lain: (1). Pertumbuhan (g) *free cash flow* tiap-tiap tahun untuk kurun waktu tertentu. (2). Besarnya tingkat pengembalian modal (ks). (3). Kondisi ekonomi pada waktu perhitungan sedang dilakukan. Menurut konsep dari berbagai literatur keuangan, bilamana jumlah “ arus kas” diterima secara berkesinambungan dengan jangka waktu lama, maka nilai residu dianggap menjadi annuitas. Formulasi dari konsep annuitas bisa dilihat sebagai berikut:

$$\text{Residual Value} = \frac{\text{Perpetuity Cash Flow}}{\text{Cost of Capital} - \text{WACC}}$$

Misalkan, sebuah perusahaan menghasilkan *cash flow* sebesar \$42 juta setelah N period, biaya modal diperkirakan 15 persen. Nilai residu pada akhir tahun N, ialah:

$$\text{Residual Value} = \frac{\$ 42 \text{ juta}}{0,15} = \$ 280 \text{ juta}$$

Bila perusahaan akan berakhir pada akhir tahun ketiga, arus kas bersih yang diharapkan sebesar \$ 42 juta. Berapa besar “nilai residu/terminal value” perusahaan tersebut? Pertumbuhan arus kas setelah tahun N dinilai konstan sebesar 9 persen. Formula untuk mencari nilai residu ialah:

$$\text{Residual Value} = \frac{\text{Free Cash Flow} \times (1 + \text{Growth})}{k_e - \text{Growth}}$$

$$\text{Residual Value} = \frac{(\$ 42 \text{ juta} \times 1,09)}{(0,15 - 0,09)} = \$ 763 \text{ juta}$$

Kemudian nilai *free cash flow* tersebut di diskontokan untuk mendapat nilai arus kas sekarang. Kemudian barulah bisa dicari Nilai Perusahaan = Nilai Arus Kas Hasil Operasional + Nilai Residu + Surat-surat Berharga, inilah sesungguhnya harga perusahaan yang wajar ditawarkan kepada para investor. Walaupun tentu perusahaan memiliki kewajiban kepada pihak ketiga, hal itu tentu merupakan pertimbangan lain dan perlu dinegosiasikan.

Sesungguhnya manajemen perusahaan harus bisa berkereasi menciptakan nilai kepemilikan. Perhitungan secara keuangan tentu bersumber dari “kreasi penciptaan nilai”. Nilai sebuah perusahaan atau kepemilikan modal sangat tergantung atas skenario masa depan perusahaan. Kondisi perencanaan perusahaan dipengaruhi faktor-faktor eksternal, dimana kebijakan pemerintah bisa mengakibatkan keuntungan atau kerugian. Penciptaan nilai tergantung dari ketepatan perencanaan dengan realisasi. Dimana parameter yg digunakan oleh perusahaan tidak selalu tepat seperti perhitungan matematika. Misalnya: perihal pertumbuhan penjualan, margin laba operasional, pajak perseroan, investasi modal kerja, investasi aktiva tetap, biaya modal dan durasi proyek.

Setelah berbagai metode keuangan sudah diterangkan, tibalah saatnya untuk menilai sebuah perusahaan dengan konsep “*corporate value*”. Linda Corporation berencana akan menjual perusahaannya kepada pebisnis lain dari Bali. Berapa sesungguhnya nilai wajar Linda Corporation? Kedua parti harus mengetahui, supaya tidak terjadi perasaan saling curiga terhadap harga. Data-data keuangan Linda Corporation lima tahun kedepan sebagai berikut

- a. Penjualan TAHUN PERTAMA US\$350 JUTA
- b. Penjualan meningkat 15% sampai tahun ke 3 kemudian berkurang menjadi 12% tahun ke empat dan kelima.
- c. Beban Harga Pokok Penjualan 70% dari Penjualan.
- d. Beban Biaya Opeasional 8% dari Penjualan
- e. Beban Bunga 9% dari Hutang Bank US\$120 Juta
- f. Beban Depresiasi 2% dari Penjualan
- g. WACC 14%, pertumbuhan “Arus Kas-FCF” g, 9%. Deposito Perusahaan sebesar US\$22 juta

- h. Delta Investasi diperhitungkan meningkat 3% dari Penjualan
- i. Hitunglah nilai perusahaan Linda Corporation.

Konsultan atau analis harus menampilkan proyeksi keuangan sehingga kedua partisan bisa melihat data actual sebagai bahan pertimbangan untuk menjual, membeli atau menggabungkan usaha. Prospek keuangan berikut menampilkan:

- a. Proyeksi Laba-Rugi selama lima tahun
- b. Membuat perhitungan *free cash flow*, kemudian di diskontokan
- c. Menghitung *free cash flow* awal tahun keenam sebagai dasar penilaian terminal value pada akhir tahun kelima.
- d. Setiap tahun “ arus kas ” bersangkutan di diskontokan
- e. Melakukan perhitungan dengan “ *Company Valuation Model* ”.
- f. Menambahkan insure sertifikat deposito sebagai bahagian dari nilai korporasi.

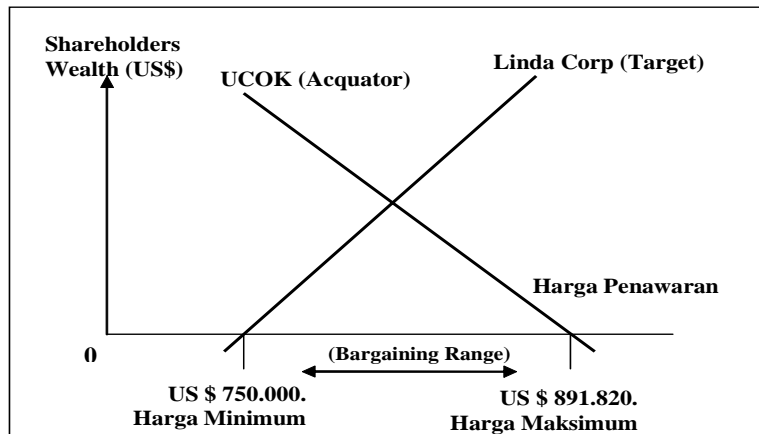
Perhitungan Linda Corporation perlu menjelaskan beberapa poin penting untuk mengetahui dasar penilaian dalam hal:

- a. Mencari nilai *Free Cash Flow*/ arus kas operasional periode  $N = 5$  tahun.
- b. Harus dicari nilai *Free Cash Flow*/ arus kas operasional pada tahun  $N + 1$  ( $70,85 \times 109\% = \$77,22$ ), sebagai dasar perhitungan untuk nilai residu/ terminal value. Perhitungan  $N+1$ , dianggap merupakan dasar “ arus kas operasional ” dimana tiap-tiap tahun arus kas perusahaan akan bertumbuh konstan sebesar 9% setiap tahun.
- c. Faktor biaya modal atau WACC sebesar 14 persen, artinya: pemilik modal menetapkan minimum tingkat pengembalian empatbelas persen dimanapun mereka melakukan investasi.

Bila harga aktual saham Linda Corporation di pasar modal sebesar \$1.500 per lembar saham. Maka potensi harga perusahaan internal sesungguhnya sebesar \$750.000.000 (500.000 lembar saham x \$1.500). Perbedaan harga perusahaan sebesar US\$102.280.000 merupakan ruang bagi pemilik atau calon pembeli melakukan negosiasi untuk mendapat harga optimum

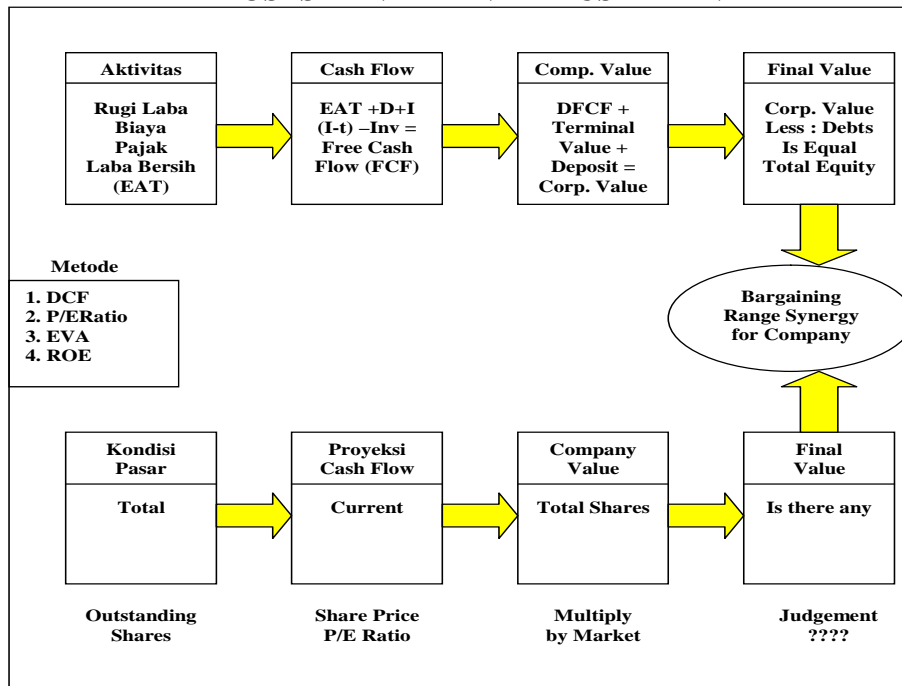
sesuai kesepakatan. Kedua partisan sudah melihat harga aktual pasar dan harga menurut perhitungan ' arus kas'. Ruang negosiasi terbuka bagi kedua partisan untuk mendapat permufakatan harga. Apakah penawaran dan permintaan akan mencari keseimbangan harga, sehingga harga final adalah US\$801.140 ( $US\$750.000 + Us\$102.280/2$ ). Tentu penilayan ini hanya merupakan alat bantu bagi kedua belah pihak untuk mengambil keputusan, apakah maju atau tidak.

**GAMBAR 1**  
**KISARAN HARGA PERUSAHAAN LINDA CORPORATION**



Sumber: Brigham & Houston, 2004 P.808

**GAMBAR 2**  
**PROSES PENILAIAN PERUSAHAAN**



Sumber: Ferdinand Butarbutar. Hand-out Manajemen Keuangan II, Semester Genap 2004/2005 UPH.

### KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Untuk mengetahui nilai sebuah perusahaan secara terukur, tentu tidak hanya berpatokan terhadap dimensi keuangan. Akuntansi keuangan bukan satu-satunya model untuk menghitung dan menilai perusahaan. Berbagai faktor perlu dipertimbangkan dengan teliti, agar perusahaan bisa mendapat harga wajar. Sehingga kedua belah pihak yang berbeda kepentingan bisa menerima. Mudah-mudahan tulisan ini merupakan salah satu resep pilihan untuk membantu para pembaca mengerti bagaimana cara menilai perusahaan.

**TABEL 2**  
**COMPANY VALUATION**  
(dalam jutaan US Dollar)

ACTIVITIES	1	2	3	4	5	TOTAL
SALES	350,00	402,50	462,87	518,41	580,62	
COGS	245,00	281,75	324,00	362,89	406,43	
GROSS PROFIT	105,00	120,75	138,87	155,52	174,19	
OPERATING COSTS	28,00	32,20	37,02	41,47	46,44	
EBIT	97,00	88,50	101,85	114,05	127,75	
INTEREST EXPENSE	10,80	10,80	10,80	10,80	10,80	
EBT	66,20	77,70	91,05	103,25	116,95	
TAXES 40%	26,48	31,08	36,42	41,30	46,78	
EAT	37,72	46,62	54,63	61,95	70,17	
+ DEPRECIATION	7,00	8,05	9,25	10,37	11,61	
+ (10,68 x 60%)	6,40	6,40	6,40	6,40	6,40	
CASH OPERATING INCOME	53,20	61,15	70,36	78,80	88,26	
- ? INVESTMENT	10,50	12,07	13,88	15,55	17,41	
FREE CASH FLOW	42,70	49,08	56,48	63,25	70,85	
PV OF FCF, 14%	37,46	37,76	38,12	37,45	36,80	187,59
+ TERMINAL VALUE=FCF N + 1	76,48/0,14 - 0,09 = 1,544,53 x 0,5194					802,23
+ DEPOSIT						22,00
TOTAL CORPORATE VALUE						1,011,82
- DEBITS						120,00
TOTAL EQUITY						891,82
SHARES OUTSTANDING						500,000 lembar saham Biasa/Common Stocks
ESTIMATED STOCK PRICE						US\$891,820,000/500,000 = \$1,7836,64

Source: Brigham & Houston 2004, page 328.

## DAFTAR PUSTAKA

- Eugene F. Brigham & Joel F. Houston: *Fundamentals Of Financial Management*. Tenth Edition, South-Western Thomson, 2004
- Elizabeth Danziger: Skills you need to valuate businesses - Is Business Appraising For You? *Journal of Accountancy*, LA. March 2000
- EdwardH. Bowman: When Does Restructuring Improve Economic Performance? *California Management Review* Vol 41, N0 2, Winter 1999
- Patrick A. Gaughan: *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. Second Edition. Canada – John Wiley, Inc 1999
- J. Fred Weston & Kwang S. Chung: *Mergers Restructuring and Corporate Control*. Englewood Cliff-Prentice Hall, 1990
- Leopolda A. Berstein: *Financial Statement analysis-Theory, application and Interpretation*. Fourth Edition. Illiniois-Irwin, 1989
- John J. Hampton: *Financial Decision Making-Concepts, Problems and Case*. Fourth Edition. Englewood Cliffs. Prentice Hall, 1989
- Roger G. Clark & Brant Wilson: *Strategic Financial Management*. Illinois-Irwin, 1988
- Robert P. Knicerbocker Jr; *The Acquisition Premium. AU-Turn In Merger Policy*. New England-Public Utilities Fortnightly, May 15, 1999
- Ferdinand Butarbutar: *Forum Manajemen Prasetiya Mulya*. Tahun ke – XVI, No. 74. Agustus 2001
- Ferdinand Butarbutar: *Hand out Manajemen Keuangan II*, Semester Genap 2004/2005 Universitas Pelita Harapan

