

BAB II

TINJAUAN LITERATUR

Pendahuluan

Nilai intrinsik sebuah perusahaan secara umum di dapatkan dari nilai sekarang aliran kas masuk di masa yang akan datang. Untuk mendapatkan nilai sekarang dari aliran kas masuk tersebut seorang analis keuangan terlebih dahulu melakukan proyeksi atau ramalan pendapatan yang akan di terima perusahaan dalam jangka waktu tertentu kemudian mendiskontokan pendapatan tersebut dengan tingkat diskonto tertentu. Analisis ini dinamakan dengan analisis *top down*. Dalam melakukan analisis *top down*, analis perlu melakukan analisis terhadap faktor – faktor yang mempengaruhi bagaimana perusahaan men-*generate* pendapatan tersebut yaitu faktor eksternal yang termasuk ekonomi makro dan kondisi industri dimana perusahaan berada serta faktor internal perusahaan itu sendiri (Bodie and Marcus, 2002). Setelah melakukan analisis diatas barulah kemudian proyeksi keuangan dapat di lakukan untuk kemudian di lakukan pendiskontoan. Model ini merupakan metode yang paling sering digunakan oleh para analis keuangan dalam melakukan penilaian terhadap suatu perusahaan. Metode ini disebut dengan model *discounted cash flow model* (DCF Model).

Dalam perkembangannya model DCF ini mengalami pengembangan dengan di gunakannya konsep *economic profit* yaitu konsep *Economic Value added* (EVA). Selain konsep EVA, dalam karya akhir ini penulis juga akan menggunakan metode *Dividend Discount Model* (DDM) dan metode *Earning Based/ Residual Income Model*.

2.1 Ekonomi Makro

Analisis ekonomi makro merupakan langkah awal dalam melakukan analisis fundamental perusahaan. Ekonomi makro merupakan studi ekonomi menyeluruh yang mempengaruhi kondisi suatu bisnis. Dalam menganalisis ekonomi makro terdapat beberapa variabel yang akan mempengaruhi dan menentukan kinerja perusahaan. Beberapa variabel tersebut adalah pertumbuhan ekonomi baik global maupun nasional, tingkat inflasi, nilai tukar mata uang dan tingkat suku bunga. Variabel – variabel ini akan menentukan prospek pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas yang akan diperoleh perusahaan saat ini dan di masa yang akan datang.

2.1.1 Pertumbuhan Ekonomi

2.1.1.1 Pertumbuhan Ekonomi Dunia

Perekonomian negara – negara berkembang dewasa ini sangat dipengaruhi oleh kondisi dan situasi dari ekonomi negara – negara maju seperti Amerika Serikat, Eropa, Jepang dan China. Keadaan ekonomi beserta prospek kedepan dari negara *super power* tersebut secara langsung maupun tidak akan mempengaruhi

pertumbuhan ekonomi nasional. Bagi perusahaan – perusahaan yang memiliki pasar di luar negeri atau perusahaan yang melakukan impor baik bahan baku maupun produk jadi akan bergantung dengan daya beli pasar dan tingkat output produksi perusahaan – perusahaan di negara – negara tersebut. Untuk itu analisis terhadap situasi perekonomian global sangat penting untuk dilakukan dalam menilai prospek fundamental suatu perusahaan.

2.1.1.2 Pertumbuhan Ekonomi Nasional

Dalam mengukur tingkat pertumbuhan nasional parameter umum yang biasanya digunakan oleh para analis adalah tingkat produk domestik bruto (PDB). PDB memberikan informasi mengenai jumlah agregat barang dan jasa yang dihasilkan oleh ekonomi nasional untuk suatu periode tertentu biasanya satu tahun. Ada 2 bentuk PDB yang lazim digunakan yaitu PDB nominal dan PDB riil. PDB nominal mengukur pertumbuhan ekonomi yang disebabkan oleh bertambahnya barang dan jasa yang dihasilkan oleh ekonomi dan inflasi. Sedangkan PDB riil mengukur pertumbuhan ekonomi dengan menggunakan harga konstan dimana menghilangkan pengaruh dari inflasi pada PDB nominal.

Pertumbuhan PDB dipengaruhi oleh beberapa variabel yaitu konsumsi dan investasi swasta, konsumsi dan investasi pemerintah, ekspor dan impor. Tingkat pertumbuhan PDB yang tinggi mengindikasikan kegiatan perekonomian sedang tumbuh dimana memberikan peluang untuk investasi yang memiliki prospek baik.

2.1.2 Inflasi

Inflasi adalah tingkat kenaikan harga barang – barang secara umum. Inflasi yang tinggi biasanya dikaitkan dengan perekonomian yang terlalu panas (*overheated*), yaitu perekonomian dimana permintaan atas barang dan jasa melampaui kapasitas output di suatu negara. Inflasi yang tinggi umumnya akan mengakibatkan turunnya daya beli masyarakat dan pada titik tertentu dapat mengakibatkan resesi. Dalam situasi inflasi yang tinggi biasanya pemegang otoritas moneter suatu negara atau bank sentral akan menaikkan suku bunga acuan. Hal ini dilakukan untuk menyerap likuiditas di pasar sehingga di harapkan dapat meredam laju inflasi.

Bagi perusahaan, inflasi yang tinggi dapat memberikan dampak yang negatif ketika kenaikan harga jual produk perusahaan akibat naiknya biaya produksi tidak dapat diserap oleh pasar. Atau apabila peningkatan biaya produksi lebih tinggi dibandingkan peningkatan harga jual produk perusahaan maka hal ini akan mempengaruhi tingkat *margin* yang akan diperoleh perusahaan.

2.1.3 Nilai Tukar

Nilai tukar merupakan harga dari mata uang suatu negara terhadap mata uang negara lainnya. Dalam hal ini nilai tukar Rupiah adalah harga Rupiah terhadap mata uang negara lain. Nilai tukar Rupiah ini dapat berfluktuasi nilainya terhadap mata uang lainnya yang menyebabkan resiko bagi perusahaan yang memiliki ketergantungan bahan baku yang berasal dari luar negeri. Pada akhirnya nilai tukar yang tinggi akan

mendorong tingginya harga – harga barang yang akan menyebabkan turunnya daya beli masyarakat.

2.1.4 Suku Bunga

Tingkat suku bunga adalah tingkat keuntungan yang di dapat oleh investor atas investasi yang ditanamkan atau merupakan biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk menggunakan dana investor tersebut. Bank Indonesia menggunakan tingkat suku bunga sebagai alat untuk mengendalikan jumlah uang beredar. Pada kondisi inflasi Bank Indonesia akan mengeluarkan kebijakan uang ketat dengan menurunkan suku bunga. Sementara pada kondisi inflasi yang proporsional Bank Indonesia akan mendorong laju investasi dengan menurunkan tingkat suku bunga. Bagi perusahaan tingkat bunga yang tinggi mengurangi nilai sekarang dari arus kas masa depan, sehingga mengurangi daya tarik peluang sebuah investasi (Bodie and Marcus, 2002). Tingkat bunga yang rendah akan mendorong laju investasi dan konsumsi. Sehingga karena ini tingkat bunga riil menjadi penentu kunci dari pengeluaran investasi bisnis. Bagi perusahaan yang memiliki leverage tinggi, meningkatnya suku bunga akan mengakibatkan beban bunga yang semakin menggerus profitabilitas perusahaan.

2.2 Analisis Industri

Setelah melakukan analisis ekonomi makro langkah selanjutnya dalam melakukan analisis fundamental adalah analisis industri dimana perusahaan berada. Ada dua analisis yang biasanya digunakan dalam melakukan analisis industri yaitu analisis siklus hidup industri apakah industri masih berkembang, sudah *mature* atau stabil atau sudah *decline* atau menurun dan analisis faktor penentu persaingan yang dikembangkan oleh Michael Porter (*Porter Five Forces*). Dengan analisis tersebut akan diperoleh gambaran mengenai prospek kinerja dari industri maupun perusahaan, kekuatan maupun kelemahan perusahaan, ancaman dan kesempatan (*opportunity*) dari perusahaan, dan determinan bagaimana perubahan pada lingkungan akan mempengaruhi perusahaan (Besanko, Dranove & Schaefer, 2004).

2.2.1 Siklus Bisnis

Suatu industri berevolusi melalui beberapa tahap yaitu tahap permulaan (*start up stage*), tahap konsolidasi (*consolidation stage*), tahap kedewasaan (*maturity stage*) dan tahap penurunan (*declining stage*). Tahap permulaan (*start up stage*) dicirikan dengan munculnya teknologi dan produk baru dimana terjadi pertumbuhan permintaan dengan cepat. Sebagian perusahaan pada tahap ini mengalami kegagalan karena mereka tidak mampu bertahan menghadapi tuntutan persaingan, namun sebagian dari mereka mengalami pertumbuhan penjualan dan laba yang cepat karena konsumen belum jenuh dengan produk yang dijual. Pada tahap konsolidasi (*consolidation stage*) dicirikan dengan pertumbuhan yang lebih rendah dibandingkan

tahap sebelumnya namun masih lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat pertumbuhan ekonomi karena produk yang ditawarkan mulai dikenal dan digunakan secara umum oleh konsumen. Perusahaan yang bertahan sampai tahap ini kondisinya mulai stabil dan pertumbuhan pangsa pasarnya lebih mudah untuk diprediksi. Pada tahap kedewasaan (*maturity stage*) industri atau perusahaan akan memasuki tahap dimana pertumbuhan berjalan secara moderat dan tidak lebih cepat dari pertumbuhan ekonomi. Tingkat penjualan mungkin masih mengalami kenaikan tetapi dalam tingkat yang lebih rendah dari sebelumnya. Produk yang dihasilkan akan lebih terstandardisasi dan kurang inovatif, sementara pasar sudah mulai penuh dengan banyak pemain. Untuk itu perusahaan dipaksa untuk memperluas pangsa pasar dengan melakukan perang harga yang akhirnya menurunkan tingkat profitabilitas. Sedangkan pada tahap penurunan (*decline stage*) industri akan tumbuh lebih lambat dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi secara umum. Hal ini terjadi karena produk yang ditawarkan sudah mulai usang dan ditinggal oleh konsumen, munculnya produk baru, atau persaingan dari pemain baru yang memiliki strategi *low cost* yang pada akhirnya menyebabkan permintaan akan produk menurun dengan tajam.

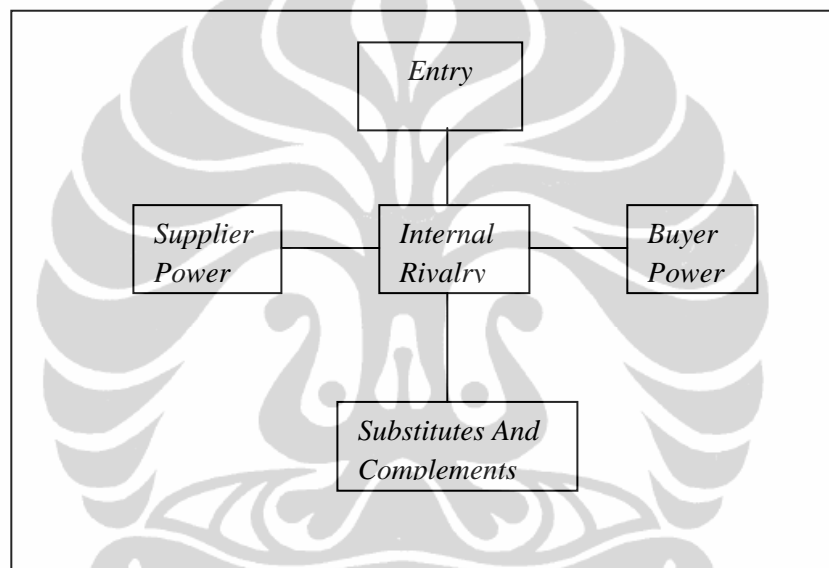
2.2.2 Porter Five Forces

Michael Porter mengembangkan kerangka kerja dalam menelusuri faktor – faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan dalam suatu industri. Kerangka kerja tersebut digambarkan pada gambar 2.1 yang menyatakan bahwa terdapat 5 faktor

yang mempengaruhinya yaitu: persaingan dalam industri, ancaman pendatang baru, produk substitusi dan komplementer, kekuatan pemasok, dan kekuatan pembeli.

Gambar 2.1

Porter Five Forces Framework



Sumber: Besanko, Dranove, Shanley, Schaffer

1). **Persaingan Dalam Industri**

Persaingan dalam industri dapat digambarkan dalam bentuk seperti perang harga dan perang promosi atau produk baru, Perang harga dapat menekan profit perusahaan karena kompetisi tersebut membuat perusahaan cenderung mengurangi harga jual. Sedangkan perang non harga seperti promosi dan

pengembangan produk baru menekan profit dengan naiknya biaya tetap dan marginal.

2). Ancaman Pendetang Baru

Adanya pendatang baru berpotensi menurunkan tingkat keuntungan perusahaan yang sudah terlebih dahulu eksis. Pendatang baru akan membawa kapasitas baru pada industri tersebut sehingga harga jual dapat menjadi turun. Adanya ancaman dari pendatang baru tergantung dari hambatan masuk ke industri itu sendiri yang terdiri dari faktor skala ekonomis, diferensiasi produk, proteksi pemerintah terhadap *incumbents*, akses pendatang baru pada sumber daya kunci termasuk teknologi, *know how*, bahan baku distribusi dan lokasi, dan *experience curve*.

3). Produk Substitusi Dan Komplementer

Sama halnya dengan pendatang baru, produk substitusi berpotensi menurunkan profit dengan cara merebut pasar dan meningkatkan persaingan pada industri. Sedangkan pada situasi tertentu produk komplementer berpotensi dapat meningkatkan permintaan perusahaan. Baik produk substitusi dan produk komplementer berpeluang untuk merubah permintaan yang akhirnya dapat mempengaruhi tensi persaingan. Identifikasi produk substitusi dapat dilakukan dengan mencari produk lain yang memberikan fungsi yang sama dengan produk yang ditawarkan industri. Jika produk substitusi dapat digunakan tanpa menimbulkan biaya peralihan bagi konsumen maka produk tersebut akan memberikan nilai sehingga dalam hal ini permintaan terhadap produk industri berpeluang untuk turun.

4). Kekuatan Pemasok

Kekuatan pemasok dapat mempengaruhi industri melalui kemampuan mereka menaikkan harga atau mengurangi kualitas produk atau jasa. Pemasok memiliki posisi tawar yang kuat apabila beberapa kondisi berikut terpenuhi: jumlah pemasok sedikit, produk dan jasa yang ada adalah unik dan mampu menciptakan *switching cost* yang cukup besar, tidak tersedia produk substitusi, mampu melakukan integrasi kedepan (*vertical*) dan mengolah produk yang dihasilkan menjadi produk yang sama dengan yang dihasilkan perusahaan.

5). Kekuatan Pembeli

Terdapat 2 faktor utama yang menentukan posisi tawar pembeli terhadap industri yaitu faktor sensitivitas harga dan kekuatan tawar menawar relatif. Sensitivitas harga dipengaruhi oleh diferensiasi produk dan *switching cost*. Pembeli akan lebih sensitif pada harga ketika produk tidak terdeferensiasi dan terdapat *switching cost* yang rendah. Sedangkan kekuatan tawar menawar pembeli ditentukan oleh jumlah pembeli terhadap pemasok, volume pembelian, jumlah alternatif produk yang tersedia, dan *switching cost* pembeli dari satu produk ke produk yang lain.

2.3 Analisis Perusahaan

2.3.1 Strategi Perusahaan

Kinerja yang dihasilkan oleh sebuah perusahaan tidak lepas dari strategi dan implementasi dari strategi tersebut dilapangan. Umumnya perusahaan menerapkan strategi tersendiri yang disesuaikan dengan kelebihan dan kelemahan yang dimiliki oleh perusahaan tersebut serta melihat keadaan lingkungan yang memberikan peluang dan ancaman bagi perusahaan. Menurut Michael Porter ada tiga bentuk strategi bersaing yang umumnya digunakan oleh perusahaan untuk mendapatkan keunggulan bersaing dalam industrinya yaitu: *cost leadership strategy*, *differentiation product*, dan *focus*.

Perusahaan yang menggunakan strategi *cost leadership* akan berusaha menghasilkan produk barang atau jasa dengan biaya yang lebih rendah dibandingkan pesaingnya. Dengan biaya yang rendah tersebut dan harga jual barang mengikuti harga pasar maka perusahaan akan mendapatkan keuntungan yang lebih besar dibanding pesaingnya.

Sementara itu perusahaan yang menggunakan strategi *differentiation product* akan berusaha menghasilkan produk barang dan jasa yang unik dibandingkan produk barang dan jasa pesaingnya. Produk yang unik dan berbeda ini akan memberikan perusahaan keunggulan kompetitif jangka panjang bagi perusahaan.

Sedangkan perusahaan yang menggunakan strategi *focus* akan berkonsentrasi melayani segmen pasar atau ceruk pasar tertentu bisa berdasarkan geografis, demografis, dan tipe lainnya.

2.3.2 Analisis Penilaian Perusahaan

Pada analisis *top down* tahapan terakhir adalah melakukan analisis terhadap proyeksi keuangan perusahaan untuk kemudian dilakukan penilaian guna mengetahui nilai intrinsic perusahaan. Dalam penyusunan karya akhir ini dipergunakan pendekatan *Economic Value Added (EVA)*, *Dividend Discount Model* dan *Earning Based/Residual Income Model*.

2.3.2.1 Proyeksi Keuangan

Proyeksi keuangan merupakan alat bantu mengkomunikasikan prospek perusahaan kepada investor. Terdapat beberapa langkah dalam melakukan proyeksi keuangan perusahaan yaitu sebagai berikut:

- Menentukan jangka waktu dan tingkat kedalaman proyeksi. Proyeksi yang dilakukan harus meliputi periode yang cukup panjang supaya perusahaan mencapai kestabilan *return* dan pertumbuhan pada akhir periode.
- Membuat *strategic perspective* atas kinerja perusahaan yang akan datang. Langkah ini bertujuan untuk membuat proyeksi kinerja masa depan perusahaan yang realistis dengan mempertimbangkan karakteristik industri dan memperhitungkan kondisi faktor eksternal makro ekonomi dimana perusahaan berada.
- Menerjemahkan *strategic perspective* kedalam proyeksi keuangan seperti:

- Membuat proyeksi pendapatan berdasarkan pada pertumbuhan penjualan dan perubahan harga.
- Membuat proyeksi item – item operasional seperti biaya operasional, *working capital*, aktiva tetap yang dihubungkan dengan pendapatan (*total asset turnover*).
- Merancang item – item yang berhubungan dengan biaya bunga dan pendapatan bunga.
- Merancang nilai ekuitas perusahaan. Nilai ekuitas harus sama dengan ekuitas tahun lalu ditambah dengan *net income* dan penambahan saham baru dikurangi dengan dividen dan pembelian kembali saham.
- Membuat alternatif skenario proyeksi. Dalam membuat proyeksi salah satu yang perlu diperhatikan adalah ketidakpastian dalam asumsi – asumsi yang digunakan misalnya pertumbuhan penjualan, beban operasional dan lain – lain. Salah satu hal yang digunakan untuk mengurangi ketidakpastian tersebut adalah dengan menggunakan *scenario analysis* yang dibagi menjadi tiga yaitu *most likely scenario*, *pessimistic scenario* dan *optimistic scenario*. Dalam *most likely scenario* perusahaan akan berjalan sesuai dengan yang diproyeksikan. Dalam *pessimistic scenario* diasumsikan terjadi persaingan yang kompetitif atau perubahan situasi faktor eksternal (ekonomi makro) dimana kinerja perusahaan akan mengalami penurunan. Dan dalam *optimistic scenario* perusahaan diasumsikan strategi yang diterapkan perusahaan berhasil memberikan

competitive advantage sehingga perusahaan dapat *sustain* dan terus tumbuh ditopang oleh faktor eksternal (ekonomi makro) yang mendukung.

2.3.2.2 Economic Value Added (EVA)

Secara sederhana nilai EVA diperoleh dari laba usaha di kurangi biaya – biaya atas modal yang di investasikan yang di sebut *Invested Capital*. Pendekatan EVA telah memasukkan semua unsur dalam laporan keuangan dan neraca keuangan perusahaan. Karena itu EVA juga di kenal sebagai pengukuran total faktor kinerja (Young, 2001). Dengan adanya EVA maka investor dapat menilai apakah mereka mendapatkan pengembalian yang menguntungkan dari investasi yang mereka lakukan atau tidak jika dibandingkan apabila mereka melakukan investasi di tempat lain dengan tingkat resiko yang sama. Jika peroleh EVA menghasilkan nilai yang negatif, maka pengembalian yang dihasilkan dari investasi tersebut tidak menguntungkan karena hasil investasi tidak dapat menutupi biaya atas modal yang digunakan atau opportunity cost dan sebaliknya jika perolehan EVA menghasilkan nilai yang positif maka berarti perusahaan berhasil menciptakan nilai tambah atas investasi yang dilakukan bila dibandingkan investasi di tempat lain dengan resiko yang sama.

2.3.2.2.1 Langkah Perhitungan

1. *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*

WACC merupakan rata – rata tertimbang biaya berdasar proporsi masing – masing instrumen pembiayaan perusahaan. Pembobotan dilakukan karena setiap bentuk pembiayaan yang berbeda mengandung resiko berbeda bagi kreditur maupun investor. Dalam mencari WACC diperlukan beberapa variabel yaitu biaya modal atas hutang (*cost of debt*) dan biaya modal atas ekuitas (*cost of equity*). Biaya modal atas hutang didapatkan dari biaya yang disyaratkan oleh kreditur atas pinjaman yang diberikan. Sedangkan biaya modal atas ekuitas (*cost of equity*) merupakan tingkat pengembalian yang dibutuhkan oleh investor dalam melakukan investasi saham pada perusahaan. *Cost of Equity* dapat diperoleh melalui rumus CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) yang rumusnya sebagai berikut:

$$E(r) = R_f + \beta (E(r_m) - R_f) \dots \dots \dots (2.1)$$

- Dimana: R_f : *Risk free rate*
 β : *Equity Beta*
 $E(r_m)$: *Expected return on the market index*
 $E(r_m) - R_f$: *Risk premium*

Untuk menentukan nilai Beta dapat dilakukan dengan melakukan regresi tingkat pengembalian saham (r_j) terhadap *market return*-nya (r_m). Nilai beta ini disebut dengan nilai beta historis yang menunjukkan tingkat resiko sebuah saham secara

historis. Akan tetapi oleh karena investor tidak hanya tertarik kepada resiko masa lalu mereka juga mempertimbangkan resiko yang akan datang. Tidak menutup kemungkinan bahwa saham perusahaan cukup aman dimasa lampau namun karena ada perubahan dan berbagai hal resiko yang akan datang dapat lebih tinggi dari resiko sebelumnya. Perubahan ini mengakibatkan nilai beta historis tidak menjadi alat prediksi yang baik untuk menentukan resiko dimasa yang akan datang. Untuk itu nilai beta perlu disesuaikan dengan menggunakan pendekatan sebagai berikut:

$$\text{Adjusted Beta} = 0,67 (\text{beta historis/ raw beta}) + 0,33 (1)$$

Setelah mendapatkan variabel – variabel diatas maka WACC dapat dihitung dengan menggunakan formula sebagai berikut:

$$\text{WACC} = [(D/D + E) \times (1 - \text{tax}) \times Kd] + [(E/D+E) \times Ke] \dots \dots \dots (2.2)$$

Dimana:

Ke: Cost of equity

Kd: Cost of debt

E: Market value of equity

D: Market value of debt

2. *Invested Capital*

Modal yang diinvestasikan adalah jumlah seluruh keuangan perusahaan termasuk hutang yang menanggung beban bunga yaitu hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang serta ekuitas pemegang saham perusahaan.

3. NOPAT

NOPAT adalah laba usaha sebelum beban bunga setelah pajak. Untuk menghitung EVA sumber informasi yang digunakan adalah berasal dari laporan keuangan perusahaan. Karena laporan keuangan perusahaan disusun dengan kaidah – kaidah akuntansi, maka untuk menghitung EVA yang berbasis pada *economic profit* maka perlu dilakukan penyesuaian – penyesuaian terhadap laporan keuangan sehingga perkiraan NOPAT akan lebih akurat. Berikut beberapa penyesuaian yang dilakukan:

- *Deferred income tax reserve*
- *Bad debt reserve*
- *Inventory obsolescence reserve*
- *Unrecorded goodwill*
- *Capitalized Intangibles*
- *Lifo reserve*

4. *Return of Invested Capital (ROIC)*

ROIC adalah pembagian antara NOPAT dengan *Invested Capital*.

5. Perhitungan EVA

Secara matematis EVA dirumuskan sebagai berikut:

$$EVA = NOPAT - Capital Charges \dots\dots\dots (2.3)$$

$$EVA = (ROIC - WACC) \times Invested Capital \dots\dots\dots (2.4)$$

Berdasarkan rumus yang ada kita dapat melihat bahwa EVA meningkat dan nilai diciptakan ketika sebuah perusahaan dapat mencapai yang berikut ini:

- Meningkatnya ROIC
- Pertumbuhan positif
- Divestasi aktivitas yang tidak menguntungkan
- Menjaga keunggulan kompetitif dalam jangka waktu yang lebih lama.
- Pengurangan biaya modal.

2.3.2.2.2 Economic Value Added, Net Present Value dan Discounted Cash Flow Valuation

Salah satu dasar dari analisis investasi dalam *corporate finance* tradisional adalah konsep *Net Present Value* NPV. NPV sebuah proyek merupakan nilai sekarang (*present value*) dari *cash flow* yang diharapkan dijumlahkan dengan nilai investasi yang digunakan. Sehingga investasi pada proyek yang memberikan NPV yang positif akan meningkatkan nilai dari perusahaan. EVA *valuation* merupakan pengembangan yang sederhana dari konsep NPV. NPV dari suatu proyek merupakan nilai sekarang

(*present value*) dari nilai EVA proyek tersebut selama umur proyek yang dapat dirumuskan sebagai berikut (Damodaran, 2001):

$$NPV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1 + Kc)_t} \dots\dots\dots(2.5)$$

Dari formulasi tersebut diatas maka dapat ditarik kesimpulan bahwa penilaian perusahaan dapat diperoleh dengan menggunakan EVA yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut. Secara sederhana formulasi nilai perusahaan didapatkan melalui rumus berikut:

$$Firm\ value = Value\ of\ assets\ in\ place + Value\ of\ expected\ future\ growth$$

Dalam *discounted cash flow model* nilai dari *assets in place* dan *expected future growth* dapat dirumuskan dalam konsep *net present value* dari masing – masing komponen tersebut yaitu:

$$Firm\ value = Capital\ Invested\ assets\ in\ place + NPV\ assets\ in\ place + \sum_{t=1}^{t=\infty} NPV\ future\ projects, t \dots\dots\dots(2.6)$$

Dengan memasukkan EVA kedalam formulasi diatas maka nilai perusahaan dengan model EVA didapatkan melalui rumus berikut:

1. Memasukkan unsur *cost of capital*
2. Menghilangkan distorsi ekonomis dari standar akuntansi
3. Perhitungan dapat digunakan untuk melihat kemampuan penciptaan nilai dari suatu divisi atau perusahaan secara keseluruhan, karena secara teori EVA dapat dihitung jika diketahui NOPAT yang mengukur laba perusahaan yang diperoleh dari operasi berjalan, modal yang diinvestasikan dan WACC.
4. Memotivasi manajemen untuk melakukan investasi.
5. EVA dapat digunakan sebagai dasar dalam menetapkan tujuan dan menentukan pemberian bonus bagi manajemen.

Seperti halnya model pengukuran lainnya, model EVA memiliki beberapa kelemahan antara lain:

1. EVA hanya menggambarkan penciptaan nilai pada suatu waktu tertentu. Nilai suatu perusahaan adalah merupakan akumulasi EVA selama umur perusahaan. Dengan demikian bisa saja terjadi suatu perusahaan mempunyai EVA positif pada tahun berlaku tetapi memiliki EVA negatif karena EVA dimasa datangnya negatif.
2. Perhitungan EVA dilakukan berdasarkan hasil akhir suatu proses. EVA tidak melihat akar permasalahan dan inefisiensi yang disebabkan oleh suatu aktivitas dalam proses. Sehingga EVA memberikan informasi terbatas pada manajer yang bertanggung jawab terhadap suatu proses aktivitas. Selain itu pengukuran EVA menggunakan data – data historis dan tidak bisa mengukur hal – hal yang tidak berhubungan dengan keuangan.

3. Meskipun secara konseptual EVA lebih unggul dibandingkan dengan pengukur kinerja lain, tetapi belum tentu mudah diterapkan. Dalam proses penghitungan EVA memerlukan estimasi biaya modal dan estimasi ini untuk perusahaan yang belum go public akan sulit dilakukan dengan tepat. Biaya modal atas hutang lebih mudah diketahui karena besarnya sama dengan tingkat bunga setelah pajak yang harus dibayarkan perusahaan jika melakukan pinjaman.

2.3.2.2 Dividend Discount Model

Model *dividend discount model* merupakan salah satu model penilaian perusahaan yang paling sederhana dimana nilai suatu saham merupakan present value dari dividen yang diharapkan. Untuk memperoleh nilai dividen yang diharapkan dibutuhkan asumsi tentang pertumbuhan masa depan yang diharapkan dan *dividend pay out ratio* yang merupakan pendapatan yang dibayarkan sebagai dividen bagi pemegang saham. Model yang digunakan dalam karya akhir ini adalah *two stage dividend discount model*. Model ini digunakan untuk menilai saham perusahaan yang mengalami dua tahap pertumbuhan, yaitu tahap permulaan dimana tingkat pertumbuhan tidak stabil dan tahap kestabilan berkelanjutan dimana tingkat pertumbuhan mengalami kestabilan dalam jangka waktu yang lama.

Firm value = PV *dividend selama extraordinary phase* + PV *terminal value*

$$Firm Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{P_n}{(1 + K_e)^n} \dots\dots\dots(2.8)$$

Dimana:

DPSt : Dividen perlembar saham yang diharapkan pada tahun t

Ke : *Cost of equity*

Pn : *Terminal price* atau harga pada akhir tahun ke-n

2.3.2.3 Earning Based Model/ Residual Income Model

Earning based model merupakan teknik alternatif lainnya dalam melakukan penilaian terhadap perusahaan yang konsisten dengan model *discounted cash flow* namun lebih dihubungkan dengan pengukuran akuntansi. Secara konseptual *earning based model* merupakan selisih antara net income dengan pembebanan atas biaya ekuitas yang dibutuhkan untuk menghasilkan net income tersebut. Atau dengan kata lain selisih antara tingkat pengembalian atas investasi yang dilakukan dengan biaya modal perusahaan dikalikan dengan nilai ekuitas dari perusahaan.

Earning based model = Earning - (Cost of equity x Beginning of book value)

Earning based model = (ROE - k) x Beginning of book value).

Dalam melakukan penilaian model ini dikombinasikan dengan model *discounted cash flow* sehingga menjadi sebagai berikut:

$$Firm\ value = BV + E(RI_{t+1}) / (1+k)^1 + E(RI_{t+2}) / (1+k)^2 + E(RI_{t+3}) / (1+k)^3 + \dots(2.9)$$

Atau

$$Firm\ value = BV + ((ROE_{t+1} - k) \times BV) / (1+k)^1 + ((ROE_{t+2} - k) \times BV_{t+1}) / (1+k)^2 + \dots(2.10)$$

Dimana:

BV : *Beginning book value of equity*

E(RI) : *Earning residual income*

ROE : *Return of equity*

K : *Cost of capital*



Universitas Indonesia



Universitas Indonesia