

ISSN :1412-0437

# FORDEMA

( FORUM DOSEN EKONOMI MANAJEMEN dan AKUNTANSI )

Volume 1 Nomor 2 November 2001

1. Optimalisasi Proyek Strategis di Sumatera Selatan Zaleha Trihandayani
2. Revolusi Komunikasi Pasca Reformasi dan Efeknya Terhadap Mekanisme Komunikasi Dalam Organisasi Di Indonesia Trisniarty A.M
3. Tinjauan Terhadap Keuangan Pusat Dan Daerah Di Indonesia Amidi
4. Akuntan Forensik dan Pemberantasan Korupsi M. Irfn Tarmizi
5. Indonesia Menuju Perdagangan Bebas Edy Liswani
6. Penciptaan ShareHolder Value Standar Baru Untuk Kinerja Bisnis Abdul Basyith
7. Pusat Pertumbuhan Dan Profil Ekonomi Kota-Kota Di Indonesia Ervita Safitri

FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH PALEMBANG

Fordema Vol. 1 No. 2 Hal 53 -113 Palembang 1 November 2001 ISSN 1412-0437

# **FORDEMA**

( Forum Dosen Ekonomi Manajemen dan Akuntansi )

Volume 1 Nomor 2 November 2001

---

## **DEWAN REDAKSI**

### **Penasehat**

H. Hatta Wazol, S.E., M.M (Dekan FE UMP)

### **Pimpinan Umum / Penanggung Jawab / Pimpinan Redaksi**

Edy Liswani, S.E., M.Si

### **Wakil Pimpinan Umum / Wakil Penanggung Jawab**

Diah Isnaini Asiati, S.E., M.M

### **Sekretaris**

Maftuhah Nurrahmi, S.E., M.Si

### **Dewan Redaksi**

M. Irfan Tarmizi, S.E., MBA Ak

Rosita, S.E., M.Si

Wani Fitriah, S.E., M.Si

Yuhanis Ladewi, S.E., M.Si

M. Soleh, S.H., M.S

### **Redaksi Pelaksana**

Mizan, S.E

Amrah Muslimin, S.E

Purwadi, S.E

FORDEMA diterbitkan sejak 2001, dengan frekuensi 2 kali setahun. Redaksi menerima karangan ilmiah tentang hasil-hasil penelitian, Survey, dan telaah pustaka yang erat hubungannya dengan bidang Ekonomi.

### **Alamat Redaksi / Penerbit :**

Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Palembang

Jl. Jend. A. Yani 13 Ulu Palembang (30263)

Telp (0711) 511433 (hunting) Fax (0711) 518018

---

# FORDENA

( Forum Dosen Ekonomi Manajemen dan Akuntansi )

Volume 1 Nomor 2 November 2001

## DAFTAR ISI

<b>Optimalisasi Proyek Strategis di Sumatera Selatan</b> Zaleha Trihandayani	53 - 60
<b>Revolusi Komunikasi Pasca Reformasi dan Efeknya Terhadap Mekanisme Komunikasi Dalam Organisasi Di Indonesia</b> Trisniarty AM.	61 - 67
<b>Tinjauan Terhadap Keuangan Pusat Dan Daerah Di Indonesia</b> Amidi	69 - 75
<b>Akuntan Forensik dan Pemberantasan Korupsi</b> M. Irfan Tarmizi	77 - 82
<b>Indonesia Menuju Perdagangan Bebas</b> Edy Liswani	83 - 88
<b>Penciptaan ShareHolder Value Standar Baru Untuk Kinerja Bisnis</b> Abdul Basyith	89 - 101
<b>Pusat Pertumbuhan Dan Profil Ekonomi Kota-Kota Di Indonesia</b> Ervita Safitri	103 - 113

kembali kita berjumpa kembali kami dapat mayoritas mengangkat akin berupaya untuk mi.

emberikan pandangan yang lebih besar. Hal yang diterima daerah an pendanaan daerah. i sumber penerimaan oelyatie membuktikan proses penyamaan visi, ara eksplisit maupun

enyarankan akuntansi ntas tindak kejahatan ipsi. Terakhir dibidang in perusahaan secara der value ini mencoba ai peramalan cost flow laian ini melalui value 1 laba, tingkat pajak ts, cost of capital dan

erima kasih, mudahan-ermanfaat bagi dunia

November 2001

memperoleh bahan baku yang lebih murah dari luar negeri, hal ini menjadi salah satu komponen yang dapat menurunkan biaya produksi rata-rata.

### Kepustakaan

MS. 1993. *Seluk Beluk dan Teknik Perdagangan Luar Negeri*, Pustaka Binawan Pressindo, Jakarta.

Setya Dewanta. 1996. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, FE, III, Yogyakarta.

t G, Grubel. 1997. *International Economics*, Richard D. Irwin Inc. USA.

Khar Kok Peng. 1993. *Imperialisme Baru Ekonomi*, PT. Gramdeia Pustaka Utama, Jakarta.

nmad Ikhsan et.al.1999. *Ekonomi Dan Keuangan Indonesia*, Jumal Triwulan, Lembaga Penyelidikan Ekonomi dan Masyarakat, FE, UI, Jakarta.

ore Dominick. 1990. *Theory and ems of International omics*, Mc. Graw Hill Inc., USA.

## PENCIPTAAN SHAREHOLDER VALUE STANDAR BARU UNTUK KINERJA BISNIS

Abdul Basyith<sup>1</sup>

### Abstract

The objective of a company is to maximize the rich of the owner by strafing dividend properly and increasing stock costs. Traditional approach has been understood but substantially has not explained yet how it happens. This share holder value approach tries to estimate economic value of an infestation by predicting cash flow and cost of capital discontro this appraisal is through value driver, that is the level of selling growth, profit margin, income fax level, capital infestation, assets fixed infestation, cost of capital and the prediction period.

**Key words :** *shareholder value, business performance*

Misi perusahaan adalah meningkatkan *shareholder value*, dan menurut pendekatan tradisional peningkatan *shareholder value* dicapai melalui dengan peningkatan *earning per share* dan *return on equity* yang berdasarkan akuntansi, akan tetapi ketika digunakan untuk menentukan strategi atau mengevaluasi kinerja manajerial, mereka hampir tidak pernah menganalisis nilai yang tercipta.

Tulisan ini mencoba memberikan suatu pendekatan baru untuk meningkatkan *shareholder value*, yaitu melalui *creating shareholder value* melalui *cash flow* yang memberikan *return* melalui dividen dan peningkatan

harga saham.

Pada tulisan ini juga menunjukkan bagaimana perubahan estimasi nilai bisnis (*estimating value of business*) keestimasi penciptaan nilai (*creating shareholder value*).

### Estimasi Shareholder Value

Nilai ekonomi dari suatu entitas seperti perusahaan atau bisnis adalah total dari *debt* dan *equity*. Nialai ini disebut dengan "*Corporate Value*", sedangkan nilai dari *proporsi equity* disebut dengan "*shareholder value*", sehingga *Corporate value* dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Corporate Value} = \text{Debt} + \text{Shareholder Value}$$

Porporasi *debt* di *Corporate value* meliputi nilai pasar dari hutang, nilai dari *claim* lainnya seperti *preferen stock*. Persamaan di atas dapat disusun kembali menjadi:

$$\text{Shareholder Value} = \text{Corporate Value} - \text{Debt}$$

Sedangkan *Corporate Value* meliputi dua komponen dasar, yaitu :

1. *Presen value* dari *cash flow* operasi
2. *Residual value* yang dipresen valuekan

Selain kedua komponen di atas,

estimasi *Corporate Value* agar menjadi lebih baik, komponen ketiga juga perlu dimasukkan, yaitu *current value* dari *marketable securities* dan investasi lain yang dapat dikonversihkan menjadi kas. Dengan demikian *Corporate Value* terdiri atas tiga komponen:

$$\text{Corporate Value} = \text{Presen Value Cash flow operasi} + \text{Residual Value} + \text{Marketable Securities}$$

### Cash Flow Operasi

*Cash flow* operasi merupakan perbedaan antara *cash inflow* dengan *cash outflow* operasi. *Cash flow* ini relevan untuk mengestimasi *coporate value* dikarenakan cash dapat digunakan untuk mengkompensasikan pemilik *debt* dan pemilik *equity*.

Kemudian *cash flow* ini di diskonting dengan menggunakan *cost of capital* atau *weight average cost of capital*. Sebagai ilustrasi, di bawah ini peramalan untuk tiga tahun *cash flow* dengan menggunakan *cost of capital* 14 persen.

Tahun	Cash Flow	14 % Discount Factor	Present Value Cash Flow	Cumulatif PV Cash Flow
1	\$ 100	0,8772	\$ 87.72	\$ 87.72
2	150	0,7695	115,43	203,15
3	200	0,6750	135,00	338,15

Secara kumulatif *cash flow* yang telah di presen value pada akhir tahun ketiga adalah 338,15%. Sedangkan untuk mencari *cash flow* masing-masing tahun didapat sebagai berikut :  $\text{Cash flow} = \text{Cash inflow} - \text{Cash outflow}$

holder Value

utang, nilai dari *claim* lainnya kembali menjadi:

Corporate Value agar menjadi <, komponen ketiga juga perlu a, yaitu *current value* dari *securities* dan investasi lain at dikonversihkan menjadi kas. Demikian *Corporate Value* terdiri komponen:

operasi + Residual Value

an *cash flow* ini di diskonting menggunakan *cost of capital* *ight average cost of capital*. ilustrasi, di bawah ini an untuk tiga tahun *cash flow* menggunakan *cost of capital* 14

Value	Cumulatif PV Cash Flow
2	\$ 87,72
3	203,15
4	338,15

pada akhir tahun ketiga adalah g-masing tahun didapat sebagai

$$= [(Penjualan\ tahun\ sebelumnya) (1 + Tingkat\ pertumbuhan\ penjualan) (Profit\ margin\ operasi) (1 - Cash\ income\ tak\ rate)] - [(incremental\ investasi\ Fixed\ Assets\ Rate + Incremental\ investasi\ Working\ Capital\ Rate)]$$

Formula di atas dapat digunakan untuk mencari *cash flow* tahun pertama, yaitu \$ 100, dengan asumsi :

- \* Penjualan tahun sebelumnya \$ 4000
- \* Tingkat pertumbuhan penjualan 15 %
- \* Profit margin operasi 10 %
- \* Cash income tax rate 46 %
- \* Tingkat incremental fix capital investment rate 15 %
- \* Tingkat Incremental investasi modal kerja 10 %

Cash inflow

Penjualan tahun pertama = Penjualan tahun sebelum x ( 1 + tingkat pertumbuhan penjualan)  
 = \$ 4000 x (1 + 0,15)  
 = \$ 4600

Profit operasi = Penjualan (Profit margin operasi)  
 = \$ 4600 x 0,10 = \$ 460

Dikurang: Cash income tax 46% = 210

Operating profil after tax \$ 25

Cash outflow

Incremental investasi aktiva tetap = Kenaikan penjualan (Tingkat Incremental investasi aktiva tetap)  
 = \$ 600 (0,15) \$ 90

Incremental investasi modal kerja = Kenaikan penjualan (Tingkat incremental investasi modal kerja)  
 = \$ 600 (0,10) \$ 60

Total investasi \$ 150

Cash flow dari operasi \$ 100

Operating profit margin adalah rasio pendapatan sebelum bunga dan pajak dibagi dengan penjualan. Dengan demikian operating profit tidak hanya diperoleh dari harga pokok penjualan,

biaya penjualan dan administrasi termasuk juga biaya depresiasi. Untuk mencari Incremental investment fixed assets diperoleh dari capital depresiasi, formulasinya sebagai berikut :

$$\text{Incremental investment fixed assets} = \text{Capital Expenditure} - \text{Biaya Depresiasi}$$

Pada saat manajemen melakukan analisis untuk bisnisnya dalam jangka panjang biasanya termasuk juga estimasi capital expenditure. Dalam

kasus ini incremental fixed capital investment rate dihitung dari persentase penjualan.

$$\text{Incremental Fixed Capital investment Rate (\%)} = \frac{\text{Capital expenditure} - \text{Biaya Depresiasi}}{\text{Incremental Sales}} (100)$$

$$= \frac{\text{Incremental fixed capital investment}}{\text{Incremental Sales}} (100)$$

Incremental Working Capital Investment diperoleh dari net investasi dari account receivable, inventory, account payable dan biaya lainnya yang digunakan untuk mendukung pertumbuhan penjualan. Selisih antara kenaikan aktiva lancar yang diperlukan dengan kenaikan

hutang lancar disebut dengan kenaikan investasi modal kerja. Sehingga investasi ini merupakan basic operasi dari perusahaan. Incremental working Capital investment Rate dapat digambarkan sebagai berikut :

$$\text{Tingkat incremental Investasi modal kerja (\%)} = \frac{\text{Incremental investasi modal kerja}}{\text{Incremental penjualan}} (100)$$

Cash income tax rate merupakan sejumlah uang yang dibayarkan sebagai pajak yang diambil dari operating profil selama periode tertentu. Semua yang telah dijelaskan diatas merupakan parameter pokok atau value drive dari cash flow operasi. Untuk

mengkonversikan cash flow ke present value, kita membutuhkan estimasi cost capital.

### Cost Of Capital

Cost of capital adalah biaya yang harus dikeluarkan atau harus dibayar untuk mendapatkan modal baik yang berasal dari hutang, saham preferen, saham biasa maupun laba ditahan untuk membiayai investasi perusahaan. Biaya pembiayaan ini hanya modal jangka panjang saja yang akan dibicarakan hal ini disebabkan karena konsep cost of capital hanya relevan untuk keputusan jangka panjang.

Cost of capital juga dapat diukur dengan rate of return minimum dan investasi baru yang dilakukan perusahaan, tertentu dengan asumsi bahwa tingkat risiko investasi baru tersebut sama dengan risiko aktif yang dimiliki perusahaan saat ini. Jika rate of return minimum yang diperoleh dari investasi lebih besar dari cost of capital akan menciptakan shareholder value dan sebaliknya rate of return minimum yang diperoleh lebih kecil dari cost of capital akan menurunkan shareholder value.

Cost of capital ini meliputi cost of debt dan cost of equity. Cost of debt adalah biaya yang terkait dengan utang, yang telah memperhitungkan dampak penghematan pajak akibat adanya beban bunga. Alasan yang

$$\text{Cost of equity} = \text{Risk free rate}$$

Selanjutnya risk free rate itu sendiri dapat diartikan sebagai...

$$\text{Risk free rate} = \text{Real interest}$$

Cost of equity dan cost of equity ada...

penjualan dan administrasi juga biaya depresiasi. Untuk *Incremental investment fixed* diperoleh dari *capital depresiasi*, sinya sebagai berikut :

*penditure – Biaya Depresiasi*

ini *incremental fixed capital* *ment rate* dihitung dari persentase an.

$$\frac{\text{Biaya Depresiasi}}{\text{Sales}} (100)$$

Sales

$$\frac{\text{Capital investment}}{\text{Sales}} (100)$$

Sales

lancar disebut dengan kenaikan isi modal kerja. Sehingga isi ini merupakan *basic operasi* perusahaan. *Incremental working l invesment Rate* dapat diartikan sebagai berikut :

$$\frac{\text{tasi modal kerja}}{\text{penjualan}} (100)$$

penjualan

konversikan *cash flow ke presen* kita membutuhkan *estimasi cost l*.

**Of Capital**

*Cost of capital* adalah biaya yang harus dikeluarkan atau harus dibayar untuk mendapatkan modal baik yang berasal dari hutang, saham preferen, saham biasa maupun laba ditahan untuk membiayai investasi perusahaan. Dalam pembiayaan ini hanya modal jangka panjang saja yang akan dicarakan hal ini disebabkan karena konsep *cost of capital* hanya relevan untuk keputusan jangka panjang.

*Cost of capital* juga dapat diukur dengan *rate of return* minimum dari investasi baru yang dilakukan perusahaan, tertentu dengan asumsi bahwa tingkat risiko investasi baru tersebut sama dengan risiko aktiva yang dimiliki perusahaan saat ini. Jika *rate of return* minimum yang diperoleh dari investasi lebih besar dari *cost of capital* akan menciptakan *shareholder value* dan sebaliknya *rate of return* minimum yang diperoleh lebih kecil dari *cost of capital* akan menurunkan *shareholder value*.

*Cost of capital* ini meliputi *cost of debt* dan *cost of equity*. *Cost of debt* adalah biaya yang terkait dengan utang baru, yang telah memperhitungkan dampak penghematan pajak akibat adanya beban bunga. Alasan yang

digunakan *cost of debt after tax* dapat dijelaskan bahwa, nilai saham perusahaan, yang kita inginkan untuk memaksimumkan, tergantung pada *cash flow* pajak. Karena bunga bersifat *deductible*, maka hal itu memperkecil biaya hutang sesungguhnya, sehingga biaya hutang setelah pajak lebih kecil daripada biaya hutang sebelum pajak.

Perhatikan bahwa biaya hutang adalah suku bunga atas hutang baru, bukan atas hutang yang telah ada selama ini; dengan kata lain kita berkepentingan terhadap biaya hutang marjinal. Tingkat bunga atas pinjaman masa lalu merupakan biaya yang telah tertanam atau terpendam (*sunk cost*), dan hal itu tidak relevan dengan tujuan yang hendak dicapai sehubungan dengan *cost of capital*.

Komponen kedua dari *cost of capital* ini adalah *cost of equity*, *cost of equity* ini lebih sulit untuk mengestimasi. Penilaian *cost of equity* ini dihitung dari *expected return* yang diharapkan investor, yang terdiri dari tingkat pendapatan yang bebas risiko (*risk free rate*) ditambah dengan risiko *preimum equity*. Secara spesifik dapat digambarkan sebagai berikut :

$$\text{Cost of equity} = \text{Risk free rate} + \text{Equity risk premium}$$

Sedangkan *risk free rate* itu sendiri dari *real interest rate* dan *expected inflation rate*, seperti di bawah ini

$$\text{Risk free rate} = \text{Real interest rate} + \text{Expected inflation rate}$$

Komponen kedua dari *cost of equity* adalah *equity risk premium*.

$$\text{Risk premium} = \text{Beta (Expected return on market)} - \text{Risk free rate}$$

Dengan demikian

$$\text{Cost of equity} = \text{Risk free rate} + \text{Beta (Expected Return on market)} - \text{Risk free rate}$$

**Residual Value**

*Residual value* merupakan suatu nilai sisa yang diperoleh setelah periode peramalan berakhir. Nilai sisa ini sering merupakan bagian terbesar dari nilai perusahaan. Banyak perusahaan mengabaikan nilai sisa ini untuk memberikan *cash flow* setelah 5 atau 10 tahun mendatang.

Ada dua pengamatan yang penting dari nilai sisa ini yakni, pertama meskipun nilai sisa adalah bagian yang penting terhadap penyatuan ini, ukuran ini bergantung secara langsung terhadap pembuatan asumsi untuk periode peramalan. Kedua, tidak terdapat formula yang khusus untuk menentukan nilai sisa, penilaian ini tergantung pada asas kehati-hatian terhadap posisi persaingan pada akhir periode peramalan.

$$\text{PV of Peruity} = \frac{\text{Annual Cash Flow}}{\text{Rate of Return}}$$

Penggunaan metode *peruity*, PV (pada akhir periode peramalan) adalah perhitungan *peruity cash flow* dibagi *cost of capital*.

$$\text{Residual value} = \frac{\text{Peruity Cash Flow}}{\text{Cost of Capital}}$$

Metode *peruity* merupakan salah satu metode untuk mengestimasi nilai sisa. Hal ini merupakan dasar yang pokok dalam mengasumsikan bahwa suatu perusahaan mampu untuk memperoleh laba diatas *cost of capital*. Yang agak khusus, metode *peruity* berasumsi bahwa setelah periode peramalan, perusahaan akan memperoleh tingkat rata-rata *cost of capital* pada investasi baru. Cara lain untuk mengapresiasi ide ini adalah dengan pernyataan bahwa setelah periode peramalan perusahaan akan berinvestasi pada tingkat rata-rata dalam strategi dimana NPV = nol. Nilai sekarang pada beberapa *peruity* secara sederhana merupakan *cash flow* tahunan dibagi dengan *rate of return*.

Mengikuti contoh tersebut akan mengilustrasikan mengapa penggunaan "peruity pada cash flow" equivalent atau *discounting cash flow* sesungguhnya ketika dilakukan perhitungan nilai pada perusahaan terbatas perolehan hasil sesungguhnya pada *cost of capital*.

$$\frac{\text{Cash Flow}}{\text{Cost of Capital}} = \frac{\text{Rp. 10.000}}{0,1}$$

Untuk perusahaan yang sedang berkembang, perusahaan mengambil keputusan untuk memperluas pangsa pasar untuk produk liniya memerlukan biaya Rp. 700.000 untuk pengeluaran tahun pertama dan akan merencanakan hasil yang diperoleh pada *cash flow* ini untuk waktu tiga

Tahun	Ongoing Cash Flow
1	Rp. 10.000.000
2	10.000.000
3	10.000.000
4	10.000.000
5 dan seterusnya	10.000.000

Nilai sekarang pada cash flow dengan *cost of capital*

Tahun	Total Cash Flow
1	Rp. 9.300.000
2	10.120.000
3	10.370.000
4	10.379.000
5 dan seterusnya	10.000.000
	Jumlah

arket – Risk free rate)

turn on market – Risk free

Metode *perpuity* merupakan satu metode untuk mengestimasi nilai. Hal ini merupakan dasar yang mendasar dalam mengasumsikan bahwa perusahaan mampu untuk menghasilkan laba diatas *cost of capital*. Tidak khusus, metode *perpuity* mengasumsikan bahwa setelah periode tertentu, perusahaan akan memperoleh tingkat rata-rata *cost of capital* pada investasi baru. Cara lain untuk mengapresiasi ide ini adalah dengan pernyataan bahwa setelah peramalan perusahaan akan beroperasi pada tingkat rata-rata strategi dimana NPV = nol. Cara lain pada beberapa *perpuity* sederhana merupakan *cash flow* dibagi dengan *rate of return*.

Mengikuti contoh tersebut akan mengilustrasikan mengapa penggunaan *perpuity pada cash flow* equivalent untuk *discounting cash flow* sesungguhnya ketika dilakukan perhitungan nilai pada perusahaan terhadap perolehan hasil sesungguhnya pada *cost of capital*.

Suatu perusahaan yang berada pada tahap *maturity* menghasilkan Rp. 10 juta pada *cash flow* tahun lalu. Jika perusahaan ingin mempertahankan tingkat *cash flow* tersebut, yaitu Rp. 10 juta setiap tahun, dengan menggunakan *perpuity* dan *cash of capital* adalah 10% nilai perusahaan akan mudah untuk disamakan pada Rp. 100 juta,

$$\frac{\text{Cash Flow}}{\text{Cost of Capital}} = \frac{\text{Rp. 10.000.000}}{0,1} = \text{Rp. 100.000.000}$$

Untuk perusahaan yang sedang berkembang, perusahaan mengambil keputusan untuk memperluas pangsa pasar untuk produk liniya memerlukan biaya Rp. 700.000 untuk pengeluaran tahun pertama dan akan merencanakan hasil yang diperoleh pada *cash flow* ini untuk waktu tiga

tahun, yaitu : Rp. 120.000 : Rp. 370.000 dan Rp. 379.500. *Cash flow* ini merupakan pengembalian 10% yang mana indentik dengan *cost of capital* yang dimiliki perusahaan. Total *cash flow meliputi ongoing cash flow* dan *incremental cash flow*, sebagai berikut :

Tahun	Ongoing Cash Flow	Incremental Cash Flow	Total Cash Flow
1	Rp. 10.000.000	(Rp. 700.000)	Rp. 9.300.000
2	10.000.000	120.000	10.120.000
3	10.000.000	370.000	10.370.000
4	10.000.000	379.500	10.379.000
5 dan seterusnya	10.000.000		10.000.000

Nilai sekarang pada *cash flow* dengan discount 10 % adalah sebagai berikut :

Tahun	Total Cash Flow	Present Value
1	Rp. 9.300.000	Rp. 8.454.545
2	10.120.000	8.363.636
3	10.370.000	7.791.135
4	10.379.000	7.089.338
5 dan seterusnya	10.000.000	68.301.346
	Jumlah	Rp. 100.000.000

peramalan) adalah perhitungan

Nilai yang terjadi pada perusahaan mencapai perhitungan Rp. 100 juta. Dalam kenyataannya, nilai setelah dilakukan investasi pada perusahaan mempunyai keidentikan yang mengatakan bahwa tidak ada pertumbuhan dalam *cash flow*. Ini terjadi karena NPV pada hubungan *cash flow* dan investasi produk baru adalah nol.

**Ilustrasi**

	Dalam Juta \$
Waktu peramalan	5
Sales tahun lalu	100
Tingkat pertumbuhan penjualan (%)	16
Operating Profit margin (%)	13
Incremental fixed capital investment	21
Incremental working capital investment (%)	15
Cash income tax (%)	50
Residual value income tax rate	50
Cost of capital	20
Mereketabel securities & investment	3
Market vlue dari Debt & Obligation lainnya	10

Untuk tujuan penyederhanaan, peramalan *drive value* adalah selama 5 tahun. Kalkulasi *shareholder value* disajikan pada tabel ...

*Cash flow* sebesar \$ 1,78 juta untuk tahun pertama diperoleh dari perhitungan sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 \text{Cash flow th 1} &= [(\text{Penjualan tahun sebelumnya}) (1 + \text{tingkat pertumbuhan penjualan}) \\
 &\quad (\text{Operating profit margin}) (1 - \text{Cash income rate})] - (\text{penjualan} \\
 &\quad \text{tahun sebelumnya}) (\text{tingkat pertumbuhan penjualan}) (\text{incremental} \\
 &\quad \text{fixed + working capital investment rate})] \\
 &= [(100) (1 + 0,16) (0.13) (1 - 0.50)] - [(100) (0.16) (0.21 + 0.15)] \\
 &= 7.54 - 5.76 \\
 &= \$ 1.78 \text{ juta}
 \end{aligned}$$

*Residual value* dihitung untuk akhir masing-masing periode dengan menggunakan metode *perpetuity*. Untuk nilai residual akhir tahun pertama sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 \text{Residual value th 1} &= \frac{\text{Cash}_1}{\text{cost of capital}} \\
 &= \frac{7.54}{0.20}
 \end{aligned}$$

Residual value ini diperoleh dengan cara membagi  $\text{Cash}_1$  dengan  $(1 + \text{cost of capital})$  atau dengan hasilnya adalah \$ 31. *Cash flow* dari operasi selama lima tahun, yaitu tahun kelima berjumlah \$ 6.1. Residual rate setelah dipresentasikan untuk tahun kelima adalah \$ 27.4. Jika ditambahkan adalah \$ 34,371.1 sebesar \$ 34,371 ditambahkan dengan *marketable securities* sebesar \$ 3. akan menghasilkan *corporate value* sebesar \$ 37.371. Akhir *corporate value* dikurangi dengan *debt* sebesar \$ 10.000 akan menghasilkan *shareholder value*, yaitu sebesar \$ 27.371.

Estimasi Penciptaan Nilai Shareholder

$$\text{Value Created by Strategy} = \text{Shareholder Value}$$

Strategi *shareholder value* menggambarkan nilai suatu bisnis dengan asumsi tidak ada penambahan nilai yang diciptakan. Dengan kata lain kembali ke contoh, salah untuk tahun yang berawal \$ 100 juta, dengan

hitungan Rp. 100 juta. Dalam pada perusahaan mempunyai pertumbuhan dalam cash flow. Investasi produk baru adalah nol.

$$Residual\ value\ th\ 1 = \frac{Cash\ flow\ sebelum\ investasi\ baru}{Cost\ of\ capital}$$

$$= \frac{7.54}{0.20} = \$ 37.70$$

Dalam Juta \$

- 5
- 100
- 16
- 13
- 21
- 15
- 50
- 50
- 20
- 3
- 10

Kemudian residual value ini dipresent value yaitu dengan cara membaginya dengan (1 + cost of capital) atau 1,20 sehingga hasilnya adalah \$ 31.417. Selanjutnya cash flow dari operasi ini dijumlahkan selama lima tahun, yaitu untuk tahun kelima berjumlah \$ 6.938. Residual rate setelah dipresent valuekan untuk tahun kelima adalah \$ 27.433. Jika ditambahkan adalah \$ 34,371. Nilai sebesar \$ 34.371 ditambahkan dengan marketable securities sebesar \$ 3.000 akan menghasilkan corporate value yaitu sebesar \$ 37.371. Akhirnya corporate value dikurang dengan debt sebesar \$ 10.000 akan menjadi shareholder value, yaitu sebesar \$ 27.371.

Pada bagian atas, kita telah mengestimasi value shareholder. Pada bagian ini kita mencoba mengestimasi berapa besar penciptaan nilai shareholder dari estimasi nilai shareholder tersebut. Penciptaan nilai shareholder diperoleh dari perubahan yang diperoleh dari periode peramalan. Penciptaan nilai dapat dilihat pada tabel 2 dan tabel 3 di bawah ini. Penciptaan nilai selama lima tahun adalah \$ 1.872 juta. Kenaikan dari tahun ketahun dapat dihitung dari perubahan tahunan yaitu kumulatif PV + residual value. Sebagai contoh, kenaikan tahun kedua adalah \$ 0.387 juta dari \$ 33.287 juta dikurang \$ 32.900 juta.

Strategy penciptaan nilai adalah perbedaan antara shareholder value dengan prestrategy shareholder value.

**Estimasi Penciptaan Nilai Shareholder**

$$Value\ Created\ by\ Strategy = Shareholder\ value - prestrategy\ shareholder\ value.$$

Prestrategy shareholder value menggambarkan nilai suatu bisnis dengan asumsi tidak ada penambahan nilai yang diciptakan. Dengan kata lain, kembali ke contoh, saleh untuk tahun yang berjalan \$ 100 juta, dengan

operating profit margin 13 persen serta income tax rate 50 persen sehingga cash flow sebelum investasi baru adalah \$ 6.5 juta. Dengan demikian prestrategy shareholder value adalah sebagai berikut :

adalah selama 5 tahun.  
 diperoleh dari perhitungan sebagai  
 + tingkat pertumbuhan penjualan) Cash income rate] - (penjualan pertumbuhan penjualan) (incremental growth rate)]  
 ) - [(100) (0.16) (0.21 + 0.15)]  
 periode dengan menggunakan lama sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 \text{Prestrategy Value} &= \frac{\text{Cash flow sebelum Investasi baru}}{\text{Cost of Capital}} + \frac{\text{Marketable Securities}}{\text{Market Value dari hutang}} \\
 &= \frac{\$ 6.5}{20\%} + 3.0 - 10.0 \\
 &= \$ 25.5
 \end{aligned}$$

Strategy penciptaan nilai adalah \$ 1.871 juta diperoleh dari *shareholder* \$ 27.371 juta dikurang *prestrategy value* sebesar \$ 25.5 juta. Secara lebih lengkap dijelaskan di bawah ini

<i>Present value dari Residual value</i>	26.433
	----- +
	34.371
<i>Marketable securities</i>	3.000
	----- +
<b>CORPORATE VALUE</b>	37.371
<i>Market value dari Debt</i>	10.000
	----- -
<b>SHAREHOLDER VALUE</b>	27.371
<i>Prestrategy Shareholder Value</i>	25.500
	----- -
<i>Penciptaan Nilai dari Strategy</i>	<u><u>\$ 1.871</u></u>

**PERSEN VALUE DARI CAS**

Tahun	Cash Flow	Present Value	Cumulatif
1	\$ 1.780	\$ 1.483	\$ 1.483
2	2.065	1.434	2.917
3	2.395	1.386	4.303
4	2.778	1.340	5.643
5	3.223	1.295	6.938

Marketable Securities  
**CORPORATE VALUE**  
 Dikurang Market Value dari Debt  
**SHAREHOLDER VALUE**

**PERSEN VALUE DARI CAS**

Tn	CASH FLOW	PRESENT VALUE	CUMUL
1	\$ 1.780	\$ 1.483	\$ 1.483
2	2.065	1.434	2.917
3	2.395	1.386	4.303
4	2.778	1.340	5.643
5	3.223	1.295	6.938

Marketable Securities  
**CORPORATE VALUE**  
 Dikurang Market Value dari Debt  
**SHAREHOLDER VALUE**

**Strategi Kerja Shareholder Value**

Strategi kerja dikembangkan dari tujuan perusahaan (*corporate objective*) adalah penciptaan *shareholder value* (*creating shareholder value*)

Tabel 1.

**PERSEN VALUE DARI CASH FLOW (COST OF CAPITAL = 20 %)**

Tahun	Cash Flow	Present Value	Cumulatif	PV Residual Value	Cumulatif PV + Residual Value
1	\$ 1.780	\$ 1.483	\$ 1.483	\$ 31.417	\$ 32.900
2	2.065	1.434	2.917	30.369	33.287
3	2.395	1.386	4.303	29.357	33.660
4	2.778	1.340	5.643	28.379	34.022
5	3.223	1.295	6.938	27.433	34.371
Marketable Securities					\$ 3.000
CORPORATE VALUE					37.371
Dikurang Market Value dari Debt					10.000
SHAREHOLDER VALUE					27.371

Tabel 2.

**PERSEN VALUE DARI CASH FLOW (COST OF CAPITAL = 20 %)**

Tahun	CASH FLOW	PRESENT VALUE	CUMULATIF	PV RESIDUAL VALUE	CUMULATIF PV + RESIDUAL VALUE	INCREASE IN VALUE
1	\$ 1.780	\$ 1.483	\$ 1.483	\$ 1.417	\$ 32.900	\$ 0.400
2	2.065	1.434	2.917	30.369	33.287	0.387
3	2.395	1.386	4.303	29.357	33.660	0.374
4	2.778	1.340	5.643	28.379	34.022	0.361
5	3.223	1.295	6.938	27.433	34.371	0.349
						\$ 1.871
Marketable Securities					\$ 3.000	
CORPORATE VALUE					37.371	
Dikurang Market Value dari Debt					10.000	
SHAREHOLDER VALUE					27.371	

**Kerangka Kerja Shareholder Value**

Kerangka kerja dikembangkan dari tujuan perusahaan (*corporate objective*) adalah penciptaan *shareholder value* (*creating shareholder*

*value*) dan parameter dasar penilaian (*Value drive*). *Value drive* merupakan pemahaman terhadap hal-hal atau faktor-faktor penentu yang menyebabkan seseorang merasakan adalah *value* yang diberikan perusahaan. *Drive value*

Marketable Market Value  
curities dari hutang

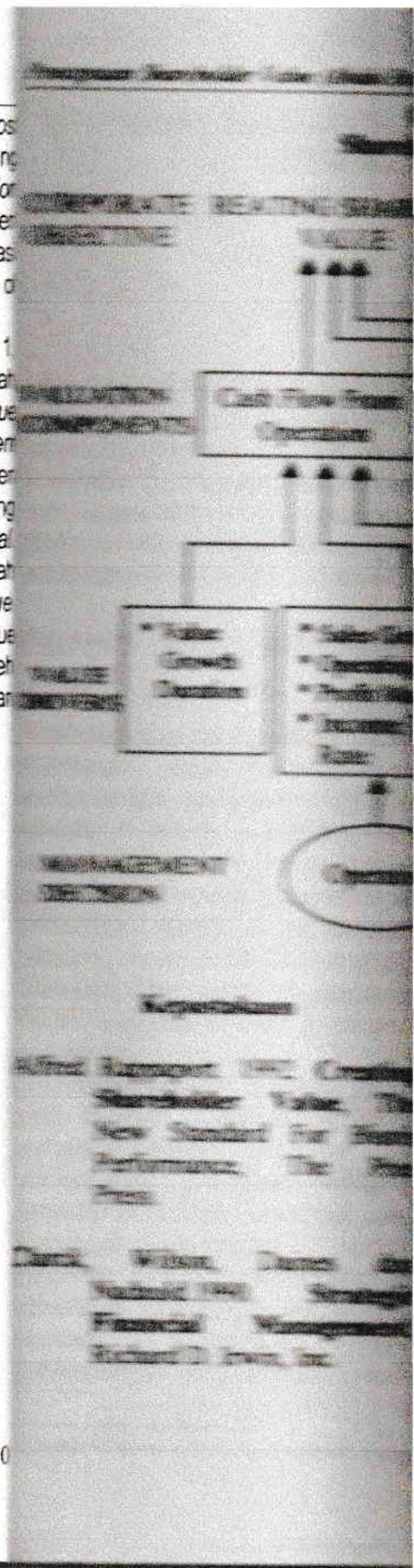
5 juta. Secara lebih lengkap  
kan di bawah ini

tersebut terdiri dari *sales growth rate*, *operating profit margin*, *income tax rate*, *working capital investment* dan *fixed capital investment* dan *cost of capital* serta *value growth duration*. Ketujuh *drive value* tersebut saling berintegrasi dan terkait satu sama lainnya.

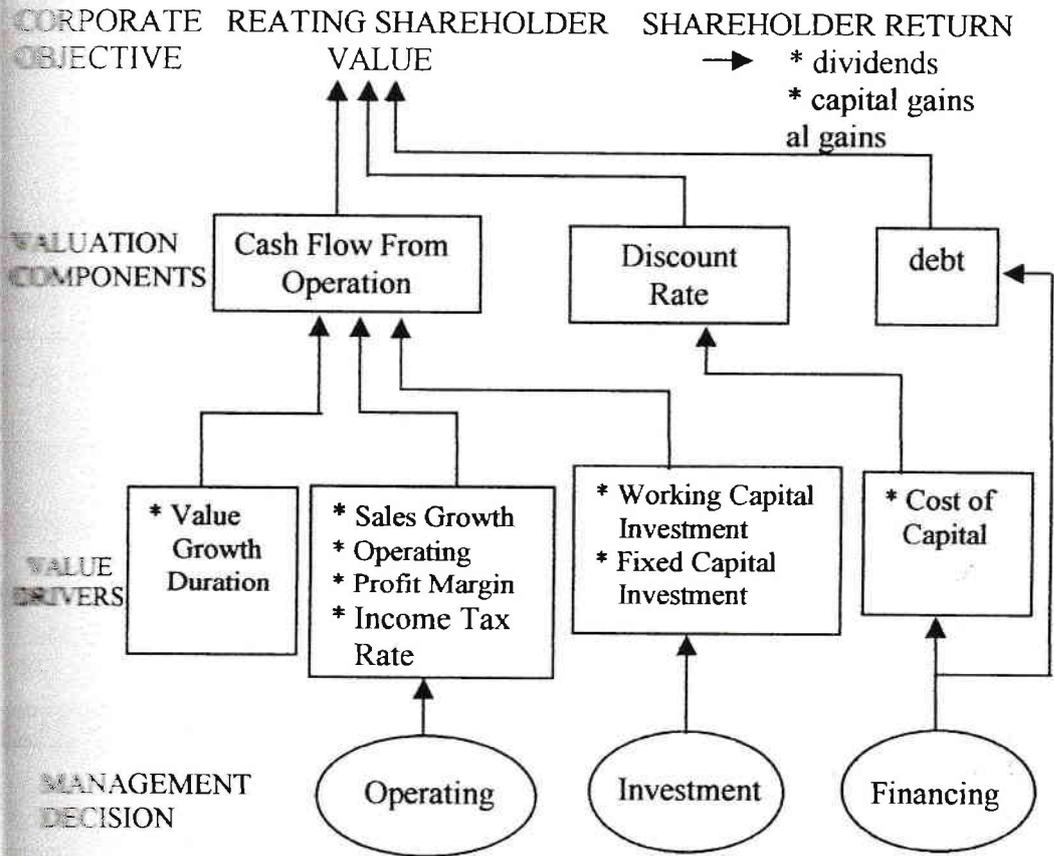
Keputusan operasi seperti *product mix*, *pricing*, *promotion*, *advertising*, *distribution* dan tingkat kepuasan konsumen, merupakan kegiatan yang termasuk dalam tiga *value drivers* seperti *sales growth*, *operating profit margin* dan *income tax rate*. Keputusan investasi seperti kenaikan tingkat inventory, pengembangan kapasitas digambarkan oleh dua *value driver* yaitu *investment working capital investment* dan *fixed capital*. Keputusan pembiayaan yang menyangkut risiko perusahaan dari penggunaan *debt* dan

*equity*, tergambar dari *value drive cost of capital*. Sedangkan *value driver* yang terakhir adalah *value growth duration* estimasi yang baik dari manajemen untuk berapa tahun suatu investasi yang akan dilaksanakan, dimana *rate of return* lebih besar dari *cost of capital*.

Seperti tergambar pada gambar 1 komponen penilaian (*valuation*) adalah *cash flow* dari operasi, adalah *value drive* dari *operating* dan *investment* serta *value growth duration*. Komponen kedua adalah *discount rate* yang tergambar dari *cost of capital*. Komponen penilaian terakhir adalah *debt* dikurangkan dari *corporate value*. Penciptaan *shareholder value* merupakan return yang diperoleh oleh *shareholder value* melalui peningkatan *dividen* dan harga saham.



**Gambar 1  
Shareholder Network**



**Kepustakaan**

Alfred Rappaport. 1992. **Creating Shareholder Value**, The New Standard For Bisnis Performance, The Pree Press.

Clark, Wilson, Daines dan Nadauld. 1990. **Strategic Financial Management**, Richard D. Irwin, Inc.

J. Fred Weston. 1992. **Managerial Finance**, The Dryden Press.