



BUKU REFERENSI

FIRM VALUE DAN BUSINESS VALUATION

TEORI DAN APLIKASI DALAM KEUANGAN PERUSAHAAN

Anton Adventus Kacaribu, S.E., Akt., MMPP, CPA Australia., CA., Asean CPA., CSRS., CSRA.

BUKU REFERENSI

***FIRM VALUE DAN
BUSINESS VALUATION***
TEORI DAN APLIKASI DALAM KEUANGAN
PERUSAHAAN

Anton Adventus Kacaribu, S.E., Akt., MMPP., CPA Australia., CA.,
Asean CPA., CSRS., CSRA.



FIRM VALUE DAN BUSINESS VALUATION

TEORI DAN APLIKASI DALAM KEUANGAN PERUSAHAAN

Ditulis oleh:

Anton Adventus Kacaribu, S.E., Akt., MMPP., CPA Australia., CA.,
Asean CPA., CSRS., CSRA.

Hak Cipta dilindungi oleh undang-undang. Dilarang keras memperbanyak,
menerjemahkan atau mengutip baik sebagian ataupun keseluruhan isi buku
tanpa izin tertulis dari penerbit.



ISBN: 978-634-7305-40-4
IV + 209 hlm; 18,2 x 25,7 cm.
Cetakan I, 31 Juli 2025

Desain Cover dan Tata Letak:
Melvin Mirsal

Diterbitkan, dicetak, dan didistribusikan oleh
PT Media Penerbit Indonesia
Royal Suite No. 6C, Jalan Sedap Malam IX, Sempakata
Kecamatan Medan Selayang, Kota Medan 20131
Telp: 081362150605
Email: ptmediapenerbitindonesia@gmail.com
Web: <https://mediapenerbitindonesia.com>
Anggota IKAPI No.088/SUT/2024



KATA PENGANTAR

Di dunia bisnis dan keuangan, salah satu fokus utama yang menentukan keberhasilan suatu perusahaan adalah kemampuan menciptakan dan mempertahankan nilai perusahaan (*firm value*). Nilai perusahaan tidak hanya mencerminkan kinerja finansial saat ini, tetapi juga menjadi indikator penting bagi investor, kreditor, dan pemangku kepentingan lainnya dalam menilai prospek masa depan dan tingkat risiko perusahaan. Seiring berkembangnya pasar modal, globalisasi ekonomi, dan dinamika persaingan usaha, kebutuhan untuk melakukan valuasi bisnis secara akurat dan sistematis menjadi semakin penting.

Buku referensi ini membahas konsep dasar, teori-teori utama, dan berbagai metode valuasi, seperti *Discounted Cash Flow* (DCF), *Price Earnings Ratio* (PER), dan pendekatan berbasis aset, serta bagaimana metode tersebut diterapkan dalam berbagai konteks praktis. Selain itu, buku referensi ini membahas faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan, seperti struktur modal, kebijakan dividen, manajemen risiko, dan kondisi pasar, serta studi kasus yang dapat menambah pemahaman pembaca terhadap realitas pengambilan keputusan keuangan dalam dunia bisnis.

Semoga buku referensi ini dapat memberikan manfaat yang luas dan menjadi referensi yang berguna dalam pengembangan ilmu pengetahuan dan praktik manajemen keuangan perusahaan.

Salam hangat.

PENULIS

DAFTAR ISI

| | |
|--|-----------|
| KATA PENGANTAR | i |
| DAFTAR ISI | ii |
| | |
| BAB I PENDAHULUAN | 1 |
| A. Latar Belakang..... | 1 |
| B. Tujuan dan Manfaat Buku | 4 |
| C. Ruang Lingkup | 7 |
| | |
| BAB II KONSEP DASAR VALUASI PERUSAHAAN | 9 |
| A. Pengertian dan Tujuan Valuasi..... | 10 |
| B. Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan | 13 |
| C. Pendekatan Utama dalam Valuasi | 20 |
| | |
| BAB III TEORI DAN KONSEP FAIR VALUE, MARKET VALUE, DAN BOOK VALUE..... | 29 |
| A. Definisi dan Perbedaan | 29 |
| B. Pengukuran <i>Fair Value</i> Berdasarkan IFRS 13 | 37 |
| C. <i>Market Value</i> dan Relevansinya dalam Pasar Modal | 41 |
| D. <i>Book Value</i> dan Keterbatasannya dalam Penilaian Perusahaan | 46 |
| E. Studi Kasus Implementasi dalam Praktik | 50 |
| | |
| BAB IV <i>COST OF CAPITAL</i> DAN PENGARUHNYA TERHADAP <i>FIRM VALUE</i> | 55 |
| A. Konsep <i>Cost of Capital</i> | 55 |
| B. <i>Weighted Average Cost of Capital</i> (WACC)..... | 62 |
| C. <i>Cost of Equity</i> dan <i>Cost of Debt</i> | 68 |
| D. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi <i>Cost of Capital</i> | 75 |
| E. Hubungan <i>Cost of Capital</i> dengan <i>Firm value</i> | 81 |

| | | |
|-----------------|---|------------|
| BAB V | <i>FREE CASH FLOW</i> DAN APLIKASINYA DALAM <i>BUSINESS VALUATION</i>..... | 89 |
| A. | Konsep <i>Free Cash Flow</i> dalam Penilaian Perusahaan | 89 |
| B. | <i>Free Cash Flow to Firm</i> (FCFF) | 96 |
| C. | <i>Free Cash Flow to Equity</i> (FCFE)..... | 103 |
| D. | Penggunaan FCFF dan FCFE dalam Valuasi | 110 |
| E. | Kelebihan dan Kelemahan Pendekatan FCF | 117 |
| | | |
| BAB VI | METODE PENILAIAN PERUSAHAAN | 125 |
| A. | <i>Discounted Cash Flow</i> (DCF) <i>Valuation</i> | 125 |
| B. | <i>Relative Valuation</i> (<i>Price Multiples</i>)..... | 127 |
| C. | <i>Asset-Based Valuation</i> | 132 |
| D. | <i>Economic Value Added</i> (EVA) dan <i>Real Options</i> | 138 |
| E. | Perbandingan Metode dan Kapan Masing-Masing Digunakan..... | 146 |
| | | |
| BAB VII | PRAKTIK DAN STUDI KASUS <i>BUSINESS</i> <i>VALUATION</i> | 155 |
| A. | Valuasi Perusahaan Publik vs Perusahaan Private | 156 |
| B. | Studi Kasus Valuasi Perusahaan Teknologi | 158 |
| C. | Studi Kasus Valuasi Perusahaan Manufaktur..... | 160 |
| D. | Faktor Eksternal yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan | 162 |
| E. | Kesalahan Umum dalam Valuasi dan Cara Menghindarinya | 164 |
| | | |
| BAB VIII | IMPLIKASI VALUASI TERHADAP KEPUTUSAN KEUANGAN DAN STRATEGI BISNIS | 167 |
| A. | Valuasi dalam Keputusan Investasi dan Pembiayaan..... | 168 |
| B. | M&A dan Strategi Ekspansi Berbasis Valuasi | 171 |
| C. | Valuasi dalam Konteks ESG dan Keberlanjutan | 175 |
| D. | Peran <i>Corporate Governance</i> dalam <i>Firm value</i> | 179 |
| E. | Tren Masa Depan dalam <i>Business Valuation</i> | 183 |
| | | |
| BAB IX | KESIMPULAN | 193 |
| | | |
| | DAFTAR PUSTAKA | 195 |

| | |
|-------------------------------|------------|
| GLOSARIUM | 201 |
| INDEKS | 203 |
| BIOGRAFI PENULIS | 207 |
| SINOPSIS | 209 |



BAB I

PENDAHULUAN

Di dunia bisnis yang semakin kompetitif dan dinamis, penilaian terhadap nilai suatu perusahaan atau *business valuation* menjadi aspek krusial dalam pengambilan keputusan strategis. Nilai perusahaan tidak hanya mencerminkan kondisi finansial saat ini, tetapi juga mencerminkan persepsi pasar terhadap prospek pertumbuhan, profitabilitas, dan manajemen risiko yang dijalankan perusahaan. Pengetahuan mengenai *firm value* dan *business valuation* menjadi landasan penting dalam proses merger dan akuisisi, penawaran saham perdana (IPO), serta restrukturisasi keuangan. Dalam konteks keuangan perusahaan, pemahaman yang mendalam terhadap teori-teori penilaian dan penerapannya sangat diperlukan untuk menjaga keberlanjutan dan peningkatan nilai perusahaan dalam jangka panjang. Berbagai pendekatan digunakan dalam menilai bisnis, mulai dari pendekatan berbasis aset, pendekatan pendapatan seperti *discounted cash flow* (DCF), hingga pendekatan pasar yang membandingkan perusahaan sejenis. Setiap pendekatan memiliki keunggulan dan keterbatasan yang perlu disesuaikan dengan karakteristik dan tujuan valuasi itu sendiri. Oleh karena itu, penting bagi pelaku bisnis, investor, dan manajemen perusahaan untuk memahami tidak hanya aspek teknis dalam valuasi, tetapi juga bagaimana interpretasi nilai tersebut dapat digunakan dalam perencanaan strategis dan pengambilan keputusan finansial secara menyeluruh.

A. Latar Belakang

1. Pentingnya Nilai Perusahaan dalam Keuangan Korporat

Nilai perusahaan atau *firm value* merupakan indikator penting dalam menilai keberhasilan strategi manajerial dan kinerja perusahaan secara keseluruhan. Dalam konteks pasar modal, nilai perusahaan

mencerminkan persepsi investor terhadap prospek masa depan suatu perusahaan, yang dipengaruhi oleh berbagai faktor seperti laba, struktur modal, tingkat pertumbuhan, dan risiko usaha. Menurut Brigham dan Daves (2013), tujuan utama dari manajemen keuangan adalah memaksimalkan nilai perusahaan, bukan semata-mata keuntungan jangka pendek. Pendekatan ini menekankan pentingnya keputusan keuangan yang berorientasi pada peningkatan nilai pemegang saham (*shareholder value*), yang pada akhirnya tercermin dalam harga saham perusahaan.

Firm value biasanya diukur menggunakan nilai kapitalisasi pasar, nilai perusahaan (*enterprise value*), serta rasio-rasio keuangan yang relevan. Salah satu metode paling umum adalah pendekatan nilai perusahaan yang mempertimbangkan nilai pasar ekuitas, utang, serta kas dan setara kas. Damodaran (2012) menekankan bahwa *firm value* mencerminkan nilai sekarang dari seluruh arus kas masa depan yang dihasilkan perusahaan, yang didiskontokan dengan tingkat diskonto yang mencerminkan risiko usaha tersebut.

Kondisi ini menunjukkan bahwa penilaian terhadap nilai perusahaan bukan hanya sekadar aktivitas analisis keuangan, tetapi merupakan elemen penting dalam strategi korporat, seperti merger dan akuisisi, investasi strategis, hingga restrukturisasi. Penilaian yang akurat atas nilai perusahaan juga menjadi indikator penting dalam menjaga kepercayaan investor, meningkatkan likuiditas saham, serta mendorong efisiensi operasional. Seiring berkembangnya pasar modal dan meningkatnya kompetisi bisnis, penilaian *firm value* semakin relevan sebagai alat untuk mengevaluasi kinerja serta menentukan arah kebijakan keuangan yang tepat.

Penelitian empiris juga menunjukkan bahwa *firm value* sangat dipengaruhi oleh struktur modal perusahaan. Menurut Modigliani dan Miller (1963), struktur modal yang optimal dapat mempengaruhi nilai perusahaan melalui penghematan pajak dari penggunaan utang (*tax shield*). Namun, teori ini kemudian disempurnakan dengan mempertimbangkan risiko kebangkrutan dan konflik keagenan. Oleh karena itu, keputusan pendanaan dan investasi sangat menentukan nilai perusahaan secara keseluruhan.

Tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*) juga berperan dalam meningkatkan nilai perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa hubungan antara pemilik dan

manajer dapat menimbulkan konflik kepentingan yang pada akhirnya mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan tata kelola yang baik, transparansi dan akuntabilitas dapat ditingkatkan, sehingga memberikan sinyal positif kepada investor dan memperbaiki persepsi pasar.

2. Business Valuation: Teori, Pendekatan, dan Aplikasi Praktis

Business valuation atau penilaian bisnis adalah proses sistematis untuk menentukan nilai ekonomi dari suatu entitas bisnis, baik secara keseluruhan maupun sebagian (unit usaha). Dalam praktiknya, *business valuation* memiliki banyak kegunaan, mulai dari proses merger dan akuisisi, persiapan IPO, pembiayaan, hingga penyelesaian sengketa bisnis. Menurut Hitchner (2017), penilaian bisnis adalah seni dan sains yang melibatkan analisis kuantitatif dan kualitatif untuk memperkirakan nilai wajar sebuah bisnis dalam kondisi pasar yang kompetitif.

Tiga pendekatan utama digunakan dalam proses penilaian bisnis: pendekatan berbasis aset (*asset-based approach*), pendekatan pendapatan (*income approach*), dan pendekatan pasar (*market approach*). Pendekatan aset berfokus pada nilai bersih dari seluruh aset dan kewajiban perusahaan. Ini biasanya digunakan untuk perusahaan yang memiliki banyak aset tetap atau dalam kondisi likuidasi. Sedangkan pendekatan pendapatan, seperti metode *discounted cash flow* (DCF), mengestimasi nilai saat ini dari arus kas masa depan yang diharapkan dihasilkan oleh perusahaan. DCF menjadi metode yang banyak digunakan karena mampu merefleksikan potensi profitabilitas dan pertumbuhan jangka panjang perusahaan (Damodaran, 2012).

Pendekatan pasar, di sisi lain, menggunakan data dari transaksi perusahaan sejenis sebagai pembanding. Pendekatan ini mencerminkan harga pasar dari perusahaan serupa, dengan menggunakan rasio seperti *price-to-earnings* (P/E), EV/EBITDA, dan *price-to-book* (P/B). Menurut Pratt dan Niculita (2008), pendekatan pasar memberikan perspektif eksternal yang sangat berguna dalam mengidentifikasi tren dan valuasi industri secara umum. Penerapan *business valuation* menjadi semakin penting dalam dunia korporasi modern. Dalam proses merger dan akuisisi, valuasi menjadi dasar penentuan harga transaksi yang adil (*fair value*). Dalam konteks IPO, hasil valuasi akan menentukan harga penawaran awal saham yang kompetitif dan menarik bagi investor. Valuasi juga digunakan oleh manajemen untuk mengevaluasi divestasi

unit bisnis yang tidak menguntungkan atau dalam penentuan kompensasi berbasis saham untuk manajemen puncak.

Proses valuasi tidaklah bebas dari tantangan. Salah satu kendala utama adalah asumsi dan estimasi yang digunakan dalam model valuasi. Misalnya, dalam pendekatan DCF, proyeksi arus kas dan tingkat diskonto yang digunakan sangat subjektif dan dapat bervariasi antar analis. Oleh karena itu, penting untuk melakukan sensitivitas analisis serta memperhitungkan faktor risiko yang relevan agar hasil valuasi dapat diandalkan. Selain itu, perkembangan teknologi dan dinamika pasar global juga menuntut pendekatan penilaian yang adaptif. Saat ini, valuasi atas perusahaan digital dan startup sering kali tidak dapat dilakukan menggunakan pendekatan konvensional karena minimnya aset tetap dan laba yang dapat diukur. Menurut Davila, Foster, dan Gupta (2003), perusahaan rintisan memiliki karakteristik yang berbeda seperti ketidakpastian tinggi, tingkat pertumbuhan eksponensial, dan model bisnis yang belum matang, sehingga diperlukan model valuasi yang lebih fleksibel dan kontekstual.

B. Tujuan dan Manfaat Buku

1. Tujuan Penulisan Buku

Tujuan utama untuk memberikan pemahaman komprehensif mengenai konsep, teori, serta aplikasi dari *firm value* dan *business valuation* dalam ranah keuangan perusahaan. Di tengah kompleksitas dinamika bisnis modern, kehadiran literatur yang mengintegrasikan aspek teoritis dan praktis menjadi sangat krusial, khususnya bagi akademisi, praktisi keuangan, mahasiswa, dan pemangku kepentingan lainnya. Dalam dunia akademik, kebutuhan akan referensi yang mampu menjembatani teori dengan praktik bisnis aktual semakin meningkat seiring dengan berkembangnya pendekatan multidisipliner dalam ilmu manajemen keuangan.

Salah satu tujuan spesifik dari buku ini adalah menyediakan dasar konseptual yang kuat mengenai bagaimana nilai perusahaan terbentuk, faktor-faktor yang mempengaruhinya, serta bagaimana strategi manajemen dan keputusan keuangan berdampak langsung terhadap nilai tersebut. Dengan mengacu pada kerangka teoritis seperti teori struktur modal Modigliani dan Miller (1963), teori agensi (Jensen & Meckling, 1976), dan pendekatan penilaian arus kas (Damodaran, 2012), buku ini

berusaha menghadirkan perspektif yang luas dan mendalam terkait bagaimana manajer keuangan dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Buku ini juga ditujukan untuk memperkenalkan dan memperdalam pemahaman pembaca terhadap berbagai metode valuasi bisnis yang digunakan dalam praktik, baik untuk perusahaan publik, private company, startup, maupun perusahaan keluarga. Hal ini menjadi penting mengingat valuasi bisnis merupakan proses yang tidak hanya bergantung pada angka, tetapi juga konteks bisnis, struktur organisasi, dan strategi jangka panjang perusahaan. Dengan demikian, tujuan lainnya adalah memberikan panduan sistematis dalam melakukan valuasi secara profesional dan tepat sasaran, yang dapat diaplikasikan dalam konteks merger dan akuisisi, penawaran saham perdana (*initial public offering*), penggalangan dana (*fundraising*), maupun evaluasi kinerja manajerial.

Pada kerangka yang lebih luas, buku ini diharapkan dapat berperan sebagai sumber rujukan yang memudahkan pembaca dalam memahami perkembangan terbaru dalam teori dan praktik valuasi. Seiring dengan kemajuan teknologi, digitalisasi, dan munculnya model bisnis baru, penilaian bisnis memerlukan pemutakhiran pendekatan yang sesuai. Oleh karena itu, buku ini juga bertujuan untuk mengintegrasikan pendekatan konvensional dan kontemporer, termasuk pendekatan valuasi pada perusahaan teknologi, startup digital, serta perusahaan yang menggunakan model bisnis berbasis platform dan data.

Buku ini berfungsi untuk mendidik dan melatih kemampuan analitis serta pengambilan keputusan strategis dalam keuangan perusahaan. Pembaca diajak untuk tidak hanya memahami metode penilaian secara mekanis, tetapi juga mampu mengkritisi hasil valuasi, mempertimbangkan sensitivitas asumsi, serta memahami risiko yang melekat pada proses valuasi. Dalam hal ini, buku ini menyasar pembentukan kemampuan berpikir kritis dan integratif dalam mengkaji nilai sebuah entitas bisnis secara menyeluruh.

2. Manfaat Buku Bagi Akademisi, Praktisi, dan Pemangku Kepentingan

Buku referensi ini juga dirancang untuk memberikan manfaat yang konkret dan aplikatif bagi berbagai kalangan pembaca. Manfaat buku ini terbagi ke dalam tiga kelompok utama, yakni bagi akademisi

dan mahasiswa, praktisi keuangan dan bisnis, serta pemangku kepentingan eksternal seperti investor, regulator, dan konsultan.

a. Bagi Akademisi dan Mahasiswa

Bagi kalangan akademisi, baik dosen maupun peneliti, buku ini menjadi sumber pengetahuan yang bisa digunakan dalam pengajaran dan pengembangan kurikulum pada mata kuliah keuangan perusahaan, manajemen keuangan lanjut, valuasi bisnis, dan manajemen strategis. Materi yang disajikan bersumber dari referensi ilmiah mutakhir serta diperkaya dengan studi kasus dan ilustrasi nyata dari praktik industri. Dengan demikian, buku ini dapat menjadi acuan dalam pengembangan silabus, pembuatan modul ajar, dan juga sebagai dasar dalam melakukan penelitian ilmiah.

Bagi mahasiswa, khususnya di jenjang sarjana, magister, maupun doktoral, buku ini dapat memperkuat pemahaman konseptual serta membekalinya dengan kemampuan praktis yang relevan dalam dunia kerja. Mengingat valuasi bisnis dan analisis nilai perusahaan merupakan keahlian yang sangat dibutuhkan di sektor perbankan, pasar modal, perusahaan investasi, hingga konsultan manajemen, pemahaman atas materi ini akan meningkatkan daya saing lulusan dalam dunia profesional.

b. Bagi Praktisi Keuangan dan Dunia Usaha

Untuk kalangan praktisi, buku ini memberikan panduan praktis dalam memahami dan menerapkan konsep valuasi dalam berbagai konteks strategis. Eksekutif perusahaan, manajer keuangan, analis investasi, dan akuntan publik dapat memanfaatkan isi buku ini untuk membantu dalam pengambilan keputusan yang menyangkut akuisisi, penilaian kinerja, perencanaan keuangan, dan penetapan strategi bisnis jangka panjang.

Buku ini juga dapat digunakan oleh para pemilik usaha kecil dan menengah (UMKM) yang ingin memahami bagaimana nilai bisnis dihitung serta strategi apa yang dapat meningkatkan valuasi perusahaan di mata investor atau lembaga keuangan. Dengan memahami aspek valuasi, para pelaku usaha akan mampu menyusun strategi yang lebih terukur dan rasional, khususnya dalam menghadapi tantangan transformasi digital dan kompetisi global.

c. Bagi Investor, Regulator, dan Konsultan

Investor dan lembaga keuangan akan memperoleh manfaat dalam menilai kelayakan investasi, menganalisis risiko, serta mengevaluasi potensi pengembalian modal berdasarkan pemahaman atas nilai intrinsik perusahaan. Buku ini juga memberikan kerangka evaluatif untuk membandingkan valuasi antar perusahaan dalam industri yang sama, sehingga membantu dalam pengambilan keputusan alokasi portofolio yang lebih bijak.

Bagi regulator dan otoritas pasar modal, buku ini dapat memberikan wawasan akademik dan praktis yang diperlukan dalam menyusun kebijakan serta regulasi yang mendukung transparansi, akuntabilitas, dan efisiensi pasar. Pengetahuan tentang bagaimana *firm value* terbentuk dan bagaimana valuasi dilakukan akan membantu regulator dalam memahami perilaku pasar serta menetapkan peraturan yang adil dan efektif.

Konsultan bisnis dan keuangan juga dapat menggunakan buku ini sebagai referensi untuk meningkatkan kualitas jasa yang ditawarkan kepada klien. Materi valuasi yang dibahas tidak hanya menekankan aspek teknis, tetapi juga etika profesional, ketepatan asumsi, dan relevansi konteks, yang semuanya krusial dalam pelaksanaan jasa valuasi yang terpercaya dan kredibel.

C. Ruang Lingkup

Buku ini disusun untuk memberikan pemahaman yang komprehensif mengenai dua konsep utama dalam keuangan perusahaan, yaitu *firm value* (nilai perusahaan) dan *business valuation* (penilaian bisnis), baik dari sisi teori akademis maupun penerapannya dalam dunia praktik. Ruang lingkup pembahasan dalam buku ini mencakup dimensi konseptual, metodologis, serta aplikatif, yang dirancang untuk memenuhi kebutuhan akademisi, praktisi, dan mahasiswa dalam memahami dan menerapkan valuasi secara tepat.

Buku referensi ini mencakup kajian teoritis mengenai nilai perusahaan, meliputi teori struktur modal, teori nilai perusahaan, konsep biaya modal, serta berbagai faktor internal dan eksternal yang memengaruhi nilai suatu entitas bisnis. Di dalamnya dibahas pula keterkaitan antara keputusan keuangan seperti kebijakan dividen,

struktur modal, dan keputusan investasi dengan nilai perusahaan. Landasan teori yang digunakan mengacu pada berbagai pendekatan klasik dan kontemporer, termasuk teori Modigliani-Miller, *teori trade-off*, *pecking order theory*, dan teori agensi.

Buku referensi ini menjelaskan secara rinci metode-metode valuasi bisnis, baik metode berbasis pendapatan (seperti *discounted cash flow/DCF* dan *capitalization of earnings*), metode berbasis aset (*asset-based valuation*), maupun metode berbasis pasar (*market approach*) dengan contoh perhitungan, asumsi dasar, dan penerapannya pada berbagai jenis perusahaan. Termasuk dalam pembahasan adalah teknik sensitivitas dan analisis risiko yang dibutuhkan untuk memperkuat hasil valuasi. Buku ini juga memberikan perhatian khusus terhadap valuasi perusahaan startup dan digital, yang membutuhkan pendekatan non-konvensional karena minimnya aset fisik dan laba yang terukur.

Ruang lingkup buku juga meliputi analisis terhadap peran valuasi dalam proses korporasi, seperti merger dan akuisisi (M&A), IPO (*Initial Public Offering*), restrukturisasi, dan pengambilan keputusan investasi strategis. Pembaca diajak untuk memahami bagaimana valuasi berperan sebagai dasar dalam pengambilan keputusan manajerial dan strategi perusahaan, serta bagaimana hasil valuasi dapat dijadikan alat komunikasi nilai kepada investor dan stakeholder eksternal.

Buku referensi ini membahas berbagai studi kasus dan praktik lapangan untuk memperkaya pemahaman pembaca. Kasus-kasus ini diambil dari pengalaman nyata perusahaan nasional maupun multinasional, serta praktik valuasi di sektor-sektor spesifik seperti teknologi, manufaktur, jasa, dan UMKM. Tujuannya adalah untuk memberikan gambaran nyata bagaimana teori dan metode valuasi diterapkan dalam konteks bisnis yang beragam.

Dengan batasan ini, buku tidak membahas secara detail aspek teknis akuntansi atau perpajakan yang berkaitan dengan valuasi, meskipun referensinya tetap disebutkan bila relevan. Fokus utama tetap pada aspek keuangan dan manajerial dari *firm value* dan *business valuation*. Buku ini juga tidak difokuskan untuk penggunaan hukum atau litigasi, namun memberikan dasar yang cukup kuat untuk digunakan sebagai acuan oleh pihak konsultan atau auditor dalam konteks bisnis.



BAB II

KONSEP DASAR VALUASI PERUSAHAAN

Valuasi perusahaan merupakan salah satu fondasi utama dalam pengambilan keputusan strategis di dunia bisnis dan keuangan, karena memberikan gambaran menyeluruh mengenai nilai ekonomi suatu entitas berdasarkan prospek masa depan, kinerja historis, dan kondisi pasar. Dalam konteks ini, valuasi tidak hanya berfungsi sebagai alat ukur finansial, tetapi juga sebagai dasar pertimbangan dalam berbagai aktivitas korporasi seperti merger dan akuisisi, penawaran saham perdana (IPO), restrukturisasi, hingga penggalangan dana. Proses valuasi menggabungkan pendekatan kuantitatif dan kualitatif, dengan mempertimbangkan berbagai faktor internal perusahaan seperti struktur modal, kapasitas laba, serta tingkat efisiensi operasional, dan faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi, tren industri, serta dinamika pasar modal. Pemahaman terhadap konsep dasar valuasi menjadi sangat penting bagi manajer keuangan, investor, analis, dan pemilik bisnis karena dapat mempengaruhi persepsi nilai dan arah pengembangan strategi perusahaan ke depan. Selain itu, valuasi juga berperan penting dalam mengomunikasikan nilai perusahaan kepada para pemangku kepentingan dan menjadi tolok ukur dalam menetapkan harga transaksi bisnis yang adil. Dengan demikian, penguasaan konsep valuasi yang kuat merupakan keterampilan esensial dalam praktik manajemen keuangan modern yang dinamis dan kompetitif.

A. Pengertian dan Tujuan Valuasi

1. Pengertian Valuasi: Fondasi Konseptual dalam Keuangan Perusahaan

Valuasi perusahaan, atau *business valuation*, merupakan proses sistematis untuk menentukan nilai ekonomi suatu entitas bisnis secara objektif. Nilai tersebut bisa mencerminkan nilai intrinsik maupun nilai pasar, tergantung pada pendekatan yang digunakan dan tujuan dari proses valuasi itu sendiri. Menurut Damodaran (2012), valuasi adalah seni dan ilmu dalam memperkirakan nilai wajar suatu perusahaan atau aset, yang dipengaruhi oleh arus kas masa depan, risiko yang melekat, serta tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor. Valuasi tidak hanya mencerminkan angka-angka dalam laporan keuangan, melainkan merupakan hasil dari kombinasi proyeksi keuangan, analisis risiko, dan interpretasi atas dinamika eksternal yang memengaruhi kelangsungan usaha.

Pada praktiknya, valuasi menjadi pilar penting dalam pengambilan keputusan strategis, terutama dalam situasi seperti merger dan akuisisi, penawaran saham perdana (*Initial Public Offering/IPO*), divestasi, restrukturisasi perusahaan, hingga ketika terjadi perselisihan bisnis atau litigasi. Menurut Hitchner (2017), valuasi mencerminkan upaya untuk mengidentifikasi nilai sebenarnya dari suatu entitas dengan memperhitungkan berbagai faktor ekonomi dan keuangan yang relevan serta menggunakan pendekatan yang sesuai, baik berbasis pasar, pendapatan, atau aset. Dalam konteks ini, valuasi memiliki peran penting untuk menjembatani persepsi nilai antara penjual dan pembeli dalam transaksi bisnis.

Valuasi juga berkaitan erat dengan konsep nilai perusahaan (*firm value*), yaitu nilai total dari perusahaan yang mencakup nilai ekuitas dan nilai utang. Brealey, Myers, dan Allen (2011) menyebutkan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh ekspektasi pasar terhadap profitabilitas perusahaan di masa depan, tingkat risiko, serta efisiensi manajemen dalam mengalokasikan sumber daya. Oleh karena itu, valuasi dapat digunakan untuk mengevaluasi seberapa besar kekayaan yang telah diciptakan oleh perusahaan bagi pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya.

Valuasi tidak hanya digunakan dalam konteks perusahaan besar atau publik, melainkan juga sangat penting bagi perusahaan kecil dan

menengah (UKM), startup, maupun perusahaan keluarga. Menurut Trugman (2012), setiap bisnis memiliki nilai, bahkan jika tidak terdaftar di pasar modal, dan penilaian bisnis diperlukan untuk memahami seberapa besar nilai tersebut dapat digunakan dalam keputusan strategis seperti pembiayaan, ekspansi, atau pengalihan kepemilikan.

Berdasarkan pendekatan metodologisnya, valuasi biasanya dibagi menjadi tiga metode utama: (1) pendekatan berbasis pasar (*market approach*), yang menilai perusahaan berdasarkan harga pasar entitas sejenis; (2) pendekatan berbasis pendapatan (*income approach*), yang menggunakan proyeksi arus kas masa depan yang didiskonto; dan (3) pendekatan berbasis aset (*asset-based approach*), yang menilai berdasarkan nilai bersih aset perusahaan. Setiap pendekatan memiliki kelebihan dan keterbatasan, sehingga pemilihan metode harus disesuaikan dengan karakteristik perusahaan, ketersediaan data, serta konteks transaksi.

Valuasi tidak hanya bersifat statis, tetapi juga dinamis. Hal ini karena asumsi dasar valuasi seperti tingkat pertumbuhan, margin laba, dan suku bunga dapat berubah seiring waktu. Oleh karena itu, valuasi sering kali memerlukan penggunaan analisis sensitivitas, simulasi skenario, dan pendekatan diskonto risiko (Damodaran, 2020). Dalam konteks globalisasi dan digitalisasi ekonomi saat ini, valuasi juga harus menyesuaikan diri dengan model bisnis baru yang tidak sepenuhnya mengandalkan aset fisik, seperti perusahaan berbasis teknologi, layanan digital, atau platform ekonomi.

2. Tujuan Valuasi: Relevansi Praktis dalam Pengambilan Keputusan Bisnis

Valuasi tidak hanya bersifat teoritis, tetapi juga memiliki aplikasi praktis yang sangat luas dalam dunia bisnis dan keuangan. Tujuan utama dari proses valuasi adalah untuk menyediakan dasar rasional dalam pengambilan keputusan ekonomi dan strategis yang terkait dengan aset atau entitas bisnis. Menurut Pratt dan Grabowski (2014), tujuan valuasi bisa dibagi menjadi dua kategori besar: tujuan transaksional (seperti penjualan atau pembelian bisnis) dan tujuan non-transaksional (seperti perencanaan pajak, pelaporan keuangan, dan litigasi).

Salah satu tujuan paling umum dari valuasi adalah untuk mendukung keputusan investasi dan pembiayaan. Investor membutuhkan informasi mengenai nilai wajar suatu perusahaan untuk

menentukan apakah investasi tersebut menguntungkan atau tidak. Perusahaan yang ingin melakukan ekspansi, merger, atau akuisisi juga memerlukan hasil valuasi yang akurat untuk menilai kelayakan transaksi. Menurut Berk dan DeMarzo (2017), valuasi membantu menilai proyek investasi, mengukur nilai tambah yang diciptakan, serta mengidentifikasi potensi risiko keuangan. Dalam konteks pasar modal, valuasi menjadi dasar penentuan harga saham saat IPO, right issue, atau buyback saham.

Tujuan lainnya adalah penilaian untuk kepentingan perpajakan dan hukum. Dalam beberapa yurisdiksi, perusahaan wajib melakukan valuasi untuk tujuan pelaporan pajak, misalnya dalam penentuan nilai wajar untuk transfer pricing atau saat terjadi warisan dan hibah saham. Di sisi lain, valuasi juga sering digunakan dalam penyelesaian perselisihan hukum, seperti sengketa antara pemegang saham, perceraian, atau kebangkrutan. Menurut Trugman (2012), valuasi yang dilakukan dalam konteks litigasi harus mempertimbangkan standar hukum, metode yang dapat dipertanggungjawabkan, serta transparansi asumsi.

Valuasi sangat penting dalam pengelolaan kinerja manajerial dan strategi korporasi. Dengan memahami berapa nilai perusahaan secara objektif, manajemen dapat mengevaluasi efektivitas strategi yang diterapkan serta menetapkan target keuangan yang lebih terukur. Penilaian ini juga dapat digunakan untuk menyusun sistem kompensasi berbasis kinerja yang adil dan berdasarkan penciptaan nilai (*value creation*). Dalam dunia bisnis yang kompetitif, valuasi membantu perusahaan untuk lebih fokus pada inisiatif yang berdampak langsung terhadap peningkatan nilai, baik dalam bentuk peningkatan laba bersih, efisiensi modal, maupun ekspansi pasar.

Valuasi juga menjadi alat penting dalam penggalangan dana, terutama bagi startup dan perusahaan yang sedang tumbuh. Menurut Damodaran (2012), valuasi dalam dunia startup sering kali lebih bersifat forward-looking dan berbasis pada potensi pertumbuhan jangka panjang, bukan hanya kinerja historis. Hal ini karena perusahaan baru belum memiliki arus kas yang stabil, sehingga pendekatan valuasi yang digunakan cenderung berbasis pada proyeksi, benchmarking terhadap perusahaan sejenis, atau metode probabilistik seperti real options.

Pada sektor keuangan dan perbankan, valuasi digunakan untuk menentukan kelayakan kredit dan restrukturisasi utang. Bank dan lembaga keuangan memerlukan valuasi untuk menilai kemampuan

debitur dalam membayar kembali pinjaman serta nilai agunan yang ditawarkan. Dalam kasus restrukturisasi atau reorganisasi perusahaan, valuasi digunakan untuk merancang skema baru pembagian aset, saham, atau utang yang adil bagi semua pihak terkait.

B. Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan mencerminkan persepsi pasar terhadap kinerja, prospek, dan risiko yang dihadapi suatu entitas bisnis. Nilai ini menjadi parameter utama dalam menilai sejauh mana perusahaan mampu menciptakan kekayaan bagi pemilik dan pemangku kepentingan lainnya. Dalam konteks keuangan perusahaan, berbagai faktor baik internal maupun eksternal saling berinteraksi untuk menentukan tinggi rendahnya nilai perusahaan. Pemahaman terhadap faktor-faktor ini sangat penting bagi manajemen dalam merancang strategi bisnis yang mampu memaksimalkan nilai secara berkelanjutan.

1. Faktor Internal

Nilai perusahaan merupakan refleksi dari berbagai aspek internal yang saling berkaitan dan memengaruhi persepsi pasar serta kinerja fundamental entitas bisnis secara keseluruhan. Salah satu faktor utama yang menjadi pusat perhatian dalam penilaian nilai perusahaan adalah profitabilitas, yang mencerminkan seberapa efisien perusahaan dalam menghasilkan laba dari sumber daya yang dimilikinya. Rasio-rasio keuangan seperti *Return on Assets* (ROA), *Return on Equity* (ROE), dan *Net Profit Margin* sering kali digunakan sebagai indikator dalam mengevaluasi kemampuan perusahaan menciptakan keuntungan. Menurut Brigham dan Houston (2019), investor cenderung memilih perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi karena menunjukkan potensi arus kas masa depan yang stabil dan meningkat. Perusahaan dengan kinerja laba yang unggul tidak hanya menciptakan nilai ekonomi, tetapi juga mencerminkan kompetensi manajerial dan efisiensi operasional yang mendalam, sehingga membangun kepercayaan investor dalam jangka panjang.

Struktur modal perusahaan memiliki peran strategis dalam memengaruhi nilai perusahaan. Struktur modal mengacu pada komposisi antara utang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk membiayai operasional dan ekspansi bisnis. Meskipun teori klasik Modigliani dan

Miller (1958) menyatakan bahwa dalam pasar yang sempurna struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan, kenyataan di lapangan menunjukkan kompleksitas yang lebih besar. Dalam kondisi aktual, terdapat faktor seperti pajak, biaya kebangkrutan, dan asimetri informasi yang menyebabkan struktur modal menjadi penentu penting dalam menciptakan nilai. Teori *trade-off*, yang dikembangkan sebagai kelanjutan dari pandangan Modigliani dan Miller, mengemukakan bahwa penggunaan utang yang moderat dapat meningkatkan nilai perusahaan karena manfaat pajak, namun bila penggunaan utang berlebihan, maka risiko kebangkrutan dan beban bunga akan meningkat, mengurangi nilai perusahaan secara keseluruhan. Oleh karena itu, pengelolaan struktur modal secara optimal menjadi kunci dalam strategi keuangan perusahaan untuk memaksimalkan nilai bagi para pemegang saham.

Aspek lain yang berkontribusi besar terhadap nilai perusahaan adalah tingkat pertumbuhan aset dan penjualan. Pertumbuhan yang stabil dan berkelanjutan menunjukkan prospek masa depan yang cerah dan meningkatkan kepercayaan pasar terhadap keberlangsungan usaha perusahaan. Ross, Westerfield, dan Jaffe (2016) menekankan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, baik dalam hal aset tetap maupun volume penjualan, sering kali dipandang sebagai entitas yang dinamis, inovatif, dan mampu beradaptasi dengan perubahan lingkungan bisnis. Hal ini tentunya sangat penting dalam konteks valuasi, karena ekspektasi pertumbuhan di masa depan secara langsung berhubungan dengan proyeksi arus kas dan estimasi nilai terminal dalam model penilaian seperti *Discounted Cash Flow* (DCF). Di sisi lain, perusahaan yang stagnan atau menurun dalam pertumbuhan akan dinilai sebagai kurang menarik, karena keterbatasan dalam memperluas pangsa pasar atau mengembangkan produk dan layanan baru.

Kebijakan dividen juga menjadi salah satu elemen internal yang krusial dalam membentuk persepsi pasar terhadap nilai perusahaan. Menurut Lintner (1956), kebijakan dividen bukan hanya menyangkut keputusan pembagian laba, tetapi juga menjadi sinyal penting mengenai keyakinan manajemen terhadap prospek masa depan perusahaan. Stabilitas dan pertumbuhan dividen secara historis dikaitkan dengan kinerja yang sehat dan manajemen yang percaya diri akan keberlangsungan laba. Namun, keputusan dividen yang tidak bijak, seperti pembagian laba yang terlalu besar hingga mengorbankan

investasi internal, dapat berdampak negatif terhadap pertumbuhan perusahaan di masa depan. Maka dari itu, penting bagi manajemen untuk menyeimbangkan antara distribusi keuntungan kepada pemegang saham dan kebutuhan untuk reinvestasi dalam proyek-proyek yang menghasilkan nilai jangka panjang.

Faktor manajerial dan tata kelola perusahaan (*corporate governance*) memberikan pengaruh signifikan terhadap persepsi investor terhadap nilai perusahaan. Penerapan prinsip-prinsip *good corporate governance* seperti transparansi, akuntabilitas, dan independensi dalam pengambilan keputusan akan menciptakan lingkungan manajerial yang sehat dan profesional. Claessens dan Yurtoglu (2013) menunjukkan bahwa perusahaan dengan sistem tata kelola yang kuat cenderung lebih efisien, memiliki risiko agensi yang rendah, dan lebih menarik di mata investor institusi maupun ritel. Tata kelola yang baik juga membantu perusahaan dalam menghadapi krisis atau tekanan pasar karena pengambilan keputusan yang lebih objektif dan terstruktur. Selain itu, reputasi perusahaan di pasar keuangan juga sangat dipengaruhi oleh integritas manajemen dan keberadaan sistem kontrol internal yang dapat menghindarkan perusahaan dari praktik manipulatif atau penyalahgunaan wewenang.

Sinergi dari kelima faktor internal tersebut profitabilitas, struktur modal, pertumbuhan, kebijakan dividen, dan tata kelola perusahaan membentuk fondasi utama dalam menciptakan dan mempertahankan nilai perusahaan. Masing-masing faktor ini saling berkaitan dan dapat memperkuat atau melemahkan satu sama lain. Sebagai contoh, perusahaan dengan profitabilitas tinggi namun struktur modal yang tidak seimbang dapat menghadapi risiko likuiditas yang menggerus kepercayaan investor. Begitu pula perusahaan dengan pertumbuhan tinggi yang tidak didukung oleh tata kelola yang memadai berisiko mengalami kegagalan dalam mengelola ekspansi secara efektif. Oleh karena itu, pendekatan holistik yang mempertimbangkan keterkaitan antar-faktor menjadi penting dalam strategi peningkatan nilai perusahaan.

Pada konteks dunia usaha yang semakin kompetitif dan volatil, perusahaan dituntut untuk terus melakukan evaluasi dan penyesuaian terhadap faktor-faktor internal tersebut. Profitabilitas harus dipertahankan melalui efisiensi operasional dan inovasi produk, struktur modal harus dikelola secara fleksibel untuk mengakomodasi kebutuhan

pembiayaan dan menjaga likuiditas, pertumbuhan harus diarahkan pada pasar dan segmen yang memiliki potensi tinggi, kebijakan dividen harus sejalan dengan strategi jangka panjang, dan tata kelola perusahaan harus diperkuat melalui pengawasan yang independen dan profesional. Dengan kata lain, nilai perusahaan merupakan hasil dari interaksi dinamis antara berbagai keputusan strategis dan kebijakan internal yang dilakukan secara konsisten dan terukur.

Pemahaman yang mendalam terhadap faktor-faktor internal ini tidak hanya penting bagi manajemen dalam mengelola perusahaan, tetapi juga bagi investor dalam melakukan penilaian terhadap prospek dan risiko investasi. Laporan keuangan, kebijakan manajemen, serta sinyal pasar yang berasal dari keputusan internal perusahaan menjadi referensi utama bagi analis keuangan dan pemangku kepentingan lainnya dalam menilai apakah suatu perusahaan berada pada jalur penciptaan nilai atau sebaliknya. Oleh karena itu, keterbukaan informasi dan komunikasi yang efektif antara perusahaan dan investor menjadi sangat vital dalam membangun dan mempertahankan kepercayaan pasar.

Penciptaan nilai perusahaan tidak terjadi dalam ruang hampa. Ia merupakan hasil dari proses strategis yang berkesinambungan, yang menggabungkan pengambilan keputusan yang tepat, manajemen risiko yang efektif, dan kepemimpinan yang visioner. Faktor-faktor internal yang telah dibahas berperan sebagai penggerak utama dalam proses ini. Jika dikelola dengan baik, faktor-faktor tersebut tidak hanya akan meningkatkan nilai perusahaan dalam jangka pendek, tetapi juga memastikan kelangsungan dan pertumbuhan nilai tersebut dalam jangka panjang, menjadikan perusahaan sebagai entitas yang mampu beradaptasi, bersaing, dan berkembang dalam berbagai situasi ekonomi dan industri yang terus berubah. Dengan demikian, pemahaman terhadap faktor internal menjadi landasan esensial dalam menyusun strategi bisnis dan keuangan yang berorientasi pada penciptaan nilai yang berkelanjutan.

2. Faktor Eksternal

Nilai perusahaan tidak hanya ditentukan oleh kekuatan internal semata, melainkan juga sangat dipengaruhi oleh faktor-faktor eksternal yang berada di luar kendali langsung manajemen. Lingkungan eksternal memberikan konteks tempat perusahaan beroperasi, sekaligus menciptakan peluang maupun ancaman yang berpotensi mengubah arah

strategis dan performa keuangan suatu entitas. Salah satu faktor eksternal paling dominan adalah kondisi ekonomi makro. Stabilitas ekonomi secara keseluruhan, termasuk variabel seperti inflasi, tingkat suku bunga, dan pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB), memiliki implikasi langsung terhadap nilai perusahaan. Misalnya, tingkat suku bunga yang tinggi akan menaikkan biaya pinjaman bagi perusahaan dan secara simultan menurunkan nilai sekarang dari arus kas masa depan yang digunakan dalam penilaian valuasi berbasis diskonto. Mishkin dan Eakins (2018) menyatakan bahwa tekanan inflasi dan kebijakan moneter yang ketat berpotensi mengurangi profitabilitas perusahaan melalui naiknya harga input dan turunnya daya beli konsumen. Sebaliknya, ketika ekonomi berada dalam fase ekspansi, permintaan meningkat, kapasitas produksi meningkat, dan laba perusahaan cenderung mengalami kenaikan, sehingga nilai perusahaan pun terdorong naik secara alami.

Regulasi dan kebijakan pemerintah menjadi salah satu determinan penting dalam pembentukan nilai perusahaan. Kebijakan fiskal seperti pengaturan pajak dan belanja pemerintah, serta kebijakan moneter yang mengatur jumlah uang beredar dan tingkat suku bunga, memiliki dampak langsung terhadap kelangsungan bisnis perusahaan. Tidak hanya itu, regulasi sektoral juga sering kali mengatur batasan atau memberikan insentif yang memengaruhi kinerja keuangan. Perubahan dalam undang-undang, peraturan perpajakan, standar lingkungan hidup, atau regulasi industri tertentu dapat menciptakan ketidakpastian atau justru memberikan keuntungan kompetitif bagi perusahaan yang siap meresponsnya. Misalnya, insentif pajak atas investasi hijau bisa meningkatkan nilai perusahaan-perusahaan yang mengadopsi prinsip keberlanjutan. Di sisi lain, regulasi yang lebih ketat terkait perlindungan data atau kepatuhan keuangan dapat meningkatkan biaya operasional, memperkecil margin, dan pada akhirnya menurunkan valuasi perusahaan, khususnya di sektor yang sangat teregulasi seperti keuangan dan energi.

Faktor lain yang memengaruhi nilai perusahaan dari luar adalah struktur dan intensitas persaingan dalam industri tempat perusahaan beroperasi. Michael Porter (1985) menjelaskan bahwa profitabilitas suatu perusahaan sangat bergantung pada struktur industri, termasuk ancaman pendatang baru, kekuatan tawar-menawar pelanggan dan pemasok, serta potensi substitusi produk. Ketika persaingan dalam

industri sangat ketat, perusahaan akan kesulitan mempertahankan harga dan margin keuntungan karena tekanan dari para pesaing yang menawarkan produk serupa dengan harga lebih rendah atau fitur lebih menarik. Hal ini menyebabkan turunnya pendapatan bersih dan berpotensi menurunkan valuasi perusahaan. Di sisi lain, jika perusahaan mampu membangun keunggulan kompetitif yang berkelanjutan melalui diferensiasi produk, efisiensi biaya, atau skala ekonomi, maka struktur industri tersebut justru dapat menjadi peluang dalam meningkatkan nilai perusahaan di mata investor. Oleh karena itu, pemahaman terhadap dinamika kompetitif sangat penting dalam analisis valuasi eksternal.

Kemajuan teknologi dan kemampuan perusahaan untuk berinovasi merupakan aspek lain yang semakin krusial dalam membentuk nilai perusahaan di era digital ini. Transformasi teknologi dapat menciptakan disrupsi dalam model bisnis tradisional dan sekaligus membuka peluang baru untuk meningkatkan efisiensi serta menjangkau pasar yang lebih luas. Perusahaan yang mampu mengadopsi dan mengembangkan teknologi baru biasanya memperoleh keunggulan kompetitif yang sulit ditiru. Schilling (2020) menekankan bahwa inovasi berkelanjutan merupakan fondasi bagi penciptaan nilai jangka panjang, terutama di sektor-sektor yang berbasis teknologi seperti informasi dan komunikasi, kesehatan, dan manufaktur berteknologi tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang gagal mengikuti perkembangan teknologi akan kehilangan relevansi dan pangsa pasar, serta mengalami penurunan valuasi karena dianggap tidak memiliki masa depan yang kompetitif. Oleh karena itu, strategi investasi dalam riset dan pengembangan (R&D) bukan hanya untuk keunggulan operasional, melainkan juga sebagai alat menciptakan nilai intrinsik perusahaan.

Persepsi pasar dan sentimen investor juga berperan penting dalam menentukan nilai perusahaan, terutama dalam jangka pendek. Meskipun penilaian berbasis fundamental tetap menjadi acuan utama dalam valuasi jangka panjang, namun dalam praktiknya, nilai pasar suatu perusahaan bisa sangat dipengaruhi oleh psikologi pasar dan faktor emosional investor. Harga saham dapat bergerak secara volatil karena ekspektasi, rumor, berita geopolitik, atau perubahan kebijakan pemerintah. Teori pasar efisien (Fama, 1970) menyatakan bahwa harga saham mencerminkan seluruh informasi yang tersedia secara publik. Namun, dalam kenyataannya, terdapat asimetri informasi dan perilaku investor yang tidak selalu rasional, seperti herding behavior atau

overreaction, yang menciptakan gap antara nilai pasar dan nilai intrinsik suatu perusahaan. Oleh karena itu, manajemen perlu mengelola ekspektasi dan membangun komunikasi yang transparan agar persepsi pasar tetap positif dan nilai perusahaan tetap stabil.

Interaksi antara faktor eksternal sering kali menciptakan efek domino yang saling memperkuat atau melemahkan. Misalnya, perlambatan ekonomi global dapat memicu penurunan harga komoditas, yang kemudian memperkecil margin perusahaan di sektor energi dan pertambangan. Hal ini diperparah jika regulasi pemerintah memberlakukan pajak tambahan terhadap emisi karbon, yang akan menambah beban biaya dan mengurangi nilai perusahaan lebih lanjut. Di sisi lain, dorongan pemerintah untuk pengembangan ekonomi digital dapat menciptakan peluang bagi perusahaan teknologi untuk tumbuh cepat dan meningkatkan valuasi, asalkan mampu merespons kebutuhan pasar dengan produk dan layanan yang relevan. Dengan demikian, kompleksitas lingkungan eksternal harus dipahami secara holistik agar perusahaan mampu beradaptasi secara strategis.

Respons strategis perusahaan terhadap perubahan eksternal sangat menentukan apakah faktor-faktor tersebut akan menjadi ancaman atau peluang. Dalam situasi krisis ekonomi, perusahaan yang memiliki manajemen risiko yang kuat dan fleksibilitas operasional lebih mampu bertahan dan bahkan memperbesar pangsa pasar saat kompetitor melemah. Sebaliknya, dalam kondisi ekonomi yang menguntungkan, perusahaan yang tidak siap dengan kapasitas produksi dan logistik justru akan kehilangan momentum pertumbuhan. Oleh karena itu, strategi korporat yang adaptif dan berbasis data menjadi kunci penting dalam menjaga atau bahkan meningkatkan nilai perusahaan di tengah dinamika eksternal yang tidak menentu.

Investor dan analis keuangan perlu memperhatikan seluruh faktor eksternal ini dalam melakukan penilaian terhadap nilai wajar suatu perusahaan. Analisis makroekonomi, studi industri, serta pemantauan terhadap kebijakan pemerintah dan tren teknologi harus menjadi bagian integral dari proses due diligence dan penilaian risiko investasi. Tidak hanya itu, analisis sentimen pasar melalui media sosial, laporan analis, dan pergerakan harga saham juga dapat memberikan sinyal dini terhadap perubahan persepsi pasar. Integrasi antara analisis fundamental dan analisis eksternal akan memberikan gambaran yang lebih komprehensif

mengenai potensi dan risiko nilai perusahaan, sehingga pengambilan keputusan investasi dapat dilakukan secara lebih rasional dan objektif.

Dengan mempertimbangkan seluruh uraian di atas, dapat disimpulkan bahwa faktor eksternal berperan vital dalam memengaruhi nilai perusahaan, baik secara langsung maupun tidak langsung. Stabilitas ekonomi, kebijakan pemerintah, kompetisi industri, kemajuan teknologi, serta sentimen pasar adalah elemen-elemen yang membentuk lanskap tempat perusahaan beroperasi. Perusahaan yang mampu memahami dan mengantisipasi dinamika ini akan memiliki keunggulan dalam menciptakan dan mempertahankan nilai yang berkelanjutan. Oleh karena itu, pengelolaan strategis yang mempertimbangkan faktor-faktor eksternal secara cermat menjadi syarat mutlak bagi perusahaan yang ingin bertahan dan berkembang di era ekonomi global yang semakin kompleks dan kompetitif.

C. Pendekatan Utama dalam Valuasi

Valuasi perusahaan merupakan proses kompleks yang membutuhkan pendekatan metodologis yang tepat agar dapat mencerminkan nilai ekonomi yang wajar dari suatu entitas bisnis. Pemilihan pendekatan yang digunakan sangat bergantung pada tujuan valuasi, karakteristik perusahaan, serta kondisi pasar dan ekonomi secara umum. Menurut Damodaran (2012), terdapat tiga pendekatan utama dalam penilaian nilai perusahaan, yaitu pendekatan berbasis pendapatan (*income approach*), pendekatan berbasis pasar (*market approach*), dan pendekatan berbasis aset (*asset-based approach*). Setiap pendekatan memiliki kekuatan dan keterbatasan masing-masing, serta aplikasi yang berbeda tergantung pada konteks perusahaan yang dinilai.

1. Pendekatan Berbasis Pendapatan (*Income Approach*)

Pendekatan berbasis pendapatan merupakan salah satu metode utama dalam penilaian nilai perusahaan yang berfokus pada kemampuan entitas dalam menghasilkan arus kas masa depan. Pendekatan ini bertumpu pada premis bahwa nilai suatu perusahaan terletak pada proyeksi keuntungan yang akan diperolehnya dalam jangka waktu tertentu. Metode yang paling sering digunakan dalam pendekatan ini adalah *Discounted Cash Flow* (DCF), yang menghitung nilai sekarang dari arus kas masa depan yang diharapkan, dengan mempertimbangkan

tingkat diskonto yang sesuai. Tingkat diskonto ini mencerminkan risiko operasional dan finansial perusahaan, serta harapan imbal hasil dari para investor.

Pada praktiknya, metode DCF sering digunakan karena memberikan estimasi nilai intrinsik berdasarkan karakteristik keuangan perusahaan yang bersifat internal. DCF menghitung nilai berdasarkan *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) atau *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), tergantung pada apakah analisis dilakukan dari perspektif pemilik seluruh modal (utang dan ekuitas) atau hanya dari sisi pemegang saham. FCFF merupakan arus kas bebas sebelum dikurangi beban bunga, sehingga digunakan bersama dengan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) sebagai tingkat diskonto. Sedangkan FCFE sudah dikurangi beban bunga dan pembayaran utang, sehingga lebih cocok digunakan bersama dengan *cost of equity* sebagai discount rate-nya.

Menurut Koller, Goedhart, dan Wessels (2020), pendekatan DCF sangat efektif untuk perusahaan yang memiliki arus kas yang stabil dan dapat diprediksi, seperti perusahaan mapan di sektor utilitas, konsumen, atau manufaktur yang telah mencapai tahap kematangan. Pendekatan ini memberikan hasil yang akurat jika input yang digunakan realistis dan mencerminkan kondisi pasar serta strategi bisnis perusahaan. Oleh karena itu, proyeksi keuangan seperti pertumbuhan pendapatan, margin laba, investasi modal, dan kebutuhan modal kerja harus disusun secara hati-hati dan berdasarkan data historis serta tren industri yang relevan.

Keunggulan utama DCF juga sekaligus menjadi titik lemah metode ini, yaitu sensitivitas terhadap asumsi yang digunakan. Perubahan kecil dalam proyeksi arus kas atau tingkat diskonto dapat menghasilkan nilai valuasi yang sangat berbeda. Hal ini menjadikan pendekatan DCF sangat subjektif dan bergantung pada kualitas analisis keuangan yang dilakukan. Misalnya, asumsi pertumbuhan pendapatan yang terlalu optimistis atau penggunaan tingkat diskonto yang terlalu rendah dapat menyebabkan overvaluasi yang membahayakan keputusan investasi.

Pendekatan ini menjadi kurang andal ketika diterapkan pada perusahaan dengan arus kas yang tidak stabil atau sulit diprediksi, seperti startup teknologi, perusahaan dalam fase turnaround, atau entitas yang sangat tergantung pada faktor eksternal. Dalam kasus tersebut, pendekatan berbasis pendapatan harus dilengkapi atau bahkan digantikan dengan metode lain seperti pendekatan pasar atau pendekatan

berbasis aset untuk memperoleh hasil valuasi yang lebih seimbang. Perusahaan yang mengalami ketidakpastian tinggi dalam pendapatannya juga mungkin memerlukan skenario atau simulasi sensitivitas dalam analisis DCF untuk memperlihatkan rentang kemungkinan nilai yang lebih realistis.

Meskipun demikian, pendekatan berbasis pendapatan tetap menjadi alat utama dalam valuasi perusahaan karena kemampuannya menangkap esensi ekonomi dari bisnis yang sedang dianalisis. Dibandingkan dengan metode lainnya, pendekatan ini memungkinkan analisis untuk memahami bagaimana strategi perusahaan, efisiensi operasional, dan manajemen modal kerja berdampak langsung terhadap penciptaan nilai. Ketika dilakukan dengan benar, metode ini memberikan wawasan mendalam tentang faktor-faktor fundamental yang mendasari nilai perusahaan dan membantu investor membuat keputusan berbasis analisis yang mendalam dan terukur.

2. Pendekatan Berbasis Pasar (*Market approach*)

Pendekatan berbasis pasar dalam valuasi perusahaan merupakan salah satu metode yang umum digunakan, terutama karena kesederhanaannya dan kemampuannya mencerminkan nilai yang diterima pasar secara langsung. Pendekatan ini mengasumsikan bahwa nilai suatu perusahaan dapat ditentukan berdasarkan perbandingan dengan perusahaan sejenis yang memiliki karakteristik serupa dan telah diperdagangkan di pasar terbuka. Nilai perusahaan target dihitung dengan menggunakan rasio keuangan (*multiples*) yang berasal dari data pasar perusahaan pembanding. Beberapa rasio yang sering digunakan dalam metode ini meliputi *Price to Earnings Ratio* (PER), *Price to Book Value* (PBV), *Enterprise Value to EBITDA* (EV/EBITDA), dan *Price to Sales* (P/S). Rasio-rasio ini memberikan gambaran seberapa besar investor bersedia membayar atas kinerja keuangan atau aset perusahaan tertentu dalam konteks pasar.

Metode ini menjadi populer karena proses valuasinya dapat dilakukan dengan cepat dan berdasarkan data yang tersedia secara publik. Dalam praktiknya, pendekatan ini diawali dengan memilih sekumpulan perusahaan pembanding (*comparable companies*) yang memiliki kemiripan dalam aspek bisnis, ukuran, lokasi geografis, dan struktur keuangan. Setelah itu, valuator menghitung dan menganalisis multiple valuasi dari perusahaan-perusahaan pembanding tersebut,

kemudian mengaplikasikan rata-rata atau *median multiple* tersebut ke variabel keuangan perusahaan target. Misalnya, jika rata-rata PER perusahaan pembanding adalah 15 kali, dan laba bersih perusahaan target adalah Rp10 miliar, maka estimasi nilai pasar perusahaan tersebut adalah Rp150 miliar.

Menurut Hitchner (2017), efektivitas pendekatan berbasis pasar sangat bergantung pada efisiensi pasar modal dan ketersediaan informasi yang transparan. Dalam pasar yang efisien, harga saham mencerminkan informasi yang relevan dan tersedia secara luas bagi investor, sehingga data *multiple* yang digunakan dapat menjadi proksi yang tepat untuk menilai perusahaan lainnya. Pendekatan ini juga banyak digunakan dalam dunia nyata oleh analis saham, investor institusi, dan pelaku merger dan akuisisi karena memberikan hasil valuasi yang cepat dan relatif mudah diinterpretasikan oleh berbagai pihak.

Salah satu keunggulan utama dari pendekatan berbasis pasar adalah tingkat objektivitasnya. Karena metode ini menggunakan harga pasar sebagai dasar utama valuasi, maka ia mencerminkan ekspektasi kolektif dari para pelaku pasar terhadap kinerja dan risiko perusahaan. Hal ini berbeda dengan pendekatan berbasis pendapatan seperti DCF yang sangat bergantung pada asumsi dan proyeksi keuangan internal. Selain itu, pendekatan pasar lebih mudah dikomunikasikan dan dipahami oleh pihak eksternal karena menggunakan parameter yang sudah dikenal luas dan sering digunakan dalam publikasi keuangan.

Pendekatan ini juga memiliki sejumlah kelemahan yang signifikan. Salah satu tantangan utama adalah kesulitan dalam menemukan perusahaan pembanding yang benar-benar sebanding. Perbedaan dalam skala operasi, struktur biaya, pertumbuhan, dan risiko dapat menyebabkan perbandingan menjadi tidak relevan. Misalnya, dua perusahaan yang sama-sama berada di industri yang sama bisa saja memiliki margin laba atau strategi bisnis yang sangat berbeda, sehingga penggunaan *multiple* yang sama bisa menyesatkan. Selain itu, kondisi pasar yang tidak efisien atau sedang dalam volatilitas tinggi juga dapat menyebabkan harga pasar tidak mencerminkan nilai intrinsik perusahaan yang sebenarnya.

Ketergantungan terhadap data historis dan eksternal juga menjadi tantangan lain dalam pendekatan pasar. Karena nilai perusahaan ditentukan berdasarkan data perusahaan lain, maka jika terjadi perubahan signifikan dalam industri atau ekonomi makro, hasil valuasi

dapat menjadi tidak akurat. Misalnya, dalam periode krisis ekonomi, multiple valuasi biasanya menurun secara drastis karena tekanan pasar, dan jika multiple tersebut diterapkan dalam valuasi perusahaan target, hasilnya bisa terlalu rendah dan tidak mencerminkan potensi jangka panjang. Oleh karena itu, penting bagi analis untuk tidak hanya mengandalkan rata-rata data pasar, tetapi juga melakukan penyesuaian berdasarkan pertimbangan kontekstual.

Pada praktik valuasi, penggunaan pendekatan berbasis pasar sering digabungkan dengan metode lain untuk mendapatkan estimasi nilai yang lebih seimbang. Misalnya, metode DCF dapat digunakan untuk menangkap nilai intrinsik jangka panjang berdasarkan arus kas, sementara pendekatan pasar memberikan konfirmasi apakah nilai tersebut sejalan dengan persepsi pasar saat ini. Kombinasi berbagai pendekatan memungkinkan investor atau manajemen perusahaan membuat keputusan yang lebih baik, khususnya dalam konteks merger, akuisisi, atau penawaran umum perdana (IPO). Penilaian yang terlalu mengandalkan satu pendekatan saja dapat menghasilkan keputusan yang kurang tepat, apalagi jika kondisi perusahaan atau pasar sedang tidak stabil.

Salah satu variasi dari pendekatan pasar adalah metode transaksi pembandingan (*precedent transactions*), di mana valuator menggunakan data dari transaksi M&A sebelumnya dalam industri yang sama sebagai dasar valuasi. Metode ini sering digunakan dalam valuasi untuk tujuan strategis atau litigasi, di mana konteks transaksi yang terjadi memberikan insight terhadap nilai premium yang bersedia dibayar pembeli. Meskipun lebih kompleks, metode ini juga mencerminkan nilai pasar karena didasarkan pada transaksi aktual yang melibatkan negosiasi antara pembeli dan penjual yang memiliki kepentingan ekonomi. Namun, tantangannya terletak pada keterbatasan data transaksi yang dipublikasikan secara lengkap dan sulitnya menyesuaikan data tersebut untuk mencerminkan kondisi spesifik perusahaan target.

Di industri keuangan dan pasar modal, pendekatan pasar sering kali menjadi tolok ukur awal untuk menentukan valuasi yang wajar. Misalnya, analis sekuritas menggunakan multiple pasar untuk merekomendasikan harga wajar saham, sementara investor institusi menilai apakah saham *undervalued* atau *overvalued* dengan membandingkan PER atau EV/EBITDA perusahaan terhadap rata-rata industri. Namun, investor yang lebih berpengalaman biasanya tidak

hanya berhenti pada angka-angka tersebut, tetapi juga mempertimbangkan faktor kualitatif seperti posisi kompetitif, manajemen, strategi jangka panjang, dan kondisi ekonomi makro sebelum membuat keputusan investasi.

3. Pendekatan Berbasis Aset (*Asset-based approach*)

Pendekatan berbasis aset dalam penilaian perusahaan merupakan salah satu metode yang menitikberatkan pada penilaian nilai bersih dari seluruh aset yang dimiliki perusahaan, baik yang berwujud seperti tanah, bangunan, mesin, maupun yang tidak berwujud seperti paten, lisensi, dan goodwill. Nilai bersih ini diperoleh dari hasil pengurangan seluruh kewajiban perusahaan dari total nilai pasar asetnya. Dalam pendekatan ini, asumsi dasar yang digunakan adalah bahwa nilai sebuah perusahaan dapat ditentukan dari akumulasi kekayaan bersih yang dimilikinya saat ini. Metode ini menjadi sangat relevan untuk perusahaan yang memiliki struktur aset besar dan stabil atau ketika perusahaan berada dalam kondisi keuangan yang tidak memungkinkan untuk memproyeksikan arus kas masa depan secara akurat.

Menurut Pratt dan Niculita (2008), pendekatan berbasis aset sangat berguna dalam konteks di mana pendekatan berbasis pendapatan atau pasar tidak dapat diterapkan secara efektif, seperti pada perusahaan yang sedang mengalami kesulitan keuangan, dalam proses restrukturisasi, atau dalam tahap likuidasi. Dalam situasi ini, pendekatan aset memberikan pandangan yang lebih realistis mengenai nilai ekonomis perusahaan berdasarkan sumber daya yang dimilikinya, bukan berdasarkan potensi keuntungan di masa depan. Selain itu, pendekatan ini juga sering digunakan dalam penilaian perusahaan keluarga, usaha kecil yang tidak tercatat di bursa, atau entitas yang memiliki data keuangan historis terbatas.

Terdapat dua metode utama yang digunakan dalam pendekatan ini, yaitu *adjusted book value method* dan *liquidation value method*. *Adjusted book value method* menghitung nilai seluruh aset dan kewajiban berdasarkan estimasi nilai pasar saat ini, bukan nilai historis yang tercantum dalam neraca. Proses penyesuaian ini mencakup revaluasi aset tetap seperti tanah dan bangunan, serta aset tak berwujud yang mungkin belum tercatat atau tidak dinilai secara akurat dalam laporan keuangan konvensional. Sementara itu, *liquidation value method* bertujuan menghitung berapa nilai yang akan diterima pemegang saham

jika perusahaan dijual dalam kondisi likuidasi, yakni seluruh aset dijual dalam waktu singkat dan hasilnya digunakan untuk melunasi kewajiban yang ada. Pendekatan ini sering kali menghasilkan nilai yang lebih rendah dibandingkan *adjusted book value* karena mempertimbangkan biaya likuidasi dan potensi diskon dalam penjualan cepat.

Keunggulan utama dari pendekatan berbasis aset adalah kemampuannya untuk memberikan penilaian yang konservatif dan berbasis data aktual. Metode ini tidak terlalu terpengaruh oleh fluktuasi pasar atau ekspektasi subyektif terhadap pertumbuhan masa depan. Oleh karena itu, ia sering dianggap sebagai pendekatan yang paling prudent, terutama dalam situasi ketidakpastian ekonomi. Pendekatan ini juga bermanfaat dalam memastikan bahwa nilai perusahaan tidak lebih rendah dari kekayaan bersihnya, sehingga bisa digunakan sebagai dasar nilai minimum dalam transaksi merger atau akuisisi. Selain itu, dalam dunia perbankan dan pembiayaan, metode ini juga relevan untuk menilai jaminan atas kredit atau untuk mengukur solvabilitas dan kelayakan perusahaan dalam memperoleh pinjaman.

Meskipun pendekatan ini memberikan dasar yang kuat dalam hal kekayaan bersih, ia memiliki keterbatasan serius dalam menangkap nilai ekonomis dari perusahaan yang sedang berkembang atau berbasis pengetahuan. Dalam perusahaan teknologi, jasa profesional, atau perusahaan dengan aset tak berwujud yang dominan, metode ini cenderung meremehkan nilai sebenarnya karena banyak aset yang tidak tampak dalam neraca. Contohnya adalah merek, loyalitas pelanggan, keahlian manajerial, dan hak kekayaan intelektual yang sulit diukur secara kuantitatif namun memberikan kontribusi besar terhadap penciptaan nilai jangka panjang. Akibatnya, jika pendekatan ini digunakan secara eksklusif, maka valuasi yang dihasilkan dapat mengabaikan potensi pertumbuhan dan keunggulan kompetitif yang dimiliki perusahaan.

Permasalahan lain dalam pendekatan ini adalah kebutuhan akan keahlian dalam melakukan penyesuaian terhadap nilai pasar dari aset dan kewajiban. Proses ini bukan hanya memerlukan pengetahuan akuntansi, tetapi juga pemahaman tentang kondisi pasar dan teknik penilaian properti, inventaris, atau aset tak berwujud. Tanpa pendekatan yang hati-hati dan sistematis, hasil valuasi dapat menjadi bias atau tidak mencerminkan nilai sebenarnya. Misalnya, penilaian ulang terhadap aset tetap seperti bangunan memerlukan pertimbangan terhadap usia, lokasi,

kondisi fisik, serta tren pasar properti saat ini. Sementara itu, estimasi nilai paten atau hak cipta membutuhkan pemahaman hukum dan proyeksi nilai ekonomis dari hak tersebut di masa depan.

Pada beberapa kasus, pendekatan berbasis aset digunakan sebagai pelengkap dari metode lainnya, khususnya dalam pendekatan multimodel atau triangulasi valuasi. Hal ini dilakukan untuk memberikan rentang estimasi nilai yang lebih komprehensif. Ketika valuasi berbasis pendapatan memberikan hasil yang terlalu optimis dan pendekatan pasar memberikan hasil yang bergantung pada tren atau sentimen investor, pendekatan aset dapat menjadi pembanding yang lebih netral. Dengan demikian, investor atau manajemen dapat memperoleh pandangan yang lebih seimbang sebelum mengambil keputusan strategis. Kombinasi ketiga pendekatan ini, bila dilakukan secara konsisten dan transparan, dapat meningkatkan validitas dan kredibilitas hasil valuasi secara keseluruhan.

Pada praktiknya, pendekatan berbasis aset juga digunakan dalam konteks hukum atau akuntansi, seperti dalam penyusunan laporan keuangan, audit, atau perselisihan bisnis terkait pembagian aset dan kewajiban. Dalam kasus seperti likuidasi paksa atau kebangkrutan, valuasi berbasis aset menjadi alat utama untuk menentukan nilai realisasi aset, membagi hasil kepada kreditur, dan menyelesaikan kewajiban hukum lainnya. Oleh karena itu, metode ini tidak hanya relevan dalam konteks transaksi bisnis, tetapi juga dalam penyelesaian konflik hukum dan perencanaan strategis perusahaan yang ingin meninjau kembali struktur kepemilikannya atau mengoptimalkan efisiensinya.



BAB III

TEORI DAN KONSEP FAIR VALUE, MARKET VALUE, DAN BOOK VALUE

Di dunia keuangan dan akuntansi, penilaian nilai suatu perusahaan atau aset sering kali melibatkan berbagai konsep yang dapat mempengaruhi keputusan investasi dan manajerial. Tiga konsep utama yang sering digunakan untuk menilai nilai suatu entitas atau aset adalah *fair value*, *market value*, dan *book value*. Masing-masing dari konsep ini memiliki pendekatan dan dasar perhitungan yang berbeda, meskipun semuanya bertujuan untuk memberikan gambaran tentang nilai suatu entitas atau aset pada titik waktu tertentu. *Fair value* sering kali digunakan dalam laporan keuangan dan mengacu pada estimasi nilai yang dapat dicapai jika suatu aset dijual atau kewajiban dilunasi di pasar terbuka. Sementara itu, *market value* berhubungan dengan harga yang tercatat di pasar, mencerminkan nilai yang diterima oleh pembeli dan penjual yang bertransaksi di pasar tersebut. Di sisi lain, *book value* lebih mengacu pada nilai historis yang tercatat di buku perusahaan, yang mencerminkan selisih antara total aset dan total kewajiban pada suatu titik waktu. Masing-masing dari ketiga konsep ini memiliki relevansi dan aplikasi yang berbeda tergantung pada tujuan valuasi dan konteks penggunaannya, serta dapat memberikan wawasan yang berharga bagi pengambil keputusan di perusahaan dan investor.

A. Definisi dan Perbedaan

Di dunia akuntansi dan keuangan, penentuan nilai suatu perusahaan atau aset merupakan salah satu aspek yang paling penting. Tiga konsep yang sering digunakan untuk penilaian ini adalah *fair value* (nilai wajar), *market value* (nilai pasar), dan *book value* (nilai buku).

Masing-masing konsep memiliki definisi dan metode perhitungan yang berbeda, yang menyebabkan perbedaan dalam interpretasi dan aplikasinya dalam berbagai konteks.

1. Definisi *Fair Value*

Fair value merupakan konsep fundamental dalam akuntansi dan valuasi yang berfungsi sebagai dasar penilaian aset dan kewajiban dalam laporan keuangan serta dalam proses penilaian bisnis secara keseluruhan. *Financial Accounting Standards Board* (FASB) dalam SFAS No. 157 menjelaskan *fair value* sebagai harga yang akan diterima untuk menjual suatu aset atau dibayar untuk mengalihkan suatu kewajiban dalam suatu transaksi yang teratur antara pelaku pasar pada tanggal pengukuran. Definisi ini memberikan penekanan pada transaksi yang berlangsung dalam kondisi pasar yang teratur, bukan transaksi yang dilakukan di bawah tekanan atau kondisi yang tidak mencerminkan keadaan normal. Pendekatan ini menekankan pada prinsip *exit price*, yaitu harga yang akan diterima saat melepas aset atau harga yang akan dibayar saat melepas kewajiban, bukan harga perolehan atau biaya historis. Dengan demikian, *fair value* tidak sekadar mencerminkan nilai yang telah dibayar di masa lalu, tetapi lebih pada nilai pasar saat ini yang relevan dan dapat diandalkan sebagai dasar pengambilan keputusan.

Pada standar internasional, *International Financial Reporting Standards* (IFRS) 13 juga mengadopsi pendekatan serupa dengan mendefinisikan *fair value* sebagai harga yang akan diterima untuk menjual aset atau dibayar untuk mengalihkan kewajiban dalam transaksi antara pelaku pasar yang berpengetahuan, bersedia, dan tidak berada dalam tekanan, pada tanggal pengukuran. IFRS 13 memperluas pandangan tentang *fair value* dengan memberikan hirarki nilai wajar (*fair value hierarchy*) yang mengklasifikasikan input pengukuran menjadi tiga level berdasarkan observabilitas input terhadap harga pasar. Level 1 mengacu pada harga kuotasi di pasar aktif untuk aset atau kewajiban identik, sedangkan Level 2 mencakup input yang dapat diobservasi secara langsung atau tidak langsung, dan Level 3 mencakup input yang tidak dapat diobservasi, seperti asumsi atau estimasi internal. Pendekatan ini memberikan panduan dalam mengukur *fair value* secara konsisten, terutama dalam situasi di mana tidak tersedia harga pasar langsung.

Salah satu kekuatan utama dari penggunaan *fair value* adalah kemampuannya untuk mencerminkan kondisi pasar saat ini secara lebih akurat. Dalam lingkungan bisnis yang dinamis dan pasar keuangan yang berubah-ubah, informasi keuangan yang berbasis *fair value* memungkinkan pengguna laporan keuangan memperoleh gambaran yang lebih aktual terhadap posisi keuangan dan risiko yang dihadapi perusahaan. Misalnya, dalam penilaian instrumen keuangan seperti saham, obligasi, dan derivatif, *fair value* mencerminkan nilai pasar yang sebenarnya dan dapat menjadi dasar yang lebih relevan untuk pengambilan keputusan investasi. Jika dibandingkan dengan metode *historical cost* yang cenderung statis dan tidak mencerminkan perubahan pasar, *fair value* memberikan informasi yang lebih responsif terhadap kondisi ekonomi yang terus berkembang, sehingga meningkatkan transparansi dan kualitas laporan keuangan.

Penerapan *fair value* juga menghadapi sejumlah tantangan yang tidak dapat diabaikan, terutama dalam hal pengukuran terhadap aset atau kewajiban yang tidak memiliki pasar aktif. Dalam kasus seperti ini, pengukuran *fair value* sangat bergantung pada model valuasi dan asumsi manajemen yang digunakan untuk memperkirakan nilai wajar tersebut. Misalnya, dalam menilai properti investasi atau *goodwill*, perusahaan mungkin menggunakan pendekatan arus kas diskonto (*discounted cash flow*) yang memerlukan proyeksi keuangan masa depan, tingkat diskonto yang sesuai, serta asumsi terhadap tingkat pertumbuhan. Ketergantungan terhadap asumsi dan model membuat *fair value* menjadi rentan terhadap bias dan ketidakpastian, sehingga menimbulkan risiko bahwa nilai yang dilaporkan tidak mencerminkan nilai sebenarnya yang dapat diperoleh di pasar.

Penggunaan *fair value* dalam situasi krisis atau pasar yang tidak stabil dapat menimbulkan distorsi nilai yang signifikan. Ketika pasar mengalami penurunan tajam atau menjadi tidak likuid, nilai pasar yang digunakan sebagai dasar *fair value* bisa menurun drastis dan mencerminkan kondisi jangka pendek yang tidak selalu menggambarkan nilai fundamental suatu aset. Hal ini dapat menyebabkan volatilitas tinggi dalam laporan keuangan dan berpotensi menyesatkan para pengguna laporan dalam menilai kinerja atau solvabilitas perusahaan. Oleh karena itu, dalam praktiknya, banyak regulator dan praktisi yang merekomendasikan penggunaan *judgment profesional* dan

pengungkapan yang transparan mengenai metode, asumsi, dan sensitivitas terhadap perubahan parameter dalam pengukuran fair value.

Pada konteks valuasi perusahaan, *fair value* menjadi elemen penting yang digunakan dalam berbagai situasi, termasuk merger dan akuisisi, restrukturisasi, dan pelaporan keuangan. Ketika sebuah perusahaan dinilai untuk keperluan akuisisi, nilai yang digunakan seringkali adalah nilai wajar aset bersih (*net fair value of assets*), yang mencerminkan *fair value* dari seluruh aset dikurangi kewajiban yang dimiliki. Nilai ini memberikan gambaran tentang kekayaan bersih perusahaan pada kondisi pasar saat ini dan sering kali digunakan sebagai dasar dalam negosiasi harga. Di sisi lain, investor dan analis menggunakan *fair value* untuk mengevaluasi apakah saham atau obligasi yang dipegang atau pertimbangkan untuk dibeli telah dihargai secara wajar di pasar. Pendekatan ini sangat penting dalam menilai kesenjangan antara nilai pasar dan nilai intrinsik suatu instrumen atau perusahaan.

Kelebihan lainnya dari pendekatan *fair value* adalah kesesuaiannya dengan prinsip-prinsip pasar bebas dan transparansi informasi. Dalam era keterbukaan informasi dan integrasi pasar global, para pemangku kepentingan menuntut informasi yang dapat diandalkan dan terkini. *Fair value* menjawab kebutuhan ini dengan menyediakan ukuran nilai yang mencerminkan persepsi pasar terhadap suatu aset atau kewajiban, sehingga mendukung terciptanya efisiensi pasar. *Fair value* juga dapat menjadi alat penting dalam pengawasan dan manajemen risiko, karena mencerminkan nilai eksposur aktual yang dihadapi oleh perusahaan dalam menjalankan operasinya. Dengan kata lain, informasi *fair value* membantu manajemen dalam membuat keputusan strategis yang lebih tepat sasaran.

Kompleksitas dalam mengukur *fair value* tidak jarang menimbulkan biaya tinggi dan tuntutan terhadap keahlian teknis yang memadai. Pengukuran *fair value* terhadap aset yang kompleks atau unik, seperti derivatif eksotis, investasi dalam entitas yang tidak terdaftar, atau aset biologis, membutuhkan keterlibatan penilai profesional dan penggunaan model valuasi tingkat lanjut. Hal ini menimbulkan tantangan bagi perusahaan kecil atau menengah yang mungkin tidak memiliki sumber daya yang cukup untuk melakukan pengukuran tersebut secara independen. Oleh karena itu, penting bagi entitas untuk menyeimbangkan antara manfaat informasi yang dihasilkan dengan biaya dan risiko yang terkait dalam penerapannya.

Pada kerangka pelaporan keuangan, penggunaan *fair value* juga sering menimbulkan debat mengenai keandalan (*reliability*) versus relevansi (*relevance*). Beberapa pihak berpendapat bahwa meskipun *fair value* menyediakan informasi yang relevan secara ekonomi, namun reliabilitasnya diragukan jika tidak terdapat pasar aktif atau jika pengukuran terlalu bergantung pada estimasi manajemen. Oleh karena itu, penyusunan standar akuntansi berupaya mengatasi dilema ini dengan menetapkan pedoman teknis yang ketat dan memperkenalkan tingkat hirarki *fair value*, serta mewajibkan pengungkapan menyeluruh terkait asumsi dan metodologi yang digunakan dalam pengukuran. Upaya ini bertujuan untuk memastikan bahwa informasi *fair value* yang disajikan dalam laporan keuangan tidak hanya relevan, tetapi juga dapat dipercaya oleh para pengguna laporan.

2. Definisi Market Value

Market value merupakan salah satu konsep kunci dalam dunia keuangan dan investasi yang mencerminkan nilai suatu aset berdasarkan harga yang disepakati dalam transaksi pasar terbuka. Dalam praktiknya, *market value* sering diasosiasikan dengan nilai pasar saham suatu perusahaan, yang diperoleh dari harga saham dikalikan dengan jumlah saham beredar. Nilai ini terus berubah seiring waktu, mencerminkan interaksi antara penawaran dan permintaan di pasar serta persepsi investor terhadap prospek perusahaan. Berbeda dengan *fair value* yang mencoba menilai nilai wajar berdasarkan asumsi pasar ideal, *market value* adalah harga riil yang terjadi sebagai hasil dari aktivitas transaksi di pasar yang aktif.

Pada konteks saham perusahaan publik, *market value* berfungsi sebagai indikator umum terhadap seberapa besar nilai suatu entitas menurut penilaian kolektif investor. Harga saham yang tercatat setiap hari mencerminkan evaluasi investor terhadap arus kas masa depan, risiko, serta kondisi internal dan eksternal perusahaan. Oleh karena itu, *market value* dapat dianggap sebagai hasil agregasi dari berbagai ekspektasi dan analisis yang dilakukan oleh pelaku pasar. Misalnya, ketika sebuah perusahaan mengumumkan laporan keuangan yang positif atau melakukan ekspansi strategis, nilai pasarnya sering kali meningkat karena investor memandangnya sebagai prospek yang menguntungkan di masa depan.

Brealey, Myers, dan Allen (2019) menjelaskan bahwa *market value* adalah harga aktual yang dihasilkan dari transaksi yang benar-benar terjadi di pasar. Nilai ini mencerminkan apa yang bersedia dibayar oleh pembeli dan diterima oleh penjual pada saat tertentu, dalam kondisi pasar yang sedang berlaku. Oleh karena itu, *market value* memberikan sinyal yang kuat terhadap posisi perusahaan di mata publik dan komunitas investor. Namun demikian, karena nilai ini sangat bergantung pada kondisi pasar, ia cenderung fluktuatif dan sensitif terhadap perubahan kecil dalam informasi, kebijakan, maupun sentimen yang beredar di lingkungan pasar.

Salah satu keunggulan dari *market value* adalah kemampuannya mencerminkan nilai saat ini berdasarkan preferensi dan ekspektasi investor. Karena harga pasar diperoleh dari transaksi aktual, nilai ini dianggap relevan dan akurat sebagai indikator penilaian jangka pendek. Dalam banyak kasus, investor menggunakan *market value* sebagai dasar untuk mengambil keputusan investasi, mengevaluasi portofolio, atau melakukan analisis perbandingan antar perusahaan. Selain itu, *market value* juga sering digunakan dalam pengambilan keputusan manajerial, seperti dalam penentuan struktur modal atau kebijakan dividen, karena menunjukkan bagaimana pasar menilai kinerja dan prospek suatu perusahaan.

Market value juga memiliki sejumlah kelemahan yang harus dipertimbangkan. Salah satunya adalah kerentanannya terhadap volatilitas jangka pendek yang disebabkan oleh spekulasi, rumor, atau peristiwa eksternal yang tidak selalu berkaitan dengan kondisi fundamental perusahaan. Dalam banyak kasus, harga saham bisa melonjak atau anjlok drastis karena reaksi emosional pasar terhadap berita tertentu, meskipun tidak ada perubahan signifikan dalam kondisi operasional perusahaan. Hal ini menimbulkan risiko bahwa *market value* tidak selalu mencerminkan nilai intrinsik atau nilai sebenarnya dari suatu perusahaan dalam jangka panjang.

Market value juga bisa terdistorsi dalam kondisi pasar yang tidak efisien atau saat terjadi ketidakseimbangan informasi. Ketika sebagian besar pelaku pasar tidak memiliki informasi yang sama atau memiliki penafsiran yang keliru terhadap informasi yang tersedia, maka harga pasar bisa menyimpang dari nilai riil perusahaan. Oleh karena itu, meskipun *market value* sering digunakan sebagai indikator penting dalam penilaian perusahaan, analis dan investor bijak tetap

mempertimbangkan data fundamental dan pendekatan valuasi lainnya untuk memperoleh gambaran yang lebih komprehensif mengenai nilai suatu entitas. Dengan demikian, *market value* dapat menjadi alat yang kuat namun harus digunakan dengan kesadaran penuh terhadap keterbatasannya.

3. Definisi *Book Value*

Book value merupakan konsep fundamental dalam analisis keuangan yang menggambarkan nilai bersih perusahaan berdasarkan catatan akuntansi. Perhitungan *book value* dilakukan dengan mengurangi total kewajiban dari total aset perusahaan, yang menghasilkan nilai ekuitas pemegang saham sebagaimana tercantum dalam laporan neraca. Dalam praktiknya, nilai ini mencerminkan jumlah yang akan tersisa bagi pemegang saham jika seluruh aset dijual dan kewajiban dilunasi pada nilai buku yang tercatat. Meskipun sering digunakan sebagai patokan dalam analisis keuangan, *book value* memiliki keterbatasan karena tidak selalu mencerminkan kondisi pasar yang sebenarnya.

Pada konteks akuntansi, *book value* mengikuti prinsip pencatatan historis, di mana aset dicatat berdasarkan harga perolehan dikurangi penyusutan atau amortisasi selama masa penggunaannya. Prinsip ini memberikan kestabilan dalam pelaporan keuangan, tetapi pada saat yang sama juga dapat membuat *book value* kurang relevan dalam menilai nilai riil perusahaan, terutama ketika aset mengalami apresiasi atau depresiasi signifikan akibat kondisi ekonomi atau perubahan industri. Oleh karena itu, perbedaan antara *book value* dan nilai pasar sering kali menjadi bahan analisis yang mendalam bagi investor dan analis keuangan.

White, Sondhi, dan Fried (2003) menekankan bahwa *book value* memiliki keunggulan sebagai ukuran nilai yang relatif objektif karena didasarkan pada data keuangan yang telah diaudit dan sesuai dengan prinsip akuntansi yang berlaku. Dengan demikian, *book value* menjadi indikator yang dapat diandalkan untuk menilai stabilitas keuangan suatu perusahaan dalam jangka panjang. Namun, juga membahas keterbatasannya dalam mencerminkan nilai aktual, terutama dalam industri yang memiliki aset tidak berwujud yang signifikan, seperti teknologi atau sektor jasa, di mana nilai perusahaan lebih banyak ditentukan oleh inovasi dan modal intelektual dibandingkan aset fisik yang tercatat dalam laporan keuangan.

Salah satu keunggulan utama dari *book value* adalah bahwa pendekatan ini lebih stabil dibandingkan dengan *market value* atau *fair value*, yang bisa berfluktuasi akibat sentimen pasar dan kondisi ekonomi makro. Karena *book value* didasarkan pada catatan akuntansi yang historis, nilainya cenderung lebih konstan dan tidak terpengaruh oleh volatilitas pasar yang bersifat jangka pendek. Hal ini menjadikan *book value* sebagai referensi yang berguna dalam analisis keuangan konservatif, terutama bagi investor yang mencari perusahaan dengan aset yang solid dan risiko rendah.

Meskipun *book value* memiliki stabilitas sebagai indikator keuangan, terdapat kelemahan yang tidak dapat diabaikan. Salah satu kelemahan utamanya adalah ketidakmampuannya dalam menangkap nilai aset yang terus berubah sesuai dengan kondisi pasar. Misalnya, aset properti yang telah dicatat bertahun-tahun lalu dengan harga perolehan yang rendah mungkin memiliki nilai pasar yang jauh lebih tinggi saat ini, tetapi dalam laporan keuangan masih tercatat dengan nilai historis yang tidak mencerminkan kondisi aktualnya. Akibatnya, perbedaan antara *book value* dan nilai pasar bisa cukup besar dalam perusahaan yang memiliki aset berwujud dengan apresiasi nilai yang signifikan.

Book value juga memiliki keterbatasan dalam menangkap nilai aset tidak berwujud seperti hak paten, merek dagang, *goodwill*, dan inovasi teknologi, yang semakin menjadi faktor penentu dalam valuasi perusahaan modern. Dalam banyak kasus, perusahaan dengan *book value* yang relatif rendah bisa memiliki *market value* yang sangat tinggi karena pasar menghargai potensi pertumbuhan dan inovasi lebih dari sekadar nilai aset yang tercatat dalam laporan keuangan. Oleh karena itu, investor sering kali menggabungkan *book value* dengan pendekatan valuasi lain, seperti *discounted cash flow* atau *price-to-book ratio*, untuk mendapatkan gambaran yang lebih menyeluruh mengenai nilai suatu perusahaan.

Dengan demikian, *book value* tetap menjadi alat analisis yang penting dalam evaluasi perusahaan, tetapi penggunaannya harus disertai dengan pemahaman mengenai keterbatasannya. Sebagai ukuran dasar dalam analisis fundamental, *book value* memberikan informasi yang berguna dalam mengidentifikasi perusahaan dengan aset yang kuat, terutama dalam industri yang bergantung pada aset berwujud. Namun, untuk mendapatkan gambaran yang lebih akurat mengenai nilai perusahaan, *book value* sebaiknya digunakan bersama dengan indikator

lain seperti *fair value* dan market value, yang dapat mencerminkan aspek ekonomi dan prospek bisnis secara lebih komprehensif.

B. Pengukuran *Fair Value* Berdasarkan IFRS 13

Pengukuran nilai wajar atau *fair value* adalah suatu proses penting dalam pelaporan keuangan yang memberikan gambaran tentang nilai yang dapat diperoleh dari transaksi pasar. Standar internasional yang mengatur pengukuran nilai wajar dalam laporan keuangan adalah IFRS 13, yang mengatur definisi, kerangka kerja, dan teknik pengukuran yang digunakan untuk menentukan *fair value*. Dalam konteks IFRS 13, pengukuran nilai wajar tidak hanya berkaitan dengan transaksi aset dan kewajiban yang nyata, tetapi juga mencakup instrumen keuangan dan aset tidak berwujud yang memiliki nilai yang sulit diukur dengan metode tradisional.

IFRS 13 memberikan panduan yang jelas mengenai bagaimana menentukan nilai wajar dengan menggunakan tiga pendekatan utama, yaitu pendekatan pasar, pendekatan pendapatan, dan pendekatan biaya. Panduan ini bertujuan untuk menyusun metodologi yang konsisten dan transparan dalam pelaporan keuangan internasional. Dalam bab ini, kami akan membahas pengertian pengukuran *fair value* menurut IFRS 13, serta langkah-langkah yang diperlukan untuk menentukan nilai wajar, termasuk kategori pengukuran dan hirarki nilai wajar.

1. Definisi dan Konsep Pengukuran *Fair Value* Berdasarkan IFRS 13

Menurut IFRS 13, *fair value* adalah "nilai yang akan diterima untuk menjual suatu aset atau dibayar untuk mengalihkan suatu kewajiban dalam transaksi yang terorganisir antara pelaku pasar pada tanggal pengukuran." Definisi ini memberikan landasan bahwa pengukuran nilai wajar harus mencerminkan kondisi pasar yang adil dan tanpa paksaan. Pengukuran nilai wajar juga harus didasarkan pada data pasar yang tersedia, yang mencakup harga transaksi yang dapat diperoleh pada saat itu. IFRS 13 menekankan bahwa pengukuran *fair value* harus dilakukan berdasarkan data pasar yang dapat diobservasi dan informasi yang relevan pada tanggal pengukuran, dengan memperhitungkan keadaan pasar yang bersifat objektif dan independen. Hal ini juga mencakup penggunaan asumsi pasar yang wajar, seperti harga transaksi

yang mencerminkan keputusan ekonomi bebas dari pihak yang terlibat dalam transaksi tersebut.

Salah satu aspek penting dari IFRS 13 adalah pembagian pengukuran *fair value* dalam tiga kategori atau tingkat yang berbeda yang dikenal sebagai "hierarki nilai wajar." Hierarki ini bertujuan untuk memberikan kerangka acuan dalam menggunakan input yang tersedia untuk pengukuran nilai wajar.

- a. Tingkat 1 (Level 1) – Pengukuran nilai wajar yang dilakukan dengan menggunakan harga pasar yang dapat diperdagangkan untuk aset atau kewajiban yang identik di pasar aktif pada tanggal pengukuran. Misalnya, harga saham yang diperdagangkan di bursa saham utama.
- b. Tingkat 2 (Level 2) – Pengukuran nilai wajar yang dilakukan dengan menggunakan harga yang dapat diamati untuk aset atau kewajiban yang serupa di pasar yang tidak aktif atau dengan menggunakan input yang relevan dan dapat dipertanggungjawabkan dari sumber lain. Contohnya adalah obligasi yang diperdagangkan di pasar dengan sedikit likuiditas.
- c. Tingkat 3 (Level 3) – Pengukuran nilai wajar yang dilakukan dengan menggunakan input yang tidak dapat diamati secara langsung di pasar. Biasanya, pengukuran ini bergantung pada estimasi atau asumsi internal perusahaan, seperti proyeksi arus kas masa depan atau model penilaian aset yang kompleks.

Penggunaan hierarki ini membantu untuk meningkatkan transparansi dan konsistensi dalam pengukuran nilai wajar, serta memberikan panduan yang jelas bagi entitas dalam menentukan tingkat keyakinan atas input yang digunakan dalam pengukuran.

2. Langkah-Langkah dalam Pengukuran *Fair Value* Berdasarkan IFRS 13

Pengukuran nilai wajar merupakan salah satu aspek penting dalam pelaporan keuangan modern, terutama sejak diberlakukannya IFRS 13 yang memperkenalkan kerangka kerja yang komprehensif dan konsisten untuk menilai aset dan kewajiban berdasarkan *fair value*. Pendekatan ini bertujuan untuk meningkatkan relevansi dan transparansi informasi keuangan yang disajikan kepada pemangku kepentingan, baik itu investor, kreditor, maupun otoritas pengawas. Dalam pelaksanaannya, IFRS 13 tidak hanya menetapkan definisi dan tujuan

nilai wajar, tetapi juga memberikan panduan teknis mengenai bagaimana pengukuran tersebut harus dilakukan, termasuk urutan langkah-langkah yang sistematis agar hasil valuasi dapat diandalkan dan akuntabel.

Langkah pertama dalam proses ini adalah mengidentifikasi dengan tepat aset atau kewajiban yang akan dinilai. Identifikasi ini mencakup pemahaman menyeluruh terhadap karakteristik dari aset atau kewajiban, termasuk risiko inheren, likuiditas, lokasi fisik, serta kondisi hukum yang terkait. Aset yang bersifat fisik seperti properti atau mesin tentu memiliki karakteristik yang berbeda dengan aset keuangan seperti obligasi atau derivatif. Begitu pula kewajiban, baik jangka pendek seperti utang usaha maupun jangka panjang seperti pinjaman obligasi, memiliki dimensi pengukuran yang berbeda. Oleh karena itu, penilaian awal yang akurat mengenai sifat dan status hukum dari objek valuasi sangat krusial untuk menjamin validitas proses selanjutnya.

Langkah berikutnya adalah menentukan pasar utama atau pasar yang paling menguntungkan (*most advantageous market*). IFRS 13 menekankan bahwa nilai wajar harus mencerminkan harga transaksi yang akan diterima dalam kondisi pasar aktif antara pihak-pihak yang berpengetahuan, bersedia, dan tidak berada di bawah tekanan. Artinya, pemilihan pasar menjadi penting karena dapat mempengaruhi hasil pengukuran secara signifikan. Pasar utama adalah pasar dengan volume dan tingkat aktivitas tertinggi untuk aset atau kewajiban tersebut, sementara pasar yang paling menguntungkan adalah pasar yang memberikan hasil bersih tertinggi bagi entitas, setelah mempertimbangkan biaya transaksi dan transportasi.

Langkah ketiga adalah memilih pendekatan pengukuran yang paling sesuai dengan karakteristik aset atau kewajiban yang dimaksud. IFRS 13 membahas tiga pendekatan utama: pendekatan pasar, pendekatan pendapatan, dan pendekatan biaya. Pendekatan pasar didasarkan pada harga dan informasi transaksi di pasar yang aktif dan sebanding. Pendekatan ini sangat berguna dalam menilai aset yang diperdagangkan secara publik, seperti saham, obligasi, atau real estate. Sementara itu, pendekatan pendapatan menghitung nilai kini dari manfaat ekonomi masa depan, biasanya digunakan untuk aset yang tidak memiliki pasar aktif tetapi mampu menghasilkan arus kas yang dapat diproyeksikan. Pendekatan biaya digunakan untuk menilai aset berdasarkan biaya pengantiannya, seperti mesin atau infrastruktur, dan

sering kali diterapkan pada aset khusus yang tidak mudah diperdagangkan.

Keberhasilan dari pendekatan pengukuran apa pun sangat bergantung pada input yang digunakan dalam proses tersebut. IFRS 13 membedakan input ke dalam tiga level berdasarkan observabilitasnya. Level 1 mencakup harga kuotasi di pasar aktif untuk aset atau kewajiban yang identik. Level ini memberikan keandalan tertinggi dan umumnya digunakan untuk sekuritas yang diperdagangkan di bursa. Level 2 mencakup input yang dapat diobservasi secara langsung atau tidak langsung selain dari harga kuotasi Level 1, seperti harga untuk aset yang sebanding atau suku bunga pasar. Level 3, yang memiliki keandalan paling rendah, mencakup input yang tidak dapat diobservasi dan sering kali bergantung pada estimasi dan asumsi manajemen. Dalam praktiknya, penggunaan input Level 3 harus diungkapkan secara jelas karena membawa ketidakpastian yang lebih besar terhadap hasil pengukuran.

Ketika perusahaan menggunakan input Level 3 atau metode pengukuran yang kompleks, maka transparansi dalam pelaporan menjadi hal yang sangat penting. IFRS 13 mewajibkan entitas untuk mengungkapkan metode pengukuran yang digunakan, alasan pemilihannya, serta sensitivitas nilai terhadap perubahan asumsi utama. Hal ini dilakukan untuk memastikan bahwa pengguna laporan keuangan dapat mengevaluasi kualitas estimasi yang diberikan dan membuat keputusan ekonomi secara lebih informatif. Informasi seperti jenis pendekatan yang digunakan, jenis input utama, serta alasan tidak digunakannya input yang dapat diobservasi, semuanya harus dijelaskan secara lengkap dalam catatan atas laporan keuangan.

Pada pengungkapan tersebut, perusahaan juga perlu mencantumkan hierarki nilai wajar dari setiap aset dan kewajiban yang diukur menggunakan nilai wajar. Hal ini termasuk klasifikasi ke dalam Level 1, Level 2, atau Level 3, dan jika terjadi perpindahan antar level dari satu periode ke periode lain, maka hal tersebut juga harus dijelaskan. Pengungkapan semacam ini memberikan gambaran yang lebih utuh tentang tingkat risiko dan subjektivitas yang melekat dalam proses valuasi. Sebagai contoh, jika suatu instrumen keuangan berpindah dari Level 2 ke Level 3, hal ini menunjukkan bahwa input pasar menjadi kurang tersedia, yang pada gilirannya meningkatkan ketidakpastian atas penilaian yang diberikan.

IFRS 13 juga mengharuskan entitas untuk mempertimbangkan sinyal pasar atau kondisi lingkungan yang terjadi saat pengukuran dilakukan. Ini berarti bahwa informasi ekonomi terbaru, perubahan kebijakan moneter, peristiwa geopolitik, dan perubahan signifikan lain harus dimasukkan dalam penilaian untuk memastikan nilai wajar yang dihasilkan benar-benar mencerminkan keadaan pasar saat ini. Sebagai contoh, dalam situasi krisis keuangan atau pandemi global, data historis mungkin tidak lagi relevan, dan entitas harus menggunakan data terkini yang mencerminkan perubahan risiko secara signifikan.

Keseluruhan proses ini menunjukkan bahwa pengukuran *fair value* bukan hanya sekadar perhitungan numerik, tetapi juga melibatkan pemahaman menyeluruh terhadap konteks ekonomi, pasar, dan karakteristik aset atau kewajiban yang dinilai. Proses ini memerlukan keahlian profesional serta pengambilan keputusan yang hati-hati, terutama dalam pemilihan input dan pendekatan. Dengan mengikuti langkah-langkah yang telah ditetapkan oleh IFRS 13, entitas dapat meningkatkan kredibilitas dan keandalan informasi keuangan yang disajikan, sehingga mendukung pengambilan keputusan yang lebih baik oleh pengguna laporan keuangan.

C. Market Value dan Relevansinya dalam Pasar Modal

Market value atau nilai pasar adalah harga yang tercatat atau harga yang diterima dalam transaksi jual beli di pasar terbuka untuk suatu aset atau kewajiban. Dalam konteks pasar modal, *market value* mengacu pada harga pasar yang tercatat untuk saham, obligasi, atau instrumen keuangan lainnya yang diperdagangkan di bursa. Nilai pasar ini mencerminkan persepsi investor terhadap nilai suatu perusahaan atau instrumen berdasarkan informasi yang tersedia di pasar. Sebagai hasilnya, *market value* sering dianggap sebagai representasi terbaik dari nilai suatu perusahaan pada waktu tertentu karena mencakup penilaian pasar yang dinamis dan dipengaruhi oleh berbagai faktor eksternal.

Market value berperan yang sangat penting dalam pasar modal karena mempengaruhi keputusan investasi, memberikan informasi kepada manajer perusahaan, serta berfungsi sebagai indikator kondisi pasar. Konsep ini juga memiliki relevansi yang besar dalam hal likuiditas, analisis valuasi, dan pengambilan keputusan oleh investor. Dalam bagian ini, kita akan membahas secara mendalam pengertian

market value, faktor-faktor yang mempengaruhinya, serta relevansi dan peranannya dalam pasar modal.

1. Pengertian dan Konsep *Market Value* dalam Pasar Modal

Market value dalam pasar modal berperan penting dalam merepresentasikan nilai dari suatu instrumen keuangan yang diperdagangkan secara terbuka. Nilai ini tidak ditentukan secara internal oleh perusahaan, tetapi dibentuk oleh kekuatan pasar yang melibatkan interaksi antara penawaran dan permintaan dari para investor. Dalam konteks saham, *market value* tercermin dari harga saham yang ditampilkan di bursa efek dan dapat berubah setiap saat mengikuti dinamika pasar. Perubahan tersebut sangat dipengaruhi oleh ekspektasi dan sentimen pelaku pasar terhadap perusahaan maupun terhadap kondisi ekonomi secara keseluruhan. Oleh karena itu, *market value* sering dianggap sebagai refleksi yang paling mutakhir atas bagaimana pasar memandang nilai dan potensi suatu perusahaan dalam menciptakan laba dan pertumbuhan di masa depan.

Menurut pandangan yang dikemukakan oleh Brealey, Myers, dan Allen (2019), *market value* adalah nilai suatu aset atau kewajiban yang dibentuk melalui transaksi di pasar aktif dan mencerminkan harga yang disepakati oleh pihak-pihak independen. Dalam pasar modal yang efisien, informasi-informasi penting dan relevan tentang perusahaan akan dengan cepat terefleksi dalam harga pasar sahamnya. Ini berarti bahwa harga saham di bursa akan mencerminkan informasi seperti kinerja keuangan, strategi pertumbuhan, perkembangan industri, serta kejadian makroekonomi yang berpengaruh terhadap prospek bisnis perusahaan tersebut. Harga pasar juga mencerminkan risiko yang dihadapi perusahaan, termasuk risiko operasional, risiko regulasi, maupun risiko global seperti perubahan suku bunga atau ketegangan geopolitik.

Market value tidak hanya relevan bagi investor individu, tetapi juga bagi institusi keuangan, analis pasar, regulator, dan manajemen perusahaan itu sendiri. Investor menggunakan *market value* sebagai salah satu indikator utama dalam menilai kelayakan suatu investasi, baik untuk jangka pendek maupun jangka panjang. Analis pasar mengandalkan data harga pasar untuk melakukan penilaian terhadap performa saham, menilai underpricing atau overpricing, serta memberikan rekomendasi investasi. Di sisi lain, regulator seperti otoritas

pasar modal menggunakan data *market value* untuk memantau stabilitas sistem keuangan dan mendeteksi potensi gejolak yang bisa berdampak sistemik. Sementara itu, manajemen perusahaan menggunakan informasi *market value* sebagai tolok ukur eksternal terhadap persepsi pasar mengenai strategi dan kinerja yang diterapkan.

Ketika pasar modal bekerja secara efisien, *market value* memberikan sinyal harga yang kredibel dan dapat dipercaya oleh semua pelaku pasar. Efisiensi pasar ini berarti bahwa seluruh informasi yang tersedia telah tercermin dalam harga saham sehingga tidak ada pelaku pasar yang secara konsisten dapat memperoleh keuntungan abnormal melalui eksploitasi informasi publik. Dalam kondisi demikian, *market value* menjadi indikator yang akurat terhadap nilai intrinsik perusahaan. Namun dalam kenyataannya, efisiensi pasar tidak selalu sempurna. Terdapat kemungkinan bahwa harga pasar mengalami distorsi karena adanya spekulasi, asimetri informasi, atau intervensi eksternal. Distorsi ini dapat menyebabkan *market value* menyimpang dari nilai fundamental perusahaan, sehingga investor harus melakukan analisis yang lebih mendalam sebelum mengambil keputusan investasi.

Market value tetap merupakan elemen yang fundamental dalam pengambilan keputusan di pasar modal. Ia memberikan representasi kuantitatif tentang bagaimana nilai suatu entitas bisnis dipersepsikan oleh pasar dalam suatu titik waktu tertentu. Keberadaan data harga yang dapat diakses secara luas juga memberikan transparansi yang tinggi bagi seluruh pelaku pasar. Dengan memanfaatkan *market value* sebagai referensi, investor dapat melakukan perbandingan antar perusahaan dalam satu industri, mengukur kinerja portofolio investasi, dan menentukan strategi alokasi aset yang optimal. Oleh karena itu, memahami konsep *market value* serta faktor-faktor yang mempengaruhinya merupakan keharusan bagi siapa pun yang berkecimpung dalam dunia keuangan dan pasar modal.

2. Faktor yang Mempengaruhi *Market Value*

Fluktuasi *market value* suatu perusahaan di pasar modal dipengaruhi oleh berbagai faktor yang berasal baik dari dalam perusahaan maupun dari lingkungan eksternal yang lebih luas. Faktor-faktor ini dapat memberikan dampak signifikan terhadap harga saham dan nilai pasar perusahaan. Faktor internal mencakup elemen-elemen yang terkait langsung dengan kinerja perusahaan, sementara faktor

eksternal mencakup kondisi makroekonomi, peristiwa global, dan sentimen pasar yang lebih luas.

Salah satu faktor internal yang paling berpengaruh terhadap *market value* perusahaan adalah kinerja keuangan yang tercermin dari laporan keuangan perusahaan. Laba bersih, pendapatan, dan arus kas operasional yang positif biasanya akan memberikan sinyal baik bagi investor, yang akan berujung pada peningkatan harga saham. Ketika perusahaan menunjukkan hasil keuangan yang solid, investor akan lebih percaya pada prospek masa depan perusahaan, yang meningkatkan permintaan saham perusahaan tersebut. Sebaliknya, jika perusahaan melaporkan kinerja keuangan yang buruk atau tidak sesuai ekspektasi pasar, hal ini dapat menyebabkan penurunan harga saham dan menurunkan *market value*. Oleh karena itu, perusahaan dengan kinerja keuangan yang baik cenderung memiliki nilai pasar yang lebih tinggi karena investor cenderung menganggapnya sebagai investasi yang lebih aman dan menguntungkan.

Faktor sentimen dan persepsi investor juga sangat mempengaruhi *market value* suatu perusahaan. Persepsi pasar terhadap prospek jangka panjang perusahaan atau industri tertentu dapat membuat harga saham berfluktuasi secara signifikan. Misalnya, rumor tentang merger dan akuisisi (M&A), perubahan dalam struktur manajemen, atau strategi baru yang diumumkan oleh perusahaan dapat menciptakan ekspektasi di kalangan investor yang akhirnya mempengaruhi keputusan untuk membeli atau menjual saham perusahaan tersebut. Dalam beberapa kasus, meskipun faktor-faktor yang mendasari perusahaan tetap tidak berubah, rumor atau spekulasi dapat menyebabkan perubahan drastis dalam harga saham dan, pada gilirannya, *market value*. Oleh karena itu, persepsi pasar yang dipengaruhi oleh informasi atau ekspektasi investor memiliki dampak besar terhadap nilai pasar perusahaan.

Kondisi ekonomi makro juga berperan penting dalam menentukan *market value* suatu perusahaan. Perubahan dalam indikator ekonomi seperti tingkat suku bunga, inflasi, dan kebijakan moneter dapat mempengaruhi daya tarik investor terhadap saham perusahaan. Sebagai contoh, penurunan tingkat suku bunga biasanya akan meningkatkan daya tarik saham perusahaan, karena biaya pinjaman menjadi lebih murah dan potensi pengembalian investasi lebih tinggi. Dalam kondisi suku bunga rendah, investor mungkin akan lebih cenderung membeli saham dibandingkan dengan instrumen keuangan lainnya seperti obligasi yang

menawarkan bunga rendah. Demikian pula, kondisi inflasi yang rendah dapat menciptakan lingkungan ekonomi yang lebih stabil dan mendukung pertumbuhan perusahaan, yang pada gilirannya meningkatkan *market value*. Faktor-faktor ekonomi lainnya, seperti kebijakan fiskal atau kebijakan moneter yang diambil oleh pemerintah, juga dapat mempengaruhi keputusan investasi dan nilai pasar perusahaan.

Sektor industri tempat perusahaan beroperasi juga memiliki dampak signifikan terhadap *market value*. Sektor-sektor tertentu mungkin lebih sensitif terhadap perubahan dalam permintaan pasar, regulasi, dan perkembangan teknologi dibandingkan dengan sektor lainnya. Misalnya, sektor teknologi mungkin lebih dipengaruhi oleh inovasi dan kemajuan teknologi, yang dapat meningkatkan potensi pertumbuhannya, sementara sektor energi mungkin lebih dipengaruhi oleh harga komoditas dan kebijakan lingkungan. Perubahan dalam kebijakan pemerintah yang mempengaruhi suatu industri juga dapat memiliki dampak langsung pada nilai pasar perusahaan di sektor tersebut. Sebagai contoh, pengenalan regulasi yang lebih ketat di industri energi atau farmasi dapat menurunkan potensi profitabilitas perusahaan dalam sektor tersebut, yang akhirnya mengurangi *market value*.

Faktor eksternal lainnya yang dapat mempengaruhi *market value* adalah peristiwa geopolitik dan krisis ekonomi global. Ketidakpastian yang ditimbulkan oleh peristiwa-peristiwa tersebut dapat menurunkan kepercayaan investor terhadap pasar secara keseluruhan. Sebagai contoh, ketegangan politik internasional, seperti perang atau perang dagang antara negara besar, dapat meningkatkan risiko investasi dan menyebabkan investor beralih dari aset berisiko tinggi, seperti saham, ke aset yang lebih aman seperti emas atau obligasi pemerintah. Krisis keuangan global atau resesi ekonomi juga dapat mempengaruhi *market value*, karena perusahaan akan menghadapi tekanan lebih besar dalam mempertahankan profitabilitas dan arus kas di tengah ketidakpastian ekonomi. Dampak dari peristiwa eksternal ini seringkali lebih besar pada perusahaan yang bergantung pada perdagangan internasional atau yang memiliki eksposur terhadap mata uang asing atau pasar global.

D. *Book Value* dan Keterbatasannya dalam Penilaian Perusahaan

Book value atau nilai buku adalah nilai suatu aset atau perusahaan yang tercatat dalam pembukuan keuangan berdasarkan prinsip akuntansi yang berlaku. Dalam konteks perusahaan, *book value* sering kali merujuk pada nilai ekuitas yang tercatat dalam neraca perusahaan, yang dihitung dengan mengurangi total kewajiban dari total aset. Dalam pengertian yang lebih sederhana, *book value* adalah nilai yang tercatat untuk aset atau kewajiban perusahaan berdasarkan biaya historis yang disesuaikan dengan depresiasi atau amortisasi, tanpa mempertimbangkan fluktuasi pasar atau nilai pasar saat ini.

Sebagai ukuran akuntansi, *book value* memberikan gambaran tentang nilai yang diakui oleh perusahaan berdasarkan catatan keuangannya, namun sering kali tidak mencerminkan nilai pasar yang sebenarnya dari aset atau perusahaan. Meskipun demikian, *book value* tetap digunakan dalam berbagai analisis keuangan dan pengambilan keputusan investasi sebagai indikator awal dalam menilai perusahaan, terutama ketika investor ingin mengevaluasi apakah saham perusahaan diperdagangkan di bawah nilai buku atau tidak. Namun, meskipun *book value* merupakan ukuran penting dalam pelaporan keuangan, ia memiliki keterbatasan tertentu dalam konteks penilaian perusahaan, yang perlu dipahami oleh investor dan analis keuangan. Dalam bagian ini, kita akan membahas lebih lanjut tentang konsep *book value*, penerapannya dalam penilaian perusahaan, serta keterbatasan-keterbatasannya yang harus diperhatikan dalam proses analisis.

1. Pengertian dan Konsep *Book Value*

Book value adalah nilai yang tercatat dalam pembukuan akuntansi perusahaan dan mencerminkan jumlah yang tersisa setelah mengurangi total kewajiban dari total aset perusahaan. Ini mencakup aset fisik yang dihitung berdasarkan biaya historis dikurangi dengan depresiasi yang terakumulasi, serta aset tidak berwujud seperti goodwill atau hak paten yang dihitung berdasarkan biaya perolehan yang disesuaikan dengan amortisasi. Penggunaan *book value* membantu investor menilai jumlah ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan berdasarkan data yang tercatat dalam laporan keuangan, memberikan

gambaran tentang berapa banyak nilai yang tersisa setelah membayar kewajiban.

Rumus dasar untuk menghitung *book value* adalah mengurangkan total kewajiban perusahaan dari total aset yang dimilikinya. Dalam konteks saham, ini sering digunakan oleh investor untuk mengevaluasi apakah harga saham perusahaan diperdagangkan di bawah atau di atas nilai bukunya. Jika harga saham lebih rendah dari *book value*, investor dapat melihatnya sebagai indikasi bahwa saham tersebut undervalued, yang memberikan peluang untuk membeli saham dengan harga yang relatif murah. Harapan investor adalah bahwa seiring waktu, harga pasar saham akan mendekati atau melampaui nilai buku perusahaan ketika kinerjanya meningkat.

Meskipun *book value* memberikan informasi yang bermanfaat, terdapat beberapa keterbatasan dalam penggunaannya sebagai satu-satunya indikator untuk penilaian perusahaan. Salah satu keterbatasannya adalah bahwa nilai buku didasarkan pada harga perolehan aset, bukan nilai pasar saat ini. Hal ini berarti *book value* tidak selalu mencerminkan nilai sebenarnya dari aset atau kewajiban, terutama untuk perusahaan yang memiliki banyak aset tidak berwujud atau yang beroperasi di sektor yang sangat bergantung pada inovasi dan perkembangan pasar.

Keterbatasan lainnya adalah bahwa *book value* tidak memperhitungkan potensi pertumbuhan atau profitabilitas masa depan perusahaan. Sebuah perusahaan yang sedang dalam fase pertumbuhan dengan prospek yang baik mungkin memiliki nilai pasar yang jauh lebih tinggi daripada nilai bukunya, meskipun *book value* perusahaan tersebut rendah. Di sisi lain, perusahaan yang terpuruk dengan kinerja buruk mungkin masih memiliki nilai buku yang tinggi, tetapi tidak mencerminkan ketidakmampuannya untuk menghasilkan arus kas yang menguntungkan.

2. Keterbatasan *Book Value* dalam Penilaian Perusahaan

Salah satu keterbatasan utama dari *book value* adalah ketidakmampuannya untuk mencerminkan nilai pasar aktual dari aset yang dimiliki oleh perusahaan. *Book value* didasarkan pada biaya historis, yang berarti nilai yang tercatat dalam laporan keuangan perusahaan mencerminkan harga perolehan awal suatu aset, dikurangi dengan akumulasi depresiasi atau amortisasi. Namun, nilai pasar suatu

aset dapat sangat berbeda dari nilai yang tercatat di buku. Misalnya, sebuah pabrik yang telah dimiliki perusahaan selama beberapa tahun mungkin memiliki nilai pasar yang lebih tinggi atau lebih rendah dibandingkan dengan nilai tercatatnya, tergantung pada kondisi pasar, lokasi, atau perkembangan teknologi. Oleh karena itu, meskipun *book value* memberikan gambaran tentang posisi keuangan perusahaan pada suatu titik waktu, ia tidak dapat sepenuhnya mencerminkan nilai pasar sebenarnya dari aset yang dimiliki perusahaan pada saat itu.

Salah satu contohnya adalah properti yang sudah dimiliki perusahaan selama bertahun-tahun. Ketika harga properti naik tajam karena perkembangan daerah sekitarnya, nilai pasar properti tersebut bisa jauh lebih tinggi dari nilai buku yang tercatat di laporan keuangan. Sebaliknya, jika pasar properti sedang lesu, nilai pasar properti tersebut bisa lebih rendah dibandingkan nilai yang tercatat. Hal yang sama berlaku untuk peralatan dan mesin, di mana biaya perolehan awal sering kali tidak mencerminkan penurunan atau peningkatan nilai pasar seiring berjalannya waktu. Dalam hal ini, meskipun perusahaan mungkin tampak memiliki aset bernilai tinggi berdasarkan laporan keuangan, nilai pasar yang sebenarnya bisa jauh berbeda dan tidak tercermin dalam nilai buku.

Book value juga tidak memperhitungkan nilai dari aset tidak berwujud yang dimiliki oleh perusahaan. Aset tidak berwujud seperti merek dagang, paten, teknologi, dan keahlian manajerial bisa memberikan kontribusi yang signifikan terhadap daya saing dan nilai pasar perusahaan, tetapi umumnya tidak tercatat dalam nilai buku. Aset tidak berwujud ini sering kali sulit untuk dinilai secara akurat karena tidak memiliki harga pasar yang dapat diobservasi langsung, dan pengukuran nilai wajar untuk aset-aset ini sering kali dilakukan secara subjektif. Oleh karena itu, perusahaan dengan aset tidak berwujud yang bernilai besar mungkin memiliki nilai buku yang lebih rendah dari nilai pasar yang sebenarnya. Misalnya, perusahaan teknologi yang memiliki paten atau perangkat lunak canggih yang memberikan keuntungan kompetitif yang signifikan tidak akan mencatatkan nilai pasar paten tersebut dalam *book value*, meskipun kontribusinya terhadap perusahaan bisa sangat besar.

Keterbatasan lainnya adalah bahwa *book value* mengabaikan potensi pertumbuhan masa depan perusahaan. *Book value* hanya mencerminkan nilai aset dan kewajiban yang tercatat pada saat ini, yang

didasarkan pada biaya historis. Ia tidak mempertimbangkan potensi pendapatan masa depan, pengembangan produk baru, atau ekspansi pasar yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Sebagai contoh, sebuah perusahaan yang sedang dalam tahap pengembangan produk baru yang diperkirakan akan menjadi sangat menguntungkan di masa depan mungkin memiliki nilai buku yang rendah jika mengandalkan aset fisik yang terbatas. Namun, jika potensi pasar dan keuntungan masa depan dari produk tersebut dihitung, nilai pasar perusahaan akan jauh lebih tinggi dibandingkan nilai buku yang tercatat. Hal ini menunjukkan bahwa *book value* tidak dapat mencakup semua faktor yang dapat mempengaruhi nilai suatu perusahaan, terutama yang berkaitan dengan proyeksi masa depan.

Book value juga tidak mencerminkan likuiditas perusahaan, atau kemampuan perusahaan untuk mengubah asetnya menjadi kas. Beberapa aset yang tercatat dalam laporan keuangan mungkin memiliki nilai buku yang tinggi, tetapi tidak mudah untuk dijual atau diubah menjadi kas dalam waktu singkat. Aset seperti properti atau pabrik, meskipun tercatat dengan nilai yang tinggi, bisa saja sulit untuk dijual dalam waktu yang singkat tanpa mengorbankan harga jualnya. Dalam hal ini, meskipun perusahaan memiliki banyak aset bernilai tinggi berdasarkan *book value*, likuiditasnya bisa terbatas, yang pada gilirannya mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya. Oleh karena itu, investor perlu memperhatikan faktor likuiditas ini, yang tidak tercermin dalam nilai buku, saat menilai kesehatan keuangan perusahaan.

Pengaruh metode akuntansi yang digunakan perusahaan juga menjadi faktor penting dalam keterbatasan *book value*. Berbeda dengan nilai pasar yang dapat diobservasi langsung, *book value* bergantung pada metode akuntansi yang digunakan oleh perusahaan untuk mengukur nilai aset dan kewajiban. Misalnya, dalam pengukuran depresiasi aset tetap, perusahaan bisa menggunakan berbagai metode, seperti metode garis lurus atau saldo menurun ganda. Perbedaan dalam metode depresiasi ini dapat menyebabkan nilai buku yang tercatat di laporan keuangan berbeda, meskipun nilai pasar dari aset tersebut tidak terpengaruh oleh metode akuntansi yang digunakan. Hal ini menciptakan tantangan dalam membandingkan *book value* antar perusahaan yang mungkin menggunakan kebijakan akuntansi yang berbeda. Perbandingan *book value* antar perusahaan tanpa mempertimbangkan perbedaan metode

akuntansi dapat menghasilkan interpretasi yang keliru mengenai posisi keuangan masing-masing perusahaan.

Perusahaan yang beroperasi di sektor yang memiliki banyak aset tak berwujud atau berorientasi pada inovasi dan penelitian dan pengembangan (R&D) mungkin memiliki *book value* yang tidak mencerminkan nilai ekonomis yang sebenarnya dari perusahaan tersebut. Sebagai contoh, perusahaan teknologi atau farmasi yang menginvestasikan banyak sumber daya dalam riset dan pengembangan akan memiliki nilai buku yang terbatas jika hanya mengandalkan biaya perolehan historis dari aset yang tercatat. Meskipun demikian, nilai pasar perusahaan bisa jauh lebih tinggi karena prospek inovasi dan pertumbuhan yang dibawa ke pasar. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun *book value* memberikan gambaran yang berguna tentang posisi keuangan perusahaan saat ini, ia tidak cukup untuk menangkap nilai potensial dari perusahaan yang bergantung pada inovasi atau yang beroperasi di sektor dengan banyak aset tidak berwujud.

Dengan segala keterbatasan tersebut, *book value* masih tetap merupakan alat yang berguna dalam analisis keuangan dan penilaian perusahaan, tetapi tidak dapat digunakan sebagai satu-satunya dasar dalam pengambilan keputusan investasi. Investor harus mempertimbangkan faktor-faktor lain seperti prospek pertumbuhan masa depan, kondisi pasar, likuiditas, serta aset tidak berwujud yang mungkin dimiliki oleh perusahaan. Untuk mendapatkan gambaran yang lebih akurat tentang nilai suatu perusahaan, *book value* sebaiknya dipadukan dengan ukuran lain seperti nilai pasar, nilai wajar, dan rasio keuangan lainnya yang memberikan perspektif lebih komprehensif mengenai kondisi dan potensi perusahaan.

E. Studi Kasus Implementasi dalam Praktik

Studi kasus adalah salah satu cara untuk memahami dan mengaplikasikan teori ke dalam praktik dunia nyata, khususnya dalam konteks valuasi perusahaan. Dalam bab ini, kita akan mengkaji bagaimana konsep-konsep seperti *fair value*, *market value*, *book value*, dan *business valuation* diimplementasikan dalam praktik bisnis nyata. Studi kasus ini mencakup analisis beberapa perusahaan yang mengalami perubahan signifikan dalam nilai, baik karena faktor internal (seperti

perubahan kinerja keuangan atau manajerial) maupun faktor eksternal (seperti krisis ekonomi atau perubahan pasar).

Pada konteks perusahaan yang terdaftar di bursa saham, seperti perusahaan teknologi, manufaktur, atau energi, perusahaan sering kali mengalami fluktuasi besar dalam nilai pasar. Fluktuasi ini dapat dilihat dari pergerakan harga saham, yang mencerminkan persepsi investor terhadap potensi masa depan perusahaan. Penerapan teori valuasi dalam menganalisis pergerakan nilai perusahaan dapat dilakukan dengan berbagai pendekatan, termasuk pendekatan diskonto arus kas (*Discounted Cash Flow* – DCF), analisis perbandingan pasar, dan penilaian berdasarkan nilai buku. Melalui studi kasus, kita akan mengidentifikasi faktor-faktor kunci yang mempengaruhi keputusan valuasi perusahaan dan bagaimana hal itu dapat diterjemahkan menjadi keputusan strategis dalam dunia bisnis.

1. Studi Kasus: Perusahaan Energi yang Mengalami Penurunan Nilai

Salah satu contoh implementasi valuasi dalam praktik adalah penilaian terhadap perusahaan energi besar yang terdaftar di bursa. Misalnya, sebuah perusahaan energi yang memiliki aset besar dalam bentuk ladang minyak dan gas, namun mengalami penurunan nilai pasar yang signifikan akibat fluktuasi harga minyak global. Dalam studi kasus ini, kita akan membahas bagaimana konsep *market value* dan *book value* digunakan untuk mengevaluasi apakah perusahaan tersebut dihargai dengan wajar di pasar atau apakah perusahaan undervalued. Faktor-faktor yang mempengaruhi penurunan harga saham perusahaan ini, seperti perubahan kebijakan energi global dan dampak lingkungan, akan dianalisis dalam konteks metode valuasi yang tepat, termasuk dampaknya terhadap arus kas masa depan dan proyeksi harga komoditas. Proses Valuasi Perusahaan Energi:

- a. Pengumpulan Data Keuangan: Mengumpulkan laporan keuangan perusahaan yang mencakup neraca, laporan laba rugi, dan laporan arus kas, serta informasi terkait cadangan energi yang dimiliki perusahaan.
- b. Estimasi Arus Kas Masa Depan: Menggunakan proyeksi arus kas yang dihasilkan dari operasional perusahaan, yang dipengaruhi oleh harga minyak dan gas, serta biaya operasional dan investasi.

- c. Diskonto Arus Kas: Melakukan analisis menggunakan metode diskonto arus kas (DCF), dimana proyeksi arus kas masa depan didiskontokan dengan tingkat diskonto yang mencerminkan risiko dan biaya modal perusahaan.
- d. Penilaian Pasar: Membandingkan nilai pasar perusahaan dengan nilai buku untuk melihat apakah harga saham perusahaan mencerminkan nilai fundamental atau apakah perusahaan *undervalued* atau *overvalued*.

Hasil analisis ini dapat memberikan wawasan mengenai apakah perusahaan sedang diperdagangkan dengan harga yang wajar, serta apakah investor harus mempertimbangkan untuk membeli atau menjual saham tersebut.

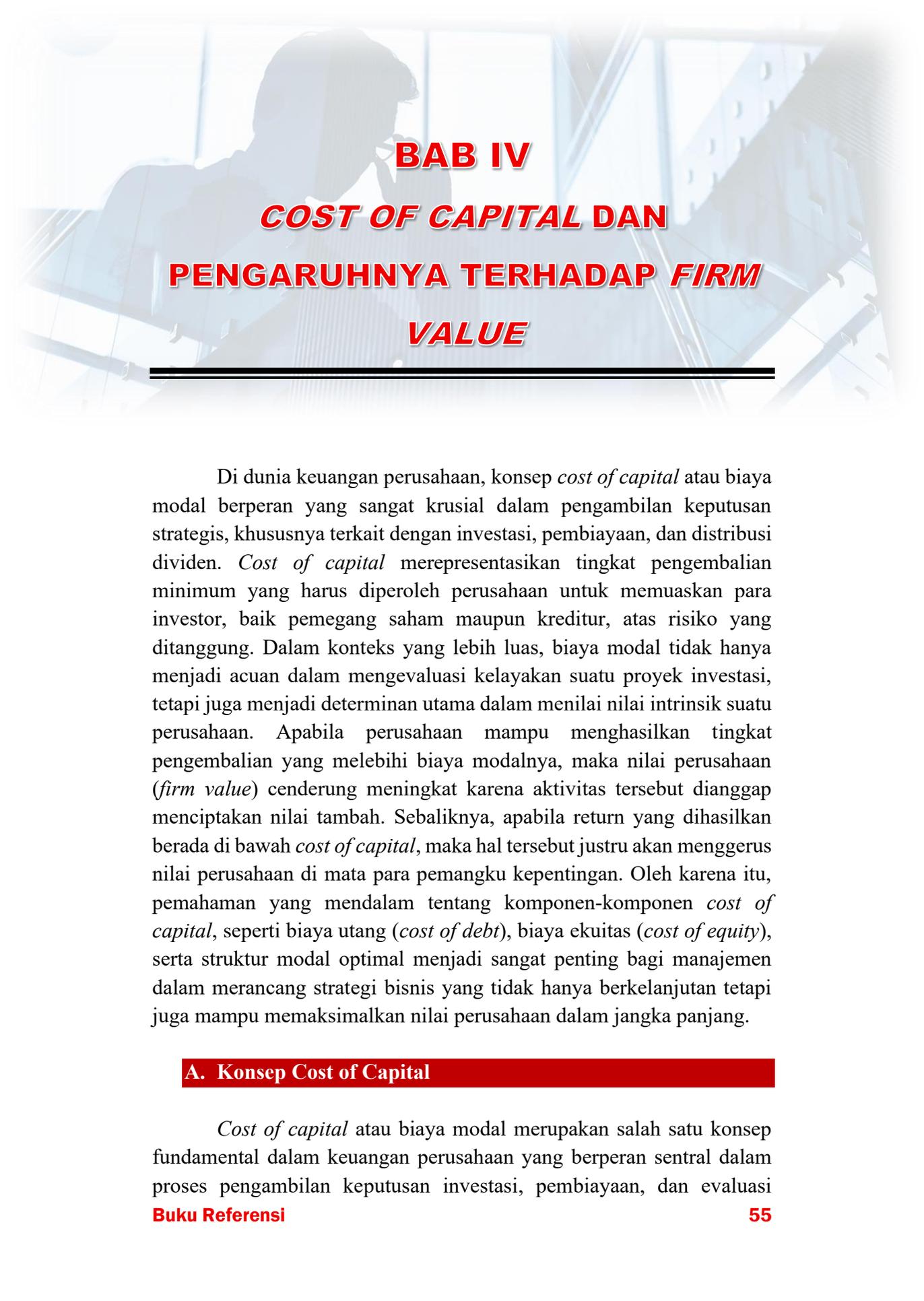
2. Studi Kasus: Perusahaan Teknologi yang Mengalami Kenaikan Nilai

Studi kasus lain dapat melibatkan perusahaan teknologi besar yang mengalami kenaikan signifikan dalam nilai pasar karena inovasi baru atau akuisisi strategis. Misalnya, sebuah perusahaan yang baru saja mengembangkan produk baru yang revolusioner atau berhasil mengakuisisi startup dengan teknologi baru yang dapat meningkatkan daya saing. Dalam kasus ini, *market value* perusahaan sering kali meningkat tajam karena investor berharap perusahaan tersebut akan menghasilkan keuntungan yang signifikan di masa depan.

Proses Valuasi Perusahaan Teknologi:

- a. Analisis Pendapatan dan Proyeksi Pertumbuhan: Mengidentifikasi potensi pendapatan yang dihasilkan oleh produk baru atau teknologi yang diakuisisi. Hal ini mencakup analisis pasar, ukuran pasar yang tersedia, dan potensi penetrasi pasar.
- b. Evaluasi Dampak Akuisisi: Menggunakan metode valuasi untuk menilai apakah akuisisi startup atau teknologi baru memberikan nilai tambah yang signifikan bagi perusahaan. Hal ini termasuk melakukan evaluasi terhadap biaya akuisisi dan integrasi, serta proyeksi sinergi yang dapat diperoleh.
- c. Penilaian berdasarkan Perbandingan Pasar: Melakukan analisis perbandingan pasar dengan membandingkan rasio valuasi perusahaan tersebut (seperti rasio P/E atau P/S) dengan perusahaan sejenis dalam industri yang sama.

Pada studi kasus ini, akan membahas bagaimana *market value* dipengaruhi oleh faktor eksternal seperti ekspektasi investor terhadap produk atau teknologi baru dan bagaimana *book value* yang lebih rendah mungkin tidak mencerminkan potensi jangka panjang perusahaan.



BAB IV

COST OF CAPITAL DAN

PENGARUHNYA TERHADAP FIRM

VALUE

Di dunia keuangan perusahaan, konsep *cost of capital* atau biaya modal berperan yang sangat krusial dalam pengambilan keputusan strategis, khususnya terkait dengan investasi, pembiayaan, dan distribusi dividen. *Cost of capital* merepresentasikan tingkat pengembalian minimum yang harus diperoleh perusahaan untuk memuaskan para investor, baik pemegang saham maupun kreditur, atas risiko yang ditanggung. Dalam konteks yang lebih luas, biaya modal tidak hanya menjadi acuan dalam mengevaluasi kelayakan suatu proyek investasi, tetapi juga menjadi determinan utama dalam menilai nilai intrinsik suatu perusahaan. Apabila perusahaan mampu menghasilkan tingkat pengembalian yang melebihi biaya modalnya, maka nilai perusahaan (*firm value*) cenderung meningkat karena aktivitas tersebut dianggap menciptakan nilai tambah. Sebaliknya, apabila return yang dihasilkan berada di bawah *cost of capital*, maka hal tersebut justru akan menggerus nilai perusahaan di mata para pemangku kepentingan. Oleh karena itu, pemahaman yang mendalam tentang komponen-komponen *cost of capital*, seperti biaya utang (*cost of debt*), biaya ekuitas (*cost of equity*), serta struktur modal optimal menjadi sangat penting bagi manajemen dalam merancang strategi bisnis yang tidak hanya berkelanjutan tetapi juga mampu memaksimalkan nilai perusahaan dalam jangka panjang.

A. Konsep Cost of Capital

Cost of capital atau biaya modal merupakan salah satu konsep fundamental dalam keuangan perusahaan yang berperan sentral dalam proses pengambilan keputusan investasi, pembiayaan, dan evaluasi

kinerja. Konsep ini mengacu pada tingkat pengembalian minimum yang harus dihasilkan oleh suatu proyek atau perusahaan untuk memenuhi harapan para investor dan kreditor, sesuai dengan tingkat risiko yang melekat. Secara garis besar, *cost of capital* merupakan cerminan dari biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk memperoleh dana dari berbagai sumber, baik dari ekuitas, utang, maupun preferensi lainnya. Dalam konteks ini, pemahaman yang komprehensif terhadap *cost of capital* menjadi penting karena secara langsung mempengaruhi keputusan strategis dan nilai perusahaan secara keseluruhan (Brigham & Ehrhardt, 2014).

1. Komponen dan Struktur *Cost of Capital*

Cost of capital adalah konsep penting dalam dunia keuangan yang menggambarkan biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk memperoleh dana yang digunakan dalam operasi atau ekspansi bisnisnya. Dalam struktur permodalan perusahaan, *cost of capital* bukan hanya sekadar biaya yang dibayar kepada kreditor atau pemegang saham, tetapi juga merupakan ukuran yang sangat relevan dalam pengambilan keputusan investasi. Konsep ini terkait erat dengan risiko yang dihadapi perusahaan dalam memperoleh dana dari berbagai sumber, baik itu utang (*debt*) maupun ekuitas (*equity*). Oleh karena itu, untuk menghitung *cost of capital* secara tepat, perusahaan perlu mempertimbangkan faktor-faktor seperti tingkat bunga utang, risiko perusahaan, serta potensi pengembalian yang diharapkan oleh investor.

Cost of debt merujuk pada biaya yang timbul akibat penggunaan utang oleh perusahaan. Pinjaman yang diambil perusahaan, baik dalam bentuk obligasi, pinjaman bank, atau bentuk lainnya, memiliki biaya yang terkait dengan tingkat bunga yang harus dibayar kepada pemberi pinjaman. Bunga yang dibayar atas utang ini akan menjadi beban perusahaan dan mempengaruhi pengeluaran operasional. Namun, karena bunga utang dapat dikurangkan dari pajak, perusahaan sering kali menganggapnya sebagai sumber pendanaan yang lebih efisien dibandingkan dengan ekuitas. Keuntungan pajak ini memberikan insentif bagi perusahaan untuk memanfaatkan utang dalam struktur permodalannya, meskipun penggunaan utang yang berlebihan dapat meningkatkan risiko keuangan perusahaan. Oleh karena itu, pengelolaan utang yang hati-hati dan bijaksana menjadi sangat penting bagi kelangsungan dan pertumbuhan perusahaan.

Cost of equity adalah biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan untuk memperoleh modal dari pemegang saham. Berbeda dengan utang, ekuitas tidak memiliki kewajiban untuk membayar bunga, namun pemegang saham mengharapkan tingkat pengembalian tertentu yang sebanding dengan risiko yang dihadapi dengan berinvestasi dalam saham perusahaan. Para investor ekuitas mempertimbangkan berbagai faktor dalam menentukan tingkat pengembalian yang diinginkan, seperti potensi pertumbuhan perusahaan, stabilitas finansial, dan prospek industri tempat perusahaan beroperasi. Salah satu cara untuk menghitung *cost of equity* adalah melalui *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yang mengasumsikan bahwa risiko pasar keseluruhan berpengaruh terhadap tingkat pengembalian yang diminta oleh investor. Model ini menggabungkan risiko bebas (seperti hasil obligasi pemerintah) dan premi risiko pasar untuk memberikan gambaran tentang apa yang diharapkan investor dalam hal return yang wajar atas investasi.

Langkah selanjutnya adalah menghitung *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), yang merupakan rata-rata tertimbang dari kedua biaya tersebut, dengan memperhatikan proporsi masing-masing dalam struktur permodalan perusahaan. WACC merupakan indikator kunci dalam menilai efektivitas dan efisiensi struktur permodalan perusahaan. Sebagai contoh, apabila sebuah perusahaan lebih banyak didanai oleh utang, maka biaya utang (yang biasanya lebih rendah dibandingkan biaya ekuitas) akan lebih dominan dalam perhitungan WACC, sehingga menghasilkan tingkat biaya modal yang lebih rendah. Sebaliknya, jika perusahaan lebih banyak mengandalkan ekuitas, WACC akan cenderung lebih tinggi. Oleh karena itu, WACC berperan penting dalam menentukan seberapa besar biaya modal yang harus ditanggung perusahaan dalam mengoptimalkan struktur pendanaannya. Ini juga mempengaruhi pengambilan keputusan investasi, seperti dalam penggunaan model *Discounted Cash Flow* (DCF) untuk menilai nilai sekarang dari arus kas masa depan.

WACC sering digunakan sebagai discount rate dalam model penilaian investasi seperti DCF. Ketika perusahaan mempertimbangkan proyek baru atau akuisisi, akan mendiskontokan proyeksi arus kas masa depan menggunakan WACC untuk menentukan nilai sekarang bersih dari proyek tersebut. Jika WACC perusahaan rendah, maka nilai sekarang dari arus kas masa depan akan lebih besar, yang menunjukkan bahwa proyek tersebut mungkin lebih menguntungkan. Sebaliknya, jika

WACC tinggi, maka nilai sekarang dari arus kas masa depan akan lebih rendah, yang berarti proyek tersebut mungkin tidak layak dari segi finansial. Oleh karena itu, WACC bukan hanya mencerminkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan, tetapi juga memberikan indikasi mengenai kelayakan investasi dan potensi pertumbuhan perusahaan di masa depan. Semakin rendah WACC, semakin besar kemungkinan perusahaan dapat menciptakan nilai yang lebih besar bagi pemegang saham.

Struktur permodalan perusahaan, yang mencakup proporsi utang dan ekuitas dalam pembiayaan operasi dan ekspansinya, memiliki dampak yang signifikan terhadap WACC. Setiap perusahaan memiliki kebijakan pembiayaan yang berbeda, tergantung pada berbagai faktor seperti kondisi pasar, industri tempat beroperasi, dan kebutuhan modal untuk pertumbuhan. Perusahaan yang lebih mengandalkan utang dalam struktur permodalannya akan cenderung memiliki WACC yang lebih rendah karena biaya utang biasanya lebih rendah daripada biaya ekuitas. Namun, penggunaan utang yang berlebihan dapat meningkatkan risiko keuangan perusahaan, yang dapat meningkatkan *cost of equity* dan, pada akhirnya, WACC. Oleh karena itu, perusahaan harus mempertimbangkan dengan hati-hati campuran antara utang dan ekuitas yang optimal untuk memastikan bahwa biaya modal tetap rendah sambil meminimalkan risiko keuangan yang mungkin timbul.

Perusahaan perlu mempertimbangkan faktor eksternal yang mempengaruhi *cost of capital*, seperti kondisi ekonomi makro dan kebijakan moneter yang diterapkan oleh pemerintah. Tingkat suku bunga yang ditetapkan oleh bank sentral dapat mempengaruhi *cost of debt*, sementara perubahan dalam pasar modal atau risiko sistemik dapat mempengaruhi *cost of equity*. Misalnya, dalam kondisi ekonomi yang tidak stabil atau saat tingkat bunga tinggi, perusahaan mungkin akan menghadapi biaya utang yang lebih tinggi. Demikian pula, investor mungkin akan menuntut tingkat pengembalian yang lebih tinggi pada ekuitas jika menganggap risiko pasar meningkat. Oleh karena itu, perusahaan harus memonitor faktor-faktor eksternal ini dan menyesuaikan struktur permodalannya untuk tetap dapat mengelola *cost of capital* secara efektif.

Untuk meningkatkan pemahaman mengenai pengaruh WACC terhadap nilai perusahaan, penting untuk menyadari bahwa WACC tidak hanya dipengaruhi oleh struktur permodalan perusahaan, tetapi juga oleh

faktor internal dan eksternal yang mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Misalnya, perusahaan yang memiliki risiko operasional yang tinggi atau menghadapi persaingan ketat di industrinya mungkin akan menghadapi WACC yang lebih tinggi karena investor akan menuntut kompensasi yang lebih besar untuk risiko tersebut. Di sisi lain, perusahaan dengan kinerja yang stabil dan prospek yang baik cenderung memiliki WACC yang lebih rendah, karena risiko yang terkait dengan investasi dianggap lebih rendah oleh investor. Oleh karena itu, pengelolaan risiko yang efektif, baik itu risiko operasional, pasar, atau keuangan, sangat penting dalam menjaga WACC pada tingkat yang kompetitif.

2. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Cost of Capital*

Cost of capital merupakan elemen penting dalam pengambilan keputusan finansial di setiap perusahaan. Faktor internal dan eksternal mempengaruhi perhitungan dan struktur *cost of capital* perusahaan. Sebagai indikator biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk mendapatkan dana, *cost of capital* menjadi sangat krusial dalam mengoptimalkan strategi pembiayaan dan pertumbuhan perusahaan. Setiap perusahaan berusaha untuk memperoleh modal dengan biaya yang efisien, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan memberikan pengembalian yang optimal kepada pemegang saham. Struktur modal perusahaan, yang terdiri dari utang dan ekuitas, menjadi komponen utama yang memengaruhi besaran biaya modal ini. Setiap keputusan yang dibuat terkait proporsi antara keduanya akan mempengaruhi tingkat *cost of capital* dan pada gilirannya, nilai perusahaan.

Salah satu faktor yang mempengaruhi *cost of capital* adalah struktur modal perusahaan. Struktur modal yang optimal adalah titik di mana perusahaan memperoleh biaya modal yang paling efisien, yang sering kali dikenal dengan teori trade-off. Teori ini mengemukakan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal dapat menurunkan WACC karena adanya keuntungan pajak atas bunga utang yang dibayar perusahaan. Namun, penggunaan utang yang berlebihan dapat berisiko meningkatkan biaya ekuitas. Ini terjadi karena tingginya tingkat utang (*leverage*) meningkatkan risiko kebangkrutan, yang menyebabkan investor menuntut tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk kompensasi risiko yang dihadapi. Oleh karena itu, terdapat titik

keseimbangan antara keuntungan pajak yang diberikan oleh utang dan peningkatan risiko yang timbul dari peningkatan leverage. Jika proporsi utang terlalu tinggi, maka meskipun WACC menurun, *cost of equity* akan meningkat tajam karena investor akan menilai perusahaan lebih berisiko. Dengan demikian, pemahaman terhadap trade-off ini sangat penting dalam menentukan struktur modal yang optimal bagi perusahaan.

Risiko bisnis dan risiko keuangan juga memiliki dampak besar terhadap *cost of capital*. Risiko bisnis merujuk pada ketidakpastian yang terkait dengan operasi dan arus kas perusahaan. Sebuah perusahaan yang bergantung pada pasar yang stabil dengan pendapatan yang dapat diprediksi, seperti perusahaan utilitas, cenderung memiliki biaya modal yang lebih rendah. Hal ini karena investor menilai perusahaan dengan risiko yang lebih rendah, sehingga tidak membutuhkan pengembalian yang terlalu tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang beroperasi dalam industri yang sangat volatil, seperti perusahaan startup teknologi, sering kali menghadapi risiko bisnis yang lebih tinggi. Ketidakpastian dalam proyeksi pendapatan dan fluktuasi besar dalam arus kas dapat membuat investor lebih berhati-hati, sehingga akan menuntut pengembalian yang lebih tinggi untuk menutupi risiko yang lebih besar. Risiko keuangan, yang berasal dari tingkat leverage perusahaan, juga berperan dalam meningkatkan biaya modal. Semakin tinggi tingkat utang yang digunakan perusahaan, semakin besar risiko keuangan yang ditanggung, yang pada akhirnya meningkatkan beta saham perusahaan. Beta yang lebih tinggi ini akan menyebabkan biaya ekuitas yang lebih besar, mengingat investor akan meminta kompensasi yang lebih besar atas risiko yang lebih tinggi.

Kondisi pasar dan ekonomi makro juga memiliki pengaruh signifikan terhadap *cost of capital*. Suku bunga yang ditetapkan oleh bank sentral menjadi salah satu faktor utama yang memengaruhi biaya utang perusahaan. Ketika tingkat suku bunga naik, biaya utang perusahaan juga akan meningkat, karena bunga yang dibayarkan atas utang akan lebih tinggi. Dalam situasi ini, perusahaan yang sebelumnya mampu mendapatkan pinjaman dengan bunga rendah akan menghadapi pengeluaran yang lebih besar untuk biaya utang, yang pada gilirannya meningkatkan *cost of capital* secara keseluruhan. Selain itu, tingkat suku bunga yang tinggi dapat menyebabkan perusahaan kesulitan dalam mendapatkan pendanaan tambahan karena investor akan mencari instrumen dengan return yang lebih tinggi di luar pasar saham atau

obligasi. Kenaikan suku bunga juga dapat meningkatkan *cost of equity*, karena investor akan menuntut tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk mengimbangi risiko yang lebih besar. Oleh karena itu, suku bunga yang tinggi cenderung merugikan perusahaan, terutama dalam hal pendanaan eksternal.

Inflasi juga menjadi faktor eksternal yang mempengaruhi *cost of capital*. Inflasi yang tinggi dapat menyebabkan biaya operasional perusahaan meningkat, sehingga menurunkan proyeksi laba dan arus kas masa depan. Investor cenderung menuntut tingkat pengembalian yang lebih tinggi ketika inflasi tinggi untuk memastikan bahwa nilai riil dari pengembalian tidak tergerus oleh kenaikan harga. Dalam kondisi inflasi yang tinggi, perusahaan yang beroperasi di sektor-sektor yang rentan terhadap fluktuasi harga, seperti perusahaan energi atau bahan baku, mungkin akan menghadapi peningkatan *cost of capital* yang lebih besar karena ketidakpastian dalam proyeksi pendapatan. Oleh karena itu, perusahaan perlu mempertimbangkan faktor inflasi dalam perencanaan keuangan dan pengambilan keputusan terkait pembiayaan.

Volatilitas pasar juga berperan dalam menentukan *cost of capital*. Ketika pasar saham atau pasar obligasi mengalami fluktuasi yang besar, investor menjadi lebih berhati-hati dalam berinvestasi. Ketidakpastian dalam pasar dapat menyebabkan peningkatan risk premium yang diminta oleh investor, yang pada gilirannya meningkatkan biaya ekuitas. Perusahaan yang beroperasi dalam industri yang sangat dipengaruhi oleh kondisi pasar, seperti perusahaan teknologi atau sektor konsumen, mungkin akan menghadapi peningkatan biaya modal selama periode volatilitas pasar yang tinggi. Dalam kondisi pasar yang tidak stabil, perusahaan dengan profil risiko yang lebih rendah akan lebih mudah mendapatkan pembiayaan dengan biaya yang lebih rendah, sementara perusahaan dengan risiko lebih tinggi harus menawarkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk menarik investor.

Reputasi perusahaan dan kinerjanya juga berperan penting dalam menentukan biaya modal. Perusahaan dengan reputasi yang baik dan kinerja finansial yang solid sering kali lebih mudah memperoleh pendanaan dengan biaya yang lebih rendah. Investor lebih cenderung berinvestasi dalam perusahaan yang telah terbukti memiliki kinerja yang stabil dan dapat diandalkan. Perusahaan yang memiliki rekam jejak yang baik dalam menghasilkan arus kas yang stabil dan memiliki hubungan yang kuat dengan kreditur atau pemegang saham biasanya memiliki *cost*

of capital yang lebih rendah karena dianggap lebih aman. Sebaliknya, perusahaan yang baru saja mengalami kesulitan finansial atau memiliki sejarah kinerja yang buruk mungkin akan menghadapi biaya modal yang lebih tinggi, karena investor akan menuntut pengembalian yang lebih tinggi untuk kompensasi atas risiko yang lebih besar. Peringkat kredit perusahaan, yang diberikan oleh lembaga pemeringkat seperti Moody's atau Standard & Poor's, juga memengaruhi biaya utang perusahaan. Perusahaan dengan peringkat kredit yang lebih tinggi akan mendapatkan bunga utang yang lebih rendah, sementara perusahaan dengan peringkat kredit yang lebih rendah akan dikenakan bunga yang lebih tinggi.

Tingkat pengembalian yang diinginkan oleh investor juga sangat bergantung pada persepsinya terhadap prospek perusahaan. Jika investor melihat bahwa perusahaan memiliki potensi pertumbuhan yang besar, mungkin akan menerima biaya ekuitas yang lebih rendah karena percaya bahwa pengembalian masa depan akan mengimbangi risiko yang dihadapi. Di sisi lain, jika investor percaya bahwa prospek perusahaan suram, akan menuntut pengembalian yang lebih tinggi untuk menutupi risiko tersebut. Oleh karena itu, perusahaan harus memiliki strategi komunikasi yang baik untuk menunjukkan potensi pertumbuhannya dan mengurangi ketidakpastian yang ada di mata investor.

B. Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Weighted Average Cost of Capital (WACC) merupakan konsep inti dalam keuangan perusahaan yang berfungsi sebagai alat ukur biaya keseluruhan dari modal yang digunakan perusahaan, baik berasal dari utang maupun ekuitas. WACC merepresentasikan tingkat pengembalian minimum yang harus diperoleh agar perusahaan dapat mempertahankan nilai ekonominya di mata investor dan pemangku kepentingan lainnya. Dalam praktiknya, WACC digunakan secara luas dalam analisis investasi, penilaian proyek, dan valuasi perusahaan. Ketika perusahaan melakukan investasi atau ekspansi, keputusan untuk melanjutkan atau tidak biasanya dibandingkan dengan WACC; jika tingkat pengembalian proyek lebih tinggi dari WACC, maka proyek dinilai menciptakan nilai (*value creation*), dan sebaliknya (Brigham & Ehrhardt, 2014). Oleh karena itu, pemahaman menyeluruh tentang konsep, komponen, serta cara penghitungan WACC sangat penting dalam manajemen keuangan strategis.

1. Komponen dan Penghitungan WACC

Weighted Average Cost of Capital (WACC) adalah ukuran yang digunakan untuk menentukan biaya rata-rata yang harus dikeluarkan perusahaan untuk mendapatkan pendanaan dari berbagai sumber, baik dari utang (*debt*) maupun ekuitas (*equity*). WACC sangat penting dalam penilaian perusahaan, karena digunakan sebagai tingkat diskonto dalam perhitungan nilai sekarang bersih (NPV) dari arus kas masa depan dalam model *Discounted Cash Flow* (DCF). WACC memberikan gambaran mengenai biaya modal perusahaan yang menggabungkan berbagai sumber pembiayaan yang ada, dengan mempertimbangkan proporsi masing-masing sumber dalam struktur modal perusahaan.

Formula dasar dari WACC adalah sebagai berikut:

$$WACC = \left(\frac{E}{V} \times K_e \right) + \left(\frac{D}{V} \times K_d \times (1 - T) \right)$$

Keterangan:

- E = Nilai ekuitas (*Equity*): Merupakan jumlah seluruh ekuitas yang dimiliki oleh pemegang saham perusahaan.
- D = Nilai utang (*Debt*): Merupakan jumlah total utang yang dimiliki perusahaan, baik itu utang jangka pendek maupun jangka panjang.
- V = Total nilai modal (*Value*): Merupakan total modal yang digunakan perusahaan, yaitu E + D.
- Ke = *Cost of equity*: Biaya yang diharapkan oleh pemegang saham sebagai kompensasi atas risiko yang ditanggung.
- Kd = *Cost of debt*: Biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk memperoleh utang.
- T = Tarif pajak perusahaan: Merupakan persentase pajak yang dikenakan pada penghasilan perusahaan.

WACC menggabungkan *cost of equity* dan *cost of debt* dengan mempertimbangkan bobot masing-masing sumber modal dalam struktur modal perusahaan. Pengaruh pajak hanya diperhitungkan pada biaya utang karena bunga utang dapat dikurangkan dari penghasilan kena pajak. Oleh karena itu, biaya utang yang tercatat dalam WACC akan

disesuaikan dengan tarif pajak untuk mencerminkan penghematan pajak yang diterima perusahaan.

Cost of equity (K_e) adalah tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham untuk berinvestasi di perusahaan. Salah satu metode yang paling umum digunakan untuk menghitung *cost of equity* adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). CAPM menggabungkan *risk-free rate*, beta saham perusahaan, dan premium risiko pasar. Formula dari CAPM adalah:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Keterangan:

- a. $R_f = \text{Risk-free rate}$: Merupakan tingkat pengembalian bebas risiko, yang biasanya dihitung berdasarkan imbal hasil obligasi pemerintah.
- b. $\beta = \text{Beta perusahaan}$: Mengukur sensitivitas saham perusahaan terhadap pergerakan pasar secara keseluruhan. Beta yang lebih tinggi menunjukkan risiko yang lebih besar, yang berarti perusahaan lebih volatil dibandingkan pasar.
- c. $R_m = \text{Expected return pasar}$: Merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan dari pasar secara keseluruhan, biasanya dihitung berdasarkan imbal hasil pasar saham secara rata-rata.

CAPM digunakan untuk menghitung *cost of equity* karena model ini mencerminkan premi risiko pasar dan sensitivitas perusahaan terhadap pasar. Jika perusahaan memiliki beta yang tinggi, artinya perusahaan lebih berisiko dan investor akan menuntut pengembalian yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko tersebut. Sebaliknya, perusahaan dengan beta yang lebih rendah memiliki risiko yang lebih kecil, sehingga *cost of equity*-nya lebih rendah.

Cost of debt (K_d) adalah biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh pendanaan dalam bentuk utang. Biaya ini dihitung berdasarkan tingkat bunga yang harus dibayar perusahaan atas utang yang diterbitkan atau dipinjamkan. *Cost of debt* dapat dihitung dengan cara yang relatif sederhana, yaitu dengan mengalikan tingkat bunga efektif utang perusahaan dengan $(1 - T)$, di mana T adalah tarif pajak yang berlaku untuk perusahaan.

Sebagai contoh, jika perusahaan menerbitkan obligasi dengan bunga 10% dan tarif pajak perusahaan sebesar 25%, maka *cost of debt* yang efektif adalah 7.5%. Perhitungan ini mencerminkan penghematan pajak yang diperoleh perusahaan dari pengurangan bunga utang yang dibayarkan, yang dapat mengurangi total biaya utang yang harus ditanggung oleh perusahaan. Oleh karena itu, *cost of debt* lebih rendah dari tingkat bunga nominal karena pengaruh pemotongan pajak.

2. Peran Strategis WACC dalam Manajemen Keuangan

Weighted Average Cost of Capital (WACC) memiliki peran yang sangat penting dalam manajemen keuangan, baik dalam konteks penilaian perusahaan, pengambilan keputusan investasi, maupun dalam pengelolaan struktur modal perusahaan. Dalam hal ini, WACC digunakan sebagai alat utama untuk menentukan biaya modal rata-rata yang dibutuhkan perusahaan untuk menghasilkan nilai yang optimal. WACC menggabungkan berbagai sumber pendanaan perusahaan, yaitu utang dan ekuitas, serta memperhitungkan proporsi masing-masing sumber dalam struktur modal yang ada. Oleh karena itu, pemahaman yang mendalam tentang WACC dapat memberikan wawasan yang berharga bagi para manajer keuangan dalam merencanakan dan mengambil keputusan strategis terkait pengelolaan keuangan perusahaan.

Pada metode valuasi, khususnya *Discounted Cash Flow* (DCF), WACC berperan kunci sebagai tingkat diskonto yang digunakan untuk menghitung nilai sekarang dari arus kas masa depan. Nilai sekarang dari perusahaan sangat bergantung pada ekspektasi penghasilan masa depan yang dihasilkan dari operasional perusahaan. Namun, nilai arus kas masa depan tersebut perlu didiskontokan menggunakan suatu tingkat bunga yang mencerminkan biaya modal yang digunakan perusahaan untuk memperoleh dana. WACC, yang mencerminkan biaya modal rata-rata perusahaan, adalah tingkat diskonto yang tepat untuk digunakan dalam menghitung nilai sekarang dari arus kas masa depan. Dalam hal ini, semakin rendah WACC, semakin besar nilai sekarang perusahaan, karena biaya modal yang lebih rendah berarti perusahaan dapat menghasilkan nilai yang lebih besar dari arus kas masa depan yang diharapkan. Sebaliknya, jika WACC tinggi, nilai sekarang dari perusahaan akan lebih rendah karena perusahaan akan menghadapi biaya modal yang lebih tinggi dalam mengelola arus kas masa depannya.

Pentingnya WACC dalam valuasi perusahaan dapat dilihat lebih jelas melalui dampaknya terhadap keputusan yang dibuat oleh investor dan analisis keuangan. Dalam menggunakan metode DCF untuk valuasi, investor akan mempertimbangkan WACC sebagai faktor utama yang mempengaruhi nilai perusahaan. Jika WACC terlalu tinggi, nilai sekarang dari arus kas masa depan akan terdiskonto dengan lebih besar, yang pada gilirannya akan menurunkan nilai perusahaan. Sebaliknya, dengan WACC yang lebih rendah, arus kas masa depan akan lebih dihargai, dan nilai perusahaan yang dihitung akan lebih tinggi. Oleh karena itu, peran WACC dalam menentukan nilai perusahaan sangat besar, dan dalam dunia investasi, WACC menjadi acuan utama untuk menilai apakah sebuah perusahaan undervalued atau overvalued berdasarkan analisis nilai sekarang dari arus kas masa depan.

WACC juga berfungsi sebagai dasar dalam mengoptimalkan struktur modal perusahaan. Struktur modal perusahaan merujuk pada komposisi antara utang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk membiayai operasionalnya. Dalam menentukan struktur modal yang optimal, perusahaan harus mempertimbangkan biaya masing-masing sumber pendanaan, yaitu *cost of debt* dan *cost of equity*, serta proporsi relatif antara keduanya. WACC digunakan untuk menghitung biaya modal rata-rata yang dibutuhkan perusahaan dalam memperoleh dana dari sumber-sumber tersebut. Oleh karena itu, perusahaan harus berusaha untuk menemukan kombinasi struktur modal yang menghasilkan WACC terendah. Struktur modal yang optimal tidak hanya dapat mengurangi biaya modal, tetapi juga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini sangat penting dalam pengelolaan keuangan perusahaan karena semakin rendah WACC, semakin besar potensi keuntungan yang dapat diperoleh perusahaan dari arus kas masa depan.

Teori Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa dalam pasar sempurna, struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Dalam model pasar sempurna, tidak ada pajak, tidak ada biaya kebangkrutan, dan tidak ada biaya agensi, sehingga struktur modal perusahaan tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Namun, dalam kenyataannya, pasar tidak sempurna, dan faktor-faktor seperti pajak dan biaya kebangkrutan dapat memengaruhi keputusan struktur modal perusahaan. Dalam hal ini, teori Modigliani dan Miller yang lebih lanjut mengakui bahwa penggunaan utang yang moderat dapat menurunkan WACC, karena bunga utang dapat dikurangkan dari pajak, sehingga

mengurangi biaya modal perusahaan. Namun, penggunaan utang yang berlebihan dapat meningkatkan risiko kebangkrutan dan biaya keuangan perusahaan, yang pada gilirannya dapat meningkatkan WACC. Oleh karena itu, perusahaan perlu mencari keseimbangan dalam penggunaan utang dan ekuitas untuk mencapai struktur modal yang optimal yang menghasilkan WACC terendah dan *firm value* tertinggi.

WACC juga memiliki peran strategis dalam penilaian kelayakan proyek investasi. Dalam mengevaluasi proyek investasi, perusahaan sering menggunakan *Internal Rate of Return* (IRR) sebagai indikator utama. IRR adalah tingkat pengembalian yang diharapkan dari sebuah proyek, dan perusahaan akan membandingkan IRR dengan WACC untuk menentukan apakah proyek tersebut layak dilaksanakan atau tidak. Jika IRR suatu proyek lebih tinggi dari WACC, maka proyek tersebut dianggap menguntungkan, karena pengembalian yang dihasilkan oleh proyek lebih tinggi daripada biaya modal yang dikeluarkan untuk mendanainya. Sebaliknya, jika IRR lebih rendah dari WACC, maka proyek tersebut akan mengurangi nilai perusahaan, karena pengembalian yang dihasilkan tidak cukup untuk menutupi biaya modal yang digunakan. Oleh karena itu, WACC berfungsi sebagai alat evaluasi untuk memutuskan apakah suatu proyek investasi layak dilakukan atau tidak.

WACC juga dapat membantu perusahaan dalam memprioritaskan proyek-proyek investasi yang paling menguntungkan. Ketika perusahaan memiliki beberapa proyek investasi yang harus dipilih, penggunaan WACC sebagai tingkat diskonto memungkinkan perusahaan untuk membandingkan nilai sekarang bersih (NPV) dari setiap proyek. Proyek dengan NPV positif dan IRR yang lebih tinggi dari WACC akan diprioritaskan, sementara proyek dengan NPV negatif atau IRR lebih rendah dari WACC akan dihindari. Dalam hal ini, WACC berfungsi sebagai alat pengelolaan risiko investasi yang membantu perusahaan untuk memilih proyek-proyek yang memiliki potensi untuk meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan.

WACC juga berperan penting dalam pengelolaan risiko keuangan perusahaan. Ketika perusahaan menghadapi ketidakpastian pasar atau fluktuasi ekonomi, WACC dapat digunakan untuk mengevaluasi dampak dari perubahan kondisi pasar terhadap biaya modal perusahaan. Misalnya, ketika suku bunga pasar meningkat, biaya utang perusahaan akan cenderung meningkat, yang pada gilirannya dapat meningkatkan WACC. Perusahaan yang mengelola WACC dengan baik

akan dapat mengidentifikasi dan mengurangi dampak perubahan suku bunga atau faktor eksternal lainnya terhadap biaya modal. Oleh karena itu, pemantauan dan pengelolaan WACC secara berkelanjutan sangat penting bagi perusahaan untuk menjaga daya saing dan kinerja keuangan yang stabil.

WACC berfungsi sebagai indikator yang sangat penting dalam strategi keuangan perusahaan. Baik dalam konteks valuasi, pengelolaan struktur modal, penilaian kelayakan proyek, maupun pengelolaan risiko, WACC memberikan panduan yang jelas tentang bagaimana perusahaan harus mengelola biaya modalnya untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Dengan memperhatikan dan mengelola WACC secara hati-hati, perusahaan dapat memastikan bahwa mengambil keputusan keuangan yang menguntungkan dan berkelanjutan di masa depan.

C. Cost of Equity dan Cost of Debt

Pada teori keuangan perusahaan, memahami dan mengukur secara tepat *Cost of Equity* dan *Cost of Debt* merupakan langkah krusial dalam penentuan *Cost of Capital* secara keseluruhan. Keduanya mencerminkan biaya yang harus ditanggung perusahaan atas penggunaan dana dari dua sumber utama: ekuitas (modal sendiri) dan utang (modal asing). Keputusan pendanaan perusahaan sangat dipengaruhi oleh perbedaan karakteristik serta risiko dari masing-masing sumber modal. Oleh karena itu, akurasi dalam menghitung *cost of equity* dan *cost of debt* tidak hanya akan memengaruhi struktur modal, tetapi juga berdampak langsung pada perhitungan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), yang pada akhirnya menentukan seberapa besar nilai yang bisa diciptakan oleh perusahaan bagi para pemegang saham (Brigham & Ehrhardt, 2014). Subbab ini akan membahas konsep, pendekatan pengukuran, serta tantangan dalam menaksir *cost of equity* dan *cost of debt* dengan mengacu pada literatur dan praktik terbaik dalam keuangan perusahaan.

1. Cost of Equity: Biaya Modal Sendiri

Cost of equity merupakan salah satu komponen utama dalam penghitungan biaya modal suatu perusahaan. Berbeda dengan biaya utang yang memiliki pengeluaran eksplisit dalam bentuk bunga, *cost of equity* lebih bersifat sebagai biaya kesempatan atau *opportunity cost*.

Artinya, biaya ini merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor sebagai kompensasi atas risiko yang diambil saat berinvestasi dalam saham perusahaan. Pemegang saham, sebagai pihak yang memiliki klaim terakhir terhadap aset perusahaan setelah semua kewajiban lainnya dilunasi, akan menuntut tingkat pengembalian yang lebih tinggi daripada kreditur. Hal ini disebabkan oleh tingginya risiko yang dihadapi, mengingat ketidakpastian terhadap pengembalian yang akan diperoleh dan posisinya dalam struktur klaim perusahaan.

Cost of equity tidak hanya sekedar angka yang mencerminkan imbal hasil yang diinginkan investor, tetapi juga menggambarkan ekspektasi terhadap potensi risiko dan imbal hasil dari perusahaan yang bersangkutan. Oleh karena itu, perhitungan *cost of equity* sangat dipengaruhi oleh berbagai faktor eksternal maupun internal perusahaan, yang mencakup kondisi pasar, stabilitas keuangan perusahaan, serta karakteristik industri tempat perusahaan beroperasi. Menentukan *cost of equity* yang akurat sangat penting karena hal ini akan menjadi salah satu bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi dan strategi keuangan perusahaan. Investor dan analis keuangan akan menggunakan *cost of equity* sebagai dasar untuk mengevaluasi apakah pengembalian yang dihasilkan oleh perusahaan cukup menarik dibandingkan dengan alternatif investasi lainnya yang memiliki tingkat risiko yang sebanding.

Pendekatan yang paling umum digunakan dalam menghitung *cost of equity* adalah *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Model ini didasarkan pada teori yang mengasumsikan hubungan linier antara tingkat risiko sistematis (atau risiko pasar) dan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor. Dengan menggunakan CAPM, investor dapat memperkirakan tingkat pengembalian yang dibutuhkan untuk mengkompensasi risiko yang terkait dengan investasi di saham perusahaan tertentu. Risiko sistematis perusahaan diukur dengan menggunakan beta, yang mencerminkan sensitivitas saham perusahaan terhadap pergerakan pasar secara keseluruhan. Semakin tinggi beta, semakin besar risiko sistematis perusahaan, dan dengan demikian, semakin tinggi pula tingkat pengembalian yang harus diberikan perusahaan kepada pemegang saham. Pendekatan ini sangat relevan dan sering digunakan karena kemampuannya untuk menggabungkan faktor-faktor eksternal seperti kondisi pasar dan tingkat pengembalian pasar yang diharapkan.

Meskipun CAPM banyak digunakan dalam praktik, terdapat beberapa model alternatif yang juga dapat digunakan untuk menghitung *cost of equity*. Salah satunya adalah *Dividend Discount Model (DDM)*, yang lebih cocok diterapkan pada perusahaan yang secara konsisten membayar dividen. Model ini mengasumsikan bahwa pengembalian yang diterima oleh investor berasal dari dividen yang dibayarkan oleh perusahaan. Dalam hal ini, *cost of equity* dihitung berdasarkan tingkat pengembalian yang diperoleh dari dividen yang diharapkan di masa depan serta tingkat pertumbuhan dividen tersebut. Meskipun model ini sangat berguna untuk perusahaan mapan yang memiliki kebijakan pembayaran dividen yang stabil, model ini kurang relevan untuk perusahaan yang tidak membayar dividen atau yang memiliki kebijakan dividen yang tidak konsisten. Dengan demikian, meskipun DDM memiliki keterbatasan, ia tetap berguna sebagai salah satu pendekatan yang lebih spesifik dalam menghitung *cost of equity*.

Pendekatan lain yang dapat digunakan adalah *Earnings Capitalization Approach*, yang mengukur *cost of equity* berdasarkan laba per saham (*Earnings Per Share* atau EPS) dan harga saham saat ini. Dalam model ini, *cost of equity* dihitung dengan membandingkan laba yang dihasilkan perusahaan dengan harga saham yang dibayar oleh investor. Meskipun pendekatan ini sederhana dan mudah dipahami, namun ia sering kali dianggap terlalu menyederhanakan karena tidak memperhitungkan pertumbuhan perusahaan atau risiko yang terkait dengan fluktuasi pasar. Oleh karena itu, meskipun dapat memberikan gambaran awal tentang *cost of equity*, model ini sebaiknya digunakan dengan hati-hati dan dalam konteks yang lebih terbatas, terutama ketika informasi tentang laba dan harga saham perusahaan sangat mudah diakses.

Ada banyak faktor yang dapat mempengaruhi tingkat *cost of equity* yang harus dibayar oleh perusahaan. Salah satunya adalah volatilitas pasar, yang mencerminkan ketidakpastian yang ada dalam pergerakan harga saham dan pasar secara keseluruhan. Semakin volatil pasar, semakin tinggi pula risiko yang dihadapi oleh investor, yang pada gilirannya akan menyebabkan *cost of equity* menjadi lebih tinggi. Hal ini dikarenakan investor akan meminta tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi potensi kerugian yang mungkin timbul akibat fluktuasi harga saham yang tajam. Selain itu, inflasi juga dapat mempengaruhi *cost of equity*, karena tingkat inflasi yang tinggi akan

mengurangi daya beli uang dan meningkatkan ketidakpastian ekonomi, sehingga investor akan mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk melindungi nilai investasi.

Leverage keuangan perusahaan juga merupakan faktor yang sangat mempengaruhi *cost of equity*. Ketika perusahaan menggunakan lebih banyak utang dalam struktur modalnya, tingkat risiko finansial yang dihadapi oleh pemegang saham akan meningkat. Hal ini dikarenakan kewajiban utang yang harus dibayar setiap periode menambah beban bagi perusahaan, yang dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang konsisten. Oleh karena itu, perusahaan dengan tingkat leverage yang lebih tinggi biasanya akan memiliki *cost of equity* yang lebih tinggi, karena investor akan menuntut kompensasi atas risiko keuangan tambahan yang dihadapi. Sebaliknya, perusahaan dengan struktur modal yang lebih konservatif, dengan proporsi utang yang lebih rendah, cenderung memiliki *cost of equity* yang lebih rendah, karena risiko yang dihadapi oleh investor lebih rendah.

Kebijakan dividen perusahaan juga dapat mempengaruhi *cost of equity*. Perusahaan yang memiliki kebijakan dividen yang stabil dan konsisten cenderung memiliki *cost of equity* yang lebih rendah, karena investor melihatnya sebagai perusahaan yang lebih stabil dan dapat diandalkan. Sebaliknya, perusahaan yang tidak membayar dividen atau yang memiliki kebijakan dividen yang tidak konsisten sering kali dilihat sebagai lebih berisiko, yang dapat menyebabkan investor menuntut pengembalian yang lebih tinggi. Selain itu, ekspektasi pertumbuhan perusahaan juga berperan penting dalam menentukan *cost of equity*. Perusahaan yang diharapkan tumbuh dengan cepat atau memiliki prospek pertumbuhan yang cerah biasanya akan memiliki *cost of equity* yang lebih rendah, karena investor bersedia menerima pengembalian yang lebih rendah dengan harapan bahwa nilai saham perusahaan akan meningkat seiring dengan pertumbuhannya.

Tingkat risiko industri juga memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *cost of equity*. Industri yang lebih stabil dan kurang sensitif terhadap perubahan ekonomi atau kondisi pasar cenderung memiliki *cost of equity* yang lebih rendah. Misalnya, perusahaan dalam industri utilitas yang memiliki pendapatan yang stabil dan dapat diprediksi biasanya akan menghadapi tingkat risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan dalam industri teknologi yang lebih volatil dan terpengaruh

oleh perubahan cepat dalam pasar dan teknologi. Oleh karena itu, perusahaan dalam industri yang lebih berisiko akan menghadapi *cost of equity* yang lebih tinggi, karena investor akan menuntut pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko tambahan yang dihadapi.

Cost of equity merupakan komponen penting dalam pengelolaan keuangan perusahaan dan pengambilan keputusan investasi. Menentukan *cost of equity* yang tepat sangat penting untuk memastikan bahwa perusahaan dapat menarik investor dengan imbal hasil yang sesuai dengan tingkat risiko yang ada. Berbagai pendekatan dan faktor yang mempengaruhi *cost of equity* memberikan pandangan yang lebih luas bagi manajer keuangan dalam merancang kebijakan modal dan strategi investasi perusahaan.

2. *Cost of Debt*: Biaya Modal Asing

Cost of debt adalah komponen penting dalam struktur modal perusahaan yang menggambarkan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh pendanaan melalui utang. Berbeda dengan ekuitas, yang tidak memiliki biaya eksplisit selain return yang diharapkan oleh investor, *cost of debt* muncul dalam bentuk bunga yang harus dibayar oleh perusahaan kepada kreditor atau investor obligasi. Bunga ini menjadi biaya tetap yang harus ditanggung oleh perusahaan terlepas dari keuntungan yang dihasilkan, menjadikannya beban yang cukup signifikan dalam pengelolaan keuangan perusahaan. Namun, salah satu kelebihan utama dari biaya utang adalah kemampuannya untuk memberikan penghematan pajak melalui deduksi bunga utang yang dibayar, atau lebih dikenal dengan istilah "*tax shield*". Oleh karena itu, dalam penghitungan WACC, *cost of debt* yang digunakan adalah *after-tax cost of debt*, yang mencerminkan pengaruh pajak terhadap biaya utang yang harus dibayar perusahaan.

Karakteristik utama dari *cost of debt* adalah sifatnya yang eksplisit dan tetap, yaitu berupa bunga yang dibayar oleh perusahaan pada interval tertentu, seperti kuartalan atau tahunan. Hal ini berbeda dengan *cost of equity* yang lebih bersifat imbal hasil yang diinginkan oleh investor yang bersifat variabel. Bunga utang, meskipun dapat berubah sesuai dengan kondisi pasar atau suku bunga, merupakan biaya yang lebih mudah diprediksi dibandingkan dengan return saham yang sangat dipengaruhi oleh volatilitas pasar. *Cost of debt* memiliki dua komponen penting: bunga yang dibayar kepada kreditor dan pengaruh

pajak, di mana bunga utang yang dibayar dapat dikurangkan dari pajak yang harus dibayar perusahaan. Oleh karena itu, perhitungan *cost of debt* dalam WACC mengharuskan penggunaan nilai setelah pajak (*after-tax*), yang mencerminkan penghematan yang diperoleh perusahaan melalui pengurangan pajak.

Perhitungan *cost of debt* yang akurat penting dalam merancang struktur modal yang optimal. Salah satu cara yang paling umum digunakan untuk menghitung *cost of debt* adalah dengan mengukur *yield to maturity* (YTM) dari obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan. YTM adalah tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor jika obligasi tersebut dibeli dan disimpan hingga jatuh tempo. Menggunakan YTM untuk menghitung *cost of debt* sangat berguna karena memberikan gambaran yang jelas tentang biaya yang harus dibayar perusahaan terhadap utang jangka panjangnya. Dalam perhitungan ini, tarif pajak juga harus diperhitungkan, karena bunga utang dapat dikurangkan dari pajak. Sebagai contoh, jika YTM untuk obligasi perusahaan adalah 10% dan tarif pajak yang berlaku adalah 25%, maka *after-tax cost of debt* akan dihitung sebagai 7.5%, dengan mempertimbangkan penghematan pajak yang diperoleh perusahaan. Hal ini menunjukkan bagaimana biaya utang dapat lebih rendah secara efektif setelah memperhitungkan manfaat pajak.

Perusahaan juga dapat menghitung *cost of debt* untuk utang baru yang berencana diterbitkan. Untuk utang baru, perhitungan *cost of debt* umumnya didasarkan pada estimasi tingkat bunga yang akan dikenakan pada utang tersebut. Proses ini melibatkan analisis terhadap kondisi pasar yang berlaku, termasuk tingkat suku bunga yang berlaku secara umum dan peringkat kredit perusahaan. Penerbitan utang baru sering kali disertai dengan biaya tambahan, seperti biaya penerbitan dan administrasi, yang juga harus dipertimbangkan dalam perhitungan *cost of debt*. Dalam hal ini, perusahaan harus memperkirakan suku bunga yang akan dikenakan berdasarkan kondisi pasar dan rating kredit perusahaan, serta biaya penerbitan yang diperlukan untuk mendapatkan dana. Oleh karena itu, perhitungan *cost of debt* untuk utang baru dapat menjadi lebih kompleks dibandingkan dengan utang yang sudah ada, karena faktor-faktor eksternal yang lebih dinamis.

Bagi perusahaan yang tidak memiliki data YTM yang tersedia, ada pendekatan alternatif yang dapat digunakan untuk menghitung *cost of debt*. Salah satu metode yang lebih sederhana adalah dengan

menggunakan total bunga yang dibayar oleh perusahaan dibagi dengan total utang yang dimilikinya, dan kemudian dikalikan dengan $(1 - T)$ untuk memperhitungkan efek pajak. Metode ini cukup berguna jika informasi lebih rinci mengenai utang perusahaan tidak tersedia, tetapi perhitungannya kurang akurat karena tidak memperhitungkan faktor waktu dan nilai uang saat ini (*time value of money*). Pendekatan ini hanya memberikan gambaran kasar tentang *cost of debt* perusahaan, tanpa memperhitungkan perubahan nilai uang dan perbedaan dalam suku bunga sepanjang durasi utang.

Ada banyak faktor yang mempengaruhi tingkat *cost of debt* yang harus dibayar oleh perusahaan. Salah satunya adalah rating kredit perusahaan, yang mencerminkan tingkat risiko kredit yang dihadapi oleh kreditor ketika memberikan pinjaman kepada perusahaan. Perusahaan dengan rating kredit yang baik akan dianggap lebih mampu membayar utang dan memiliki risiko kebangkrutan yang lebih rendah. Oleh karena itu, perusahaan dengan rating kredit yang lebih baik akan dapat memperoleh utang dengan bunga yang lebih rendah, karena investor atau kreditor merasa lebih aman dalam memberikan pinjaman. Sebaliknya, perusahaan dengan rating kredit yang buruk akan dikenakan suku bunga yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko yang lebih besar yang dihadapi oleh pemberi pinjaman.

Kondisi pasar modal juga berperan penting dalam menentukan *cost of debt*. Ketika kondisi pasar modal ketat atau suku bunga acuan meningkat, *cost of debt* untuk perusahaan cenderung meningkat karena kreditor akan menuntut pengembalian yang lebih tinggi untuk mengimbangi risiko yang lebih besar. Sebaliknya, ketika kondisi pasar modal lebih longgar dan suku bunga acuan rendah, biaya utang dapat lebih rendah. Perusahaan yang berencana untuk menerbitkan obligasi atau mengambil pinjaman dalam kondisi pasar yang tidak pasti harus mempertimbangkan potensi fluktuasi tingkat suku bunga dan dampaknya terhadap *cost of debt*.

Tingkat inflasi juga merupakan faktor yang mempengaruhi *cost of debt*. Ketika inflasi tinggi, nilai uang yang diterima oleh kreditor di masa depan akan lebih rendah dibandingkan dengan nilai uang yang diterima saat ini. Oleh karena itu, kreditor akan menuntut tingkat bunga yang lebih tinggi untuk mengimbangi dampak inflasi. Selain itu, ekspektasi makroekonomi juga dapat mempengaruhi biaya utang. Jika investor mengantisipasi resesi atau ketidakstabilan ekonomi, mungkin

akan menaikkan suku bunga untuk mengimbangi peningkatan risiko terkait dengan ketidakpastian ekonomi.

Jangka waktu utang dan jaminan (*collateral*) juga menjadi faktor penting dalam menentukan *cost of debt*. Utang jangka panjang biasanya memiliki *cost of debt* yang lebih tinggi dibandingkan dengan utang jangka pendek, karena risiko yang terkait dengan waktu yang lebih lama. Selain itu, pemberian jaminan pada utang dapat menurunkan risiko yang dihadapi oleh kreditor, yang dapat mengurangi *cost of debt*. Perusahaan yang menawarkan aset atau jaminan untuk utang cenderung mendapatkan suku bunga yang lebih rendah karena pemberi pinjaman merasa lebih aman.

D. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Cost of Capital*

Cost of capital merupakan elemen kunci dalam pengambilan keputusan keuangan, baik dalam konteks investasi, pembiayaan, maupun penilaian nilai perusahaan secara keseluruhan. Tingkat *cost of capital* yang digunakan perusahaan akan sangat menentukan apakah suatu proyek dianggap layak atau tidak, serta mempengaruhi penilaian investor terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, penting bagi perusahaan untuk memahami faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya *cost of capital* agar dapat mengelola struktur modal secara optimal dan menjaga daya saingnya. Faktor-faktor ini berasal dari aspek internal seperti struktur modal, risiko bisnis, dan kebijakan dividen, serta dari aspek eksternal seperti kondisi ekonomi makro, stabilitas pasar keuangan, tingkat suku bunga, dan risiko negara. Setiap faktor membawa dampak langsung maupun tidak langsung terhadap elemen *cost of equity*, *cost of debt*, dan *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* secara keseluruhan (Brealey, Myers, & Allen, 2019). Subbab ini akan membahas faktor-faktor tersebut dalam dua kelompok besar: faktor internal perusahaan dan faktor eksternal lingkungan ekonomi.

1. Faktor Internal Perusahaan

Faktor internal perusahaan sangat berpengaruh terhadap *cost of capital* yang dihadapi oleh sebuah perusahaan. Faktor-faktor ini mencakup kebijakan yang diterapkan oleh perusahaan, struktur organisasi, serta karakteristik internal yang mencerminkan bagaimana

perusahaan mengelola pendanaannya, risiko, dan hubungan dengan investor dan kreditur. Semua elemen ini saling berinteraksi dalam menentukan tingkat biaya modal yang akan dikenakan oleh perusahaan, yang pada gilirannya mempengaruhi nilai perusahaan dan keputusan investasi yang diambil. Dalam hal ini, manajemen perusahaan memiliki peran kunci dalam menentukan bagaimana faktor-faktor ini akan mempengaruhi struktur modal dan keputusan keuangan yang lebih luas.

Salah satu faktor internal yang paling penting adalah struktur modal perusahaan, yang merujuk pada komposisi antara utang dan ekuitas dalam pembiayaan operasional dan investasi. Struktur modal ini tidak hanya mempengaruhi biaya modal yang harus dibayar oleh perusahaan, tetapi juga mencerminkan strategi pembiayaan yang dipilih oleh manajemen. Perusahaan yang menggunakan lebih banyak utang sering kali dapat mengurangi biaya modal rata-rata (WACC) karena bunga utang yang dibayar dapat dikurangkan dari pajak, sehingga memberikan penghematan pajak yang signifikan. Namun, ada batasan terhadap manfaat ini. Ketika perusahaan terlalu bergantung pada utang, risiko keuangan yang dihadapi perusahaan juga akan meningkat. Peningkatan leverage finansial yang berlebihan dapat menyebabkan kenaikan biaya ekuitas karena investor menuntut return yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko yang lebih besar. Oleh karena itu, meskipun struktur modal yang mengutamakan utang dapat menurunkan WACC hingga titik tertentu, penggunaan utang yang berlebihan justru akan meningkatkan WACC karena meningkatnya risiko finansial.

Risiko bisnis juga merupakan faktor internal yang sangat menentukan *cost of capital* perusahaan. Risiko ini mengacu pada ketidakpastian yang terkait dengan pendapatan dan arus kas masa depan yang dihasilkan oleh operasi perusahaan. Semakin tinggi tingkat fluktuasi dalam pendapatan dan arus kas, semakin tinggi pula risiko yang harus dihadapi oleh investor dan kreditur. Dalam hal ini, perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan menghadapi *cost of equity* dan *cost of debt* yang lebih tinggi karena investor dan pemberi pinjaman harus dihargai lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko yang diambil. Perusahaan yang beroperasi di sektor yang sangat terpengaruh oleh siklus ekonomi atau yang bergantung pada sedikit pelanggan atau pemasok akan menghadapi risiko yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang beroperasi di sektor yang lebih stabil atau memiliki diversifikasi pelanggan dan pemasok yang lebih luas. Dalam hal ini,

variabilitas dalam pendapatan dan ketergantungan pada kondisi pasar tertentu akan memperburuk risiko bisnis perusahaan dan meningkatkan *cost of capital*.

Profitabilitas dan reputasi keuangan perusahaan juga berperan penting dalam menentukan *cost of capital*. Perusahaan yang memiliki catatan profitabilitas yang stabil dan kuat biasanya lebih dihargai oleh investor dan pemberi pinjaman karena dianggap lebih mampu memenuhi kewajiban finansialnya. Dalam hal ini, perusahaan yang secara konsisten menghasilkan laba dan memiliki arus kas positif akan memperoleh akses ke pendanaan dengan biaya yang lebih rendah karena risiko yang ditanggung oleh investor dan kreditur lebih kecil. Sebaliknya, perusahaan yang sering merugi atau memiliki arus kas negatif akan menghadapi biaya modal yang lebih tinggi, karena dianggap lebih berisiko. Dalam pandangan investor, perusahaan yang tidak dapat menunjukkan keuntungan yang stabil atau memiliki ketidakpastian mengenai kemampuan untuk menghasilkan laba akan dikenakan premi risiko yang lebih tinggi dalam bentuk biaya ekuitas yang lebih tinggi. Begitu juga dengan kreditur, yang mungkin akan mengenakan tingkat bunga yang lebih tinggi untuk meminjamkan uang kepada perusahaan yang memiliki catatan keuangan yang lemah.

Kebijakan dividen perusahaan juga merupakan faktor internal yang penting dalam mempengaruhi *cost of capital*. Kebijakan dividen mengacu pada keputusan perusahaan dalam membayar atau menahan keuntungan yang dihasilkan untuk dibagikan kepada pemegang saham. Perusahaan yang membayar dividen secara stabil dan konsisten cenderung lebih dipercaya oleh investor, karena ini memberikan sinyal positif bahwa perusahaan memiliki laba yang cukup dan mampu membayar kewajiban. Dalam hal ini, stabilitas dividen dapat menurunkan *cost of equity* karena investor merasa lebih aman dengan prospek keuntungan. Sebaliknya, perusahaan yang tidak memiliki kebijakan dividen yang jelas atau yang sering mengubah kebijakan dividen dapat menyebabkan ketidakpastian di kalangan investor, yang pada gilirannya akan meningkatkan risiko yang dipandang oleh pasar. Ketidakpastian dalam kebijakan dividen dapat menyebabkan investor menuntut return yang lebih tinggi sebagai kompensasi terhadap ketidakpastian tersebut, yang mengarah pada peningkatan *cost of equity*.

Ukuran perusahaan juga mempengaruhi *cost of capital*. Perusahaan besar, terutama yang telah terdaftar di pasar saham,

cenderung memiliki akses yang lebih mudah ke pasar modal dan memiliki biaya modal yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hal ini disebabkan oleh sejumlah alasan, antara lain stabilitas yang lebih besar yang dimiliki perusahaan besar, diversifikasi bisnis yang lebih luas, dan daya tarik yang lebih besar bagi investor. Perusahaan besar sering kali dianggap lebih stabil dan lebih mampu mengatasi ketidakpastian ekonomi, yang membuat investor lebih cenderung berinvestasi pada perusahaan tersebut dengan return yang lebih rendah. Penelitian oleh Fama dan French (1992) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berhubungan langsung dengan return yang diharapkan oleh investor, di mana perusahaan besar cenderung memiliki *cost of equity* yang lebih rendah karena risikonya yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan kecil yang lebih rentan terhadap fluktuasi pasar.

Meskipun perusahaan besar cenderung memiliki *cost of capital* yang lebih rendah, ukuran perusahaan juga membawa tantangan tersendiri. Perusahaan besar sering kali menghadapi masalah pengelolaan yang lebih kompleks, karena harus mengelola berbagai unit bisnis dan beroperasi di banyak pasar. Hal ini dapat meningkatkan ketidakpastian terkait dengan keputusan investasi dan alokasi sumber daya, yang mungkin berpotensi menaikkan *cost of capital* jika perusahaan gagal mengelola tantangan tersebut dengan baik. Oleh karena itu, meskipun ukuran perusahaan besar membawa keuntungan dalam hal akses ke pendanaan yang lebih murah, pengelolaan internal yang buruk dapat mengarah pada peningkatan risiko yang mempengaruhi biaya modal secara keseluruhan.

Faktor-faktor internal ini menunjukkan bagaimana kebijakan dan karakteristik internal perusahaan berinteraksi dengan pasar untuk menentukan *cost of capital*. Manajemen perusahaan memiliki peran penting dalam merancang kebijakan yang meminimalkan risiko dan memaksimalkan profitabilitas, serta dalam mengelola struktur modal agar tetap efisien. Pengelolaan risiko yang tepat, pemilihan strategi pendanaan yang tepat, dan kebijakan dividen yang konsisten dapat menurunkan *cost of capital* perusahaan dan meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan. Dengan memahami faktor-faktor ini, manajer keuangan dapat mengambil keputusan yang lebih baik dalam merancang strategi keuangan dan investasi yang menguntungkan bagi perusahaan.

2. Faktor Eksternal Lingkungan Ekonomi

Faktor eksternal yang memengaruhi *cost of capital* mencakup kondisi ekonomi dan politik yang ada di luar kendali langsung perusahaan, namun dampaknya sangat besar terhadap keputusan keuangan yang diambil oleh perusahaan. Faktor-faktor eksternal ini memberikan tantangan dan peluang bagi perusahaan dalam mengelola struktur modal dan pendanaan. Salah satu faktor eksternal yang sangat mempengaruhi *cost of capital* adalah tingkat suku bunga yang ditetapkan oleh bank sentral. Suku bunga acuan yang lebih tinggi cenderung meningkatkan biaya utang bagi perusahaan. Hal ini terjadi karena, ketika suku bunga meningkat, perusahaan harus membayar bunga yang lebih tinggi untuk pinjaman baru atau utang berbunga variabel. Selain itu, inflasi juga berperan dalam memengaruhi return yang diharapkan oleh investor. Kenaikan inflasi umumnya akan meningkatkan ekspektasi return nominal yang diinginkan oleh investor, yang berarti bahwa *cost of equity* juga akan meningkat. Hal ini karena investor menuntut return yang lebih tinggi untuk mengimbangi penurunan daya beli uang yang disebabkan oleh inflasi. Oleh karena itu, baik suku bunga yang lebih tinggi maupun inflasi yang meningkat dapat meningkatkan *cost of capital* secara keseluruhan, baik melalui *cost of debt* maupun *cost of equity* (Brigham & Ehrhardt, 2014).

Stabilitas ekonomi dan politik juga berperan penting dalam menentukan *cost of capital*. Negara dengan stabilitas ekonomi dan politik yang baik cenderung memiliki risiko negara yang lebih rendah, yang pada gilirannya membuat investor lebih tertarik untuk berinvestasi. Dalam kondisi ini, investor akan lebih bersedia menerima return yang lebih rendah, karena merasa lebih aman dan yakin bahwa risiko investasi akan lebih terkendali. Sebaliknya, negara yang menghadapi ketidakstabilan politik, krisis ekonomi, atau gejolak pasar valuta asing akan menghadapi peningkatan *cost of capital*. Ketidakpastian tersebut akan meningkatkan risiko yang dirasakan oleh investor dan kreditor, yang akan meminta premi risiko yang lebih tinggi untuk menutupi potensi kerugian yang mungkin timbul akibat ketidakpastian tersebut. Investor asing akan cenderung menghindari pasar yang dianggap berisiko tinggi, dan hal ini dapat menyebabkan peningkatan biaya utang dan ekuitas untuk perusahaan yang beroperasi di negara tersebut.

Peraturan dan kebijakan pemerintah juga memiliki dampak yang signifikan terhadap *cost of capital*. Kebijakan pajak, insentif investasi,

serta regulasi pasar keuangan akan mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan. Misalnya, pajak yang tinggi atas dividen atau bunga dapat mengurangi insentif bagi investor untuk berinvestasi dalam saham atau obligasi perusahaan. Dalam hal ini, perusahaan mungkin mencari pendanaan yang lebih murah dengan menyesuaikan struktur modal atau memilih sumber pendanaan lain yang lebih menguntungkan. Selain itu, kebijakan moneter ekspansif atau stimulus fiskal yang dikeluarkan oleh pemerintah dapat menurunkan *cost of capital* secara keseluruhan. Stimulus fiskal atau kebijakan moneter yang meningkatkan likuiditas di pasar akan memudahkan perusahaan dalam mendapatkan pendanaan dengan biaya yang lebih rendah. Hal ini dapat mempercepat keputusan investasi dan memungkinkan perusahaan untuk melakukan ekspansi atau proyek-proyek besar tanpa terbebani oleh biaya modal yang tinggi.

Kondisi pasar modal dan persaingan industri juga merupakan faktor eksternal yang memengaruhi *cost of capital*. Pasar modal yang efisien dan likuid memberikan peluang bagi perusahaan untuk mengakses sumber daya modal dengan biaya yang lebih rendah. Di pasar yang likuid, perusahaan dapat dengan mudah menerbitkan saham atau obligasi untuk mendapatkan dana dengan bunga yang lebih rendah. Selain itu, kondisi pasar modal yang efisien memungkinkan investor untuk menilai risiko dan return dengan lebih tepat, yang pada gilirannya akan memperkecil premium risiko yang diminta oleh investor. Di sisi lain, persaingan yang ketat dalam industri juga memengaruhi *cost of equity*. Perusahaan yang beroperasi di industri dengan tingkat persaingan yang tinggi mungkin akan menghadapi risiko lebih besar terkait dengan fluktuasi pendapatan dan pangsa pasar. Dalam hal ini, risiko yang lebih tinggi akan tercermin pada estimasi beta dalam model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yang berfungsi untuk menghitung *cost of equity*. Semakin tinggi beta, semakin tinggi pula *cost of equity* yang diharapkan oleh investor.

Risiko mata uang atau risiko nilai tukar (*exchange rate risk*) juga berpengaruh signifikan terhadap perusahaan multinasional yang beroperasi di lebih dari satu negara. Ketidakpastian terkait fluktuasi nilai tukar dapat meningkatkan risiko yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan operasional dan transaksi internasional. Perusahaan multinasional yang tidak melakukan lindung nilai (*hedging*) terhadap risiko nilai tukar dapat menghadapi biaya yang lebih tinggi dalam membayar utang atau mengonversi pendapatan yang diperoleh dalam

mata uang asing. Fluktuasi nilai tukar yang tajam dapat merugikan perusahaan, dan untuk itu perusahaan harus mempertimbangkan biaya yang lebih tinggi terkait dengan risiko tersebut dalam menentukan *cost of capital*. Oleh karena itu, perusahaan-perusahaan global sering kali menggunakan instrumen lindung nilai untuk mengurangi eksposur terhadap fluktuasi mata uang dan menstabilkan estimasi biaya modal.

E. Hubungan Cost of Capital dengan Firm value

Pada teori keuangan perusahaan modern, *cost of capital* dan *firm value* merupakan dua konsep fundamental yang saling berkaitan erat. *Cost of capital* merepresentasikan tingkat imbal hasil minimum yang diharapkan oleh investor agar bersedia menanamkan modalnya dalam suatu perusahaan. Sementara itu, *firm value* merupakan ukuran nilai total suatu perusahaan yang mencerminkan persepsi pasar terhadap potensi arus kas masa depan yang didiskontokan menggunakan *cost of capital*. Dengan kata lain, *cost of capital* menjadi tolok ukur penting dalam penilaian nilai perusahaan, karena ia menjadi dasar diskonto dalam berbagai model valuasi seperti *discounted cash flow* (DCF). Penurunan *cost of capital*, dalam banyak kasus, berimplikasi langsung terhadap peningkatan nilai perusahaan karena nilai kini dari arus kas masa depan akan meningkat. Oleh karena itu, memahami dan mengelola hubungan antara *cost of capital* dan *firm value* bukan hanya aspek teoritis, melainkan juga strategi nyata dalam manajemen keuangan perusahaan. Pada bagian ini akan dijelaskan bagaimana *cost of capital* mempengaruhi *firm value* dalam kerangka teoritis dan empiris, serta bagaimana optimalisasi struktur modal dan efisiensi pembiayaan dapat menjadi sarana strategis untuk meningkatkan nilai perusahaan secara berkelanjutan.

1. Cost of Capital sebagai Alat Diskonto dalam Penilaian Nilai Perusahaan

Di dunia keuangan perusahaan, penilaian nilai perusahaan adalah salah satu aspek yang paling krusial. Salah satu pendekatan yang sering digunakan untuk menghitung nilai perusahaan adalah melalui metode *discounted cash flow* (DCF). Metode ini mengandalkan pada penghitungan nilai sekarang dari proyeksi arus kas masa depan yang

diharapkan akan diterima oleh perusahaan. Dalam proses ini, *cost of capital* berperan yang sangat penting sebagai tingkat diskonto (*discount rate*) yang mencerminkan risiko atas arus kas yang akan datang. Dengan menggunakan *cost of capital* sebagai *discount rate*, kita dapat memperhitungkan bagaimana faktor risiko tersebut dapat memengaruhi nilai yang wajar dari perusahaan pada saat ini. Konsep ini dijelaskan dengan jelas oleh Damodaran (2012), yang menyatakan bahwa semakin rendah *cost of capital*, semakin tinggi nilai sekarang dari arus kas masa depan, dan akibatnya nilai perusahaan atau *firm value* akan meningkat. Oleh karena itu, memahami hubungan antara *cost of capital* dan *firm value* sangatlah penting dalam melakukan penilaian perusahaan.

Secara lebih teknis, dalam pendekatan DCF, nilai perusahaan dihitung dengan menjumlahkan semua nilai sekarang dari *free cash flow* (FCF) yang diproyeksikan untuk periode tertentu. Formula dasar dari DCF adalah dengan mendiskontokan masing-masing arus kas di masa depan menggunakan tingkat diskonto yang sesuai, yaitu WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Dalam hal ini, WACC adalah rata-rata tertimbang biaya modal yang meliputi utang dan ekuitas perusahaan. Dengan demikian, WACC berfungsi sebagai tingkat diskonto yang mencerminkan biaya modal rata-rata yang harus dibayar perusahaan untuk mendapatkan dana dari investor dan kreditor. Oleh karena itu, perubahan dalam WACC dapat berdampak langsung pada hasil perhitungan nilai perusahaan. Jika WACC lebih rendah, maka nilai saat ini dari arus kas masa depan menjadi lebih tinggi, yang pada gilirannya meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan.

Dampak perubahan dalam WACC terhadap nilai perusahaan tidak selalu bersifat linear. Sebagai contoh, jika sebuah perusahaan berhasil menurunkan *cost of debt* melalui refinancing dengan bunga yang lebih rendah, maka WACC secara keseluruhan dapat turun. Hal ini akan meningkatkan nilai perusahaan secara signifikan, terutama jika perusahaan tersebut memiliki arus kas jangka panjang yang lebih stabil. Konsep ini didukung oleh Ross, Westerfield, & Jaffe (2016), yang menyatakan bahwa perubahan kecil dalam WACC bisa menyebabkan perubahan yang signifikan dalam valuasi perusahaan, khususnya bagi perusahaan yang memiliki proyeksi arus kas masa depan yang besar dan berjangka panjang. Dengan demikian, pengelolaan *cost of capital*, khususnya dalam hal pengurangan *cost of debt*, dapat menjadi strategi yang sangat efektif dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Pada saat yang sama, hubungan antara WACC dan nilai perusahaan tidak bisa dilihat secara terpisah dari teori struktur modal yang lebih luas. Teori Modigliani dan Miller (1958), dalam kondisi pasar sempurna, menyatakan bahwa struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Menurut teori ini, tidak ada perbedaan dalam nilai perusahaan meskipun perusahaan tersebut dibiayai dengan ekuitas murni atau utang, asalkan biaya modal tetap sama. Namun, ketika faktor-faktor seperti pajak dan biaya kebangkrutan diperkenalkan dalam model, maka struktur modal mulai memengaruhi nilai perusahaan. Modigliani dan Miller (1963) menunjukkan bahwa dalam dunia nyata, di mana pajak dan biaya kebangkrutan ada, penggunaan utang dalam struktur modal bisa menurunkan WACC dan meningkatkan *firm value*. Dengan kata lain, penggunaan utang secara moderat dapat menurunkan biaya modal rata-rata perusahaan, yang pada gilirannya meningkatkan nilai perusahaan, selama arus kas tetap stabil dan dapat diprediksi.

Faktor lain yang juga mempengaruhi hubungan antara WACC dan *firm value* adalah risiko yang melekat pada perusahaan. WACC adalah hasil dari gabungan antara *cost of equity* dan *cost of debt*. Oleh karena itu, fluktuasi dalam *cost of equity* yang umumnya dipengaruhi oleh risiko sistematis perusahaan dapat memengaruhi WACC. Sebagai contoh, perusahaan dengan risiko yang lebih tinggi akan menghadapi *cost of equity* yang lebih tinggi, yang pada gilirannya akan meningkatkan WACC dan menurunkan nilai perusahaan. Sebaliknya, perusahaan dengan risiko yang lebih rendah akan menikmati *cost of equity* yang lebih rendah, yang akan menurunkan WACC dan meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, pengelolaan risiko menjadi faktor penting dalam menjaga agar WACC tetap rendah, yang pada akhirnya dapat mendorong nilai perusahaan.

Meskipun WACC berperan penting dalam penilaian perusahaan, faktor eksternal juga dapat memengaruhi biaya modal. Misalnya, kondisi pasar, tingkat suku bunga, dan kebijakan moneter dapat mempengaruhi WACC. Ketika suku bunga acuan diturunkan oleh bank sentral, biaya utang akan menurun, yang dapat menurunkan WACC secara keseluruhan. Di sisi lain, jika kondisi pasar kurang stabil atau jika perusahaan menghadapi risiko ekonomi yang tinggi, *cost of equity* dapat meningkat, yang akan menaikkan WACC. Oleh karena itu, perusahaan perlu memantau kondisi makroekonomi dan pasar untuk memastikan

bahwa WACC tetap berada pada level yang optimal guna memaksimalkan nilai perusahaan.

Bagi perusahaan yang ingin memaksimalkan nilai perusahaan, pengelolaan *cost of capital* yang efisien sangat penting. Salah satu cara untuk melakukannya adalah dengan mencari kombinasi optimal antara utang dan ekuitas dalam struktur modal. Seperti yang dijelaskan oleh Modigliani dan Miller (1963), utang dapat memberikan keuntungan pajak yang signifikan, karena bunga utang dapat dikurangkan dari pajak. Namun, peningkatan utang juga meningkatkan risiko keuangan perusahaan, yang akan menaikkan *cost of equity*. Oleh karena itu, perusahaan harus melakukan analisis yang cermat untuk menentukan tingkat utang yang optimal di mana pengurangan biaya utang melalui penggunaan utang yang lebih banyak masih dapat mengurangi WACC, tanpa menambah risiko yang berlebihan.

Pada praktiknya, perusahaan sering kali harus menghadapi ketidakpastian yang berasal dari fluktuasi pasar dan kondisi ekonomi yang berubah-ubah. Oleh karena itu, penting bagi perusahaan untuk memiliki kebijakan manajerial yang fleksibel dalam mengelola *cost of capital*. Salah satu strategi yang dapat dilakukan adalah dengan melakukan refinancing utang ketika suku bunga sedang rendah, atau dengan merestrukturisasi portofolio ekuitas untuk mengoptimalkan *cost of equity*. Pengelolaan aktif terhadap struktur modal ini memungkinkan perusahaan untuk menyesuaikan diri dengan perubahan kondisi pasar dan mengurangi biaya modal secara keseluruhan.

2. Optimalisasi Struktur Modal dan Efisiensi *Cost of Capital* untuk Meningkatkan Nilai Perusahaan

Pengelolaan struktur modal yang efisien menjadi salah satu kunci utama dalam menurunkan WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), yang pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Struktur modal yang optimal adalah kombinasi yang tepat antara utang dan ekuitas, di mana kedua sumber pendanaan ini berperan dalam meminimalkan biaya modal sekaligus memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam konteks ini, penting untuk dipahami bahwa struktur modal yang optimal berbeda bagi setiap perusahaan, tergantung pada berbagai faktor internal seperti profil risiko perusahaan, arus kas yang dihasilkan, sektor industri tempat perusahaan beroperasi, dan strategi jangka panjang yang diambil oleh perusahaan. Brigham & Ehrhardt (2014) menyatakan

bahwa meskipun setiap perusahaan memiliki struktur modal yang berbeda, tujuan utama tetap sama, yaitu mengoptimalkan biaya modal untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Konsep yang sering digunakan untuk menjelaskan pengelolaan struktur modal adalah teori *trade-off*. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan harus menyeimbangkan keuntungan yang diperoleh dari penggunaan utang, seperti penghematan pajak akibat bunga utang yang dapat dikurangkan, dengan biaya tambahan yang mungkin timbul akibat penggunaan utang, seperti meningkatnya risiko kebangkrutan dan biaya keagenan. Jika perusahaan terlalu banyak menggunakan utang dalam struktur modalnya, maka risiko keuangan akan meningkat, yang akhirnya berdampak pada meningkatnya *cost of equity*. Para investor akan menuntut return yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko yang lebih besar yang diambil. Oleh karena itu, menurut teori *trade-off*, perusahaan harus mencari titik optimal di mana WACC berada pada level terendah. Pada titik ini, kombinasi utang dan ekuitas yang digunakan akan memaksimalkan *firm value*.

Untuk mencapai struktur modal yang optimal, perusahaan tidak hanya perlu mempertimbangkan aspek internalnya, tetapi juga harus memperhatikan bagaimana keputusan pendanaan dipersepsikan oleh pasar. Salah satu efek penting dari keputusan pendanaan adalah efek sinyal yang ditimbulkan dari penerbitan utang atau ekuitas baru. Ketika perusahaan mengumumkan bahwa akan meningkatkan jumlah utang atau menerbitkan ekuitas baru, pasar sering kali menafsirkan hal ini sebagai sinyal kondisi keuangan perusahaan. Dalam beberapa kasus, peningkatan utang bisa dilihat sebagai sinyal bahwa perusahaan berusaha memanfaatkan penghematan pajak dari bunga utang. Namun, jika perusahaan menerbitkan ekuitas baru, pasar sering menganggap ini sebagai indikasi bahwa saham perusahaan sedang *overvalued*, yang dapat menurunkan harga saham dan mengurangi *firm value*. Oleh karena itu, perusahaan perlu berhati-hati dalam memutuskan struktur pembiayaan, karena keputusan ini dapat memengaruhi persepsi pasar dan, pada gilirannya, biaya modal.

Menurut *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Myers & Majluf (1984), perusahaan cenderung lebih memilih pendanaan internal terlebih dahulu, seperti menggunakan kas yang ada atau laba ditahan. Jika pendanaan internal tidak cukup, perusahaan akan memilih utang sebagai sumber pendanaan berikutnya, dan baru kemudian akan

mempertimbangkan penerbitan ekuitas baru sebagai pilihan terakhir. Teori ini berargumen bahwa penerbitan ekuitas sering kali dilihat sebagai sinyal negatif oleh pasar, yang dapat menyebabkan penurunan harga saham dan meningkatkan *cost of capital*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan harus mempertimbangkan dengan cermat bagaimana keputusan pendanaan akan dipersepsikan oleh investor dan bagaimana hal ini dapat memengaruhi nilai perusahaan.

Efisiensi operasional perusahaan juga memiliki pengaruh besar terhadap persepsi risiko yang dimiliki oleh investor dan kreditor, yang pada akhirnya memengaruhi *cost of capital*. Perusahaan yang menunjukkan efisiensi operasional yang baik, dengan kestabilan arus kas yang terjaga, margin keuntungan yang sehat, dan pertumbuhan yang konsisten, biasanya akan mendapatkan *cost of capital* yang lebih rendah. Hal ini karena investor dan kreditor memandang perusahaan-perusahaan ini sebagai investasi yang relatif aman dan stabil. Fama & French (1992) menunjukkan bahwa faktor-faktor risiko seperti ukuran perusahaan dan rasio nilai buku terhadap pasar dapat mempengaruhi *expected return*, yang pada akhirnya berhubungan dengan *cost of capital*. Perusahaan yang memiliki ukuran lebih besar cenderung menghadapi risiko yang lebih rendah, sehingga dapat memperoleh pendanaan dengan biaya yang lebih rendah.

Kestabilan arus kas perusahaan berperan yang sangat penting dalam menurunkan *cost of capital*. Perusahaan yang mampu menghasilkan arus kas yang stabil dan dapat diprediksi akan lebih mudah mendapatkan pendanaan, baik melalui utang maupun ekuitas, dengan biaya yang lebih rendah. Hal ini karena investor dan kreditor cenderung lebih suka berinvestasi pada perusahaan yang memiliki kemampuan untuk menghasilkan arus kas yang dapat diandalkan. Sebaliknya, perusahaan yang menghadapi volatilitas arus kas yang tinggi atau ketidakpastian yang besar mengenai kelangsungan operasionalnya cenderung menghadapi biaya modal yang lebih tinggi, karena risiko yang lebih besar yang terkait dengan ketidakpastian tersebut.

Perusahaan yang menunjukkan pertumbuhan yang konsisten dalam pendapatan dan laba juga cenderung memiliki biaya modal yang lebih rendah. Pertumbuhan yang konsisten memberikan sinyal positif kepada investor bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik di masa depan, yang pada gilirannya mengurangi persepsi risiko yang dimiliki oleh investor dan kreditor. Hal ini sejalan dengan penelitian oleh Fama

& French (1992), yang menunjukkan bahwa faktor risiko seperti pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap *expected return* dan *cost of capital*. Oleh karena itu, perusahaan yang mampu menunjukkan kinerja yang baik dan prospek yang cerah akan lebih mudah mendapatkan pendanaan dengan biaya yang lebih rendah.

Pengelolaan struktur modal yang optimal bukan hanya sekadar memilih antara utang dan ekuitas, tetapi juga melibatkan pengelolaan risiko yang cermat. Setiap jenis pendanaan membawa risiko tersendiri, baik risiko keuangan yang terkait dengan penggunaan utang maupun risiko kepemilikan yang terkait dengan penerbitan ekuitas. Oleh karena itu, perusahaan harus mengelola keseimbangan antara keduanya dengan hati-hati. Sebagai contoh, meskipun penggunaan utang dapat memberikan penghematan pajak yang signifikan, perusahaan yang terlalu banyak bergantung pada utang dapat menghadapi risiko keuangan yang lebih tinggi, terutama jika terjadi penurunan dalam arus kas atau ketidakstabilan pasar. Di sisi lain, penggunaan ekuitas yang terlalu banyak dapat mengurangi kontrol pemegang saham dan meningkatkan risiko dilusi, yang juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Seiring dengan perkembangan pasar keuangan dan perubahan kondisi ekonomi, perusahaan harus terus mengevaluasi struktur modal dan melakukan penyesuaian jika diperlukan. Misalnya, dalam periode suku bunga rendah, perusahaan mungkin lebih cenderung untuk memanfaatkan utang karena biaya utang yang lebih rendah. Sebaliknya, dalam periode suku bunga tinggi atau ketidakpastian pasar, perusahaan mungkin lebih memilih untuk mengandalkan ekuitas atau pendanaan internal untuk mengurangi risiko keuangan. Oleh karena itu, pengelolaan struktur modal yang fleksibel dan responsif terhadap perubahan pasar sangat penting untuk menjaga agar biaya modal tetap optimal dan nilai perusahaan tetap tinggi.



BAB V

FREE CASH FLOW DAN APLIKASINYA DALAM BUSINESS VALUATION

Free Cash Flow (FCF) merupakan konsep sentral dalam keuangan yang menggambarkan arus kas bersih yang tersedia bagi perusahaan setelah memenuhi kebutuhan operasional dan investasi modal, sehingga dapat digunakan untuk membayar dividen, melunasi utang, atau mendanai ekspansi (Damodaran, 2012). Dalam konteks penilaian bisnis (*business valuation*), FCF menjadi indikator utama untuk mengevaluasi nilai intrinsik perusahaan melalui pendekatan *Discounted Cash Flow* (DCF), yang mendiskontokan arus kas masa depan ke nilai saat ini menggunakan tingkat diskonto seperti *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) (Brealey, Myers, & Allen, 2020). Aplikasi FCF tidak hanya relevan bagi investor yang ingin menilai potensi pengembalian investasi, tetapi juga bagi manajer keuangan dalam pengambilan keputusan strategis, seperti akuisisi atau restrukturisasi modal (Ross, Westerfield, & Jordan, 2019). Dengan memahami dinamika FCF, perusahaan dapat mengoptimalkan alokasi sumber daya dan meningkatkan nilai pemegang saham. Pembahasan berikut akan membahas konsep FCF secara mendalam, metode perhitungannya, serta penerapannya dalam penilaian bisnis, didukung oleh referensi akademik yang valid untuk memastikan keakuratan dan kredibilitas.

A. Konsep *Free Cash Flow* dalam Penilaian Perusahaan

Di dunia keuangan perusahaan, konsep *Free Cash Flow* (FCF) berperan penting dalam menilai kesehatan keuangan dan nilai suatu perusahaan. FCF merupakan indikator utama dari likuiditas jangka

panjang dan kemampuan perusahaan menghasilkan kas dari operasi yang dapat digunakan untuk kepentingan pemegang saham maupun kreditor. Dalam konteks valuasi, FCF menjadi komponen utama dalam model *Discounted Cash Flow* (DCF), yakni pendekatan penilaian nilai intrinsik berdasarkan arus kas masa depan yang didiskontokan dengan menggunakan *cost of capital*. Nilai FCF yang stabil dan meningkat mencerminkan kinerja operasional yang baik dan menjadi sinyal positif bagi investor.

1. Definisi, Karakteristik, dan Perhitungan *Free Cash Flow*

Free Cash Flow (FCF) adalah konsep fundamental dalam analisis keuangan yang digunakan untuk mengukur kesehatan finansial suatu perusahaan dan menentukan kemampuannya dalam menghasilkan kas yang dapat digunakan untuk memenuhi kewajiban keuangan atau investasi lebih lanjut. Definisi umum dari *Free Cash Flow* adalah arus kas yang tersedia bagi pemegang saham dan kreditor setelah perusahaan memenuhi semua pengeluaran operasional dan pengeluaran modal yang dibutuhkan untuk mempertahankan dan memperluas asetnya. Dalam pengertian ini, FCF mengacu pada kas bersih yang tersedia setelah pengeluaran yang tidak dapat dihindari, seperti biaya operasional dan belanja modal yang berhubungan dengan investasi jangka panjang. Ini adalah ukuran yang lebih akurat mengenai kas yang benar-benar dapat dialokasikan untuk pembayaran dividen, pengurangan utang, atau bahkan untuk reinvestasi dalam perusahaan, tanpa mengganggu operasi normal atau pertumbuhannya.

Secara praktis, FCF menggambarkan jumlah uang yang dihasilkan oleh perusahaan yang tidak diperlukan untuk mendanai kegiatan operasional atau belanja modal yang diperlukan untuk mempertahankan dan memperluas basis aset. Oleh karena itu, FCF berfungsi sebagai ukuran yang penting dari kapasitas perusahaan untuk bertumbuh tanpa mengorbankan likuiditas atau kemampuan untuk memenuhi kewajibannya. Dengan kata lain, *Free Cash Flow* menjadi cermin dari seberapa efisien perusahaan dalam menghasilkan arus kas setelah mempertimbangkan semua kebutuhan operasional dan investasi, yang pada akhirnya menentukan potensi distribusi kepada pemegang saham atau kreditor. Hal ini menjadikan FCF sebagai salah satu parameter utama dalam penilaian perusahaan, baik untuk tujuan valuasi maupun untuk analisis kinerja keuangan jangka panjang.

Salah satu karakteristik utama dari FCF adalah bahwa ia lebih mencerminkan arus kas nyata dibandingkan dengan laba bersih. Laba bersih sering kali dipengaruhi oleh metode akrual akuntansi yang dapat memperkenalkan distorsi dalam menggambarkan kesehatan finansial perusahaan, sementara FCF memberikan gambaran yang lebih jelas tentang likuiditas perusahaan dalam menghasilkan kas yang dapat digunakan untuk berbagai tujuan. Sebagai contoh, sebuah perusahaan yang melaporkan laba bersih yang tinggi namun memiliki FCF negatif mungkin menghadapi masalah dalam menciptakan kas yang cukup untuk mendanai operasional atau kewajiban keuangannya. Sebaliknya, perusahaan dengan FCF positif yang kuat menunjukkan bahwa tidak hanya mampu bertahan tetapi juga memiliki fleksibilitas untuk melakukan investasi lebih lanjut atau membayar dividen kepada pemegang saham.

FCF juga memiliki sensitivitas yang tinggi terhadap keputusan investasi dan operasional yang diambil oleh manajemen. Sebagai contoh, ketika sebuah perusahaan melakukan belanja modal yang signifikan untuk memperluas kapasitas produksi atau melakukan ekspansi ke pasar baru, ini akan mengurangi jumlah FCF yang dihasilkan dalam jangka pendek. Namun, jika investasi tersebut berhasil, maka akan dapat menghasilkan peningkatan arus kas di masa depan, yang pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, meskipun FCF dapat berfluktuasi sebagai respons terhadap keputusan pengeluaran modal, hal ini juga mencerminkan potensi pertumbuhan jangka panjang perusahaan. Keputusan manajerial yang tepat dalam mengelola belanja modal dan modal kerja dapat membantu perusahaan menjaga keseimbangan yang sehat antara pertumbuhan dan likuiditas, sehingga meningkatkan FCF secara keseluruhan.

Salah satu indikator kesehatan keuangan jangka panjang yang paling penting bagi perusahaan adalah kemampuan untuk menghasilkan FCF positif secara konsisten. FCF yang positif mencerminkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan kas yang cukup untuk memenuhi kewajiban operasional dan keuangan, sekaligus memberikan fleksibilitas untuk membayar dividen atau melunasi utang. Oleh karena itu, perusahaan dengan FCF positif yang stabil dianggap memiliki posisi keuangan yang sehat dan mampu memberikan pengembalian yang menarik bagi investor. Sebaliknya, FCF negatif yang berkelanjutan, terutama jika disertai dengan kesulitan dalam mendapatkan pendanaan

eksternal, dapat menjadi tanda peringatan adanya masalah struktural dalam perusahaan. FCF negatif dalam jangka panjang bisa mengindikasikan bahwa perusahaan tidak mampu menghasilkan kas yang cukup untuk mendanai operasionalnya, yang pada akhirnya dapat memengaruhi kelangsungan hidup dan pertumbuhannya.

FCF juga dapat digunakan sebagai indikator fleksibilitas keuangan perusahaan dalam menghadapi berbagai tekanan eksternal atau situasi darurat. Dalam situasi yang tidak pasti, seperti ketidakstabilan ekonomi atau penurunan permintaan pasar, perusahaan yang memiliki FCF yang cukup kuat dapat lebih mudah menavigasi tantangan tersebut, karena memiliki cadangan kas yang dapat digunakan untuk menjaga kelangsungan operasional atau menghadapi periode kesulitan keuangan. Dengan memiliki arus kas yang memadai, perusahaan tidak hanya dapat menghindari kesulitan likuiditas tetapi juga dapat memanfaatkan peluang investasi yang mungkin muncul, seperti akuisisi atau ekspansi pasar, yang mungkin tidak tersedia bagi perusahaan yang memiliki FCF terbatas.

FCF juga berperan yang sangat penting dalam valuasi perusahaan, terutama dalam konteks metode *discounted cash flow* (DCF). Dalam metode ini, proyeksi FCF digunakan untuk menghitung nilai sekarang dari perusahaan dengan mendiskontokan arus kas yang diharapkan di masa depan. Oleh karena itu, nilai perusahaan sangat bergantung pada proyeksi FCF yang akurat dan realistis. Semakin tinggi FCF yang dihasilkan oleh perusahaan, semakin besar nilai sekarang yang dihasilkan dalam perhitungan DCF, yang pada gilirannya akan meningkatkan *firm value*. Dengan demikian, FCF berfungsi sebagai dasar utama dalam menentukan apakah sebuah perusahaan dihargai secara wajar atau tidak di pasar. Oleh karena itu, penting bagi analis dan investor untuk dapat menilai kualitas FCF yang dihasilkan oleh perusahaan, serta memastikan bahwa proyeksi yang digunakan dalam valuasi mencerminkan faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas di masa depan.

Pada konteks pembagian jenis-jenis *Free Cash Flow*, terdapat dua bentuk utama yang sering digunakan dalam analisis dan valuasi perusahaan: FCFF (*Free Cash Flow to the Firm*) dan FCFE (*Free Cash Flow to Equity*). FCFF adalah arus kas yang tersedia bagi seluruh penyandang dana perusahaan, baik pemegang saham maupun kreditor, setelah pengeluaran operasional dan investasi modal dilakukan. FCFF

sering digunakan dalam valuasi perusahaan yang melibatkan WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) sebagai tingkat diskonto, karena mencakup semua sumber pembiayaan yang digunakan oleh perusahaan. Dengan FCFF, analis dapat menentukan nilai perusahaan secara keseluruhan, tanpa membedakan antara pemegang saham dan kreditor.

FCFE adalah arus kas yang hanya tersedia bagi pemegang saham setelah membayar kewajiban utang dan bunga yang terkait. FCFE digunakan dalam valuasi ekuitas dengan *cost of equity* sebagai tingkat diskonto, karena hanya memperhitungkan sumber dana yang terkait langsung dengan pemegang saham. FCFE memberikan gambaran yang lebih akurat tentang seberapa banyak kas yang dapat dialokasikan untuk pemegang saham setelah perusahaan memenuhi kewajiban finansialnya. Oleh karena itu, FCFE sering digunakan untuk menghitung nilai ekuitas perusahaan, terutama ketika perusahaan memiliki struktur utang yang signifikan dan perlu memperhitungkan dampak dari pembayaran utang terhadap distribusi kas kepada pemegang saham.

2. Penerapan *Free Cash Flow* dalam Model Valuasi Perusahaan

Model *Discounted Cash Flow* (DCF) merupakan salah satu metode utama yang digunakan dalam valuasi perusahaan untuk menilai nilai intrinsik suatu entitas berdasarkan arus kas masa depan yang diharapkan. Dalam model ini, *Free Cash Flow* (FCF) menjadi input utama karena mencerminkan jumlah kas yang benar-benar dapat dihasilkan dan dialokasikan oleh perusahaan untuk kepentingan investor. FCF merupakan indikator yang lebih menggambarkan kenyataan finansial perusahaan dibandingkan dengan laba bersih yang dilaporkan, yang bisa dipengaruhi oleh kebijakan akuntansi dan berbagai asumsi lainnya. Dengan menggunakan FCF sebagai dasar dalam perhitungan diskonto, model DCF berupaya mengukur nilai perusahaan dengan lebih akurat, karena berfokus pada arus kas yang sesungguhnya dapat diakses oleh pemegang saham dan kreditor.

Sebagai metode valuasi, DCF dengan FCF dapat digunakan untuk menghitung nilai keseluruhan perusahaan atau ekuitasnya. Dalam hal ini, DCF berbasis FCFF (*Free Cash Flow to the Firm*) sering diterapkan untuk menghitung nilai perusahaan secara keseluruhan. Dengan mengalikan FCF yang diproyeksikan pada masing-masing periode dengan faktor diskonto yang sesuai, model ini memberikan nilai saat ini (*present value*) dari seluruh arus kas yang akan diterima

perusahaan di masa depan. Sebaliknya, jika tujuannya adalah untuk menilai nilai ekuitas perusahaan, FCFE (*Free Cash Flow to Equity*) digunakan, dengan diskonto yang lebih relevan bagi pemegang saham, yaitu *cost of equity*. Pendekatan ini memungkinkan analisis untuk mendapatkan gambaran yang lebih jelas mengenai nilai riil perusahaan berdasarkan kemampuan kas yang dihasilkan oleh operasi bisnisnya, dan juga mempermudah perbandingan antar perusahaan dengan profil arus kas yang berbeda.

Salah satu kekuatan utama dari model DCF berbasis FCF adalah relevansinya dalam mencerminkan kondisi ekonomi nyata perusahaan. FCF mengabaikan faktor-faktor non-kas yang dapat memengaruhi laba bersih, seperti pengeluaran non-kas (depresiasi, amortisasi, dll.) dan perbedaan dalam kebijakan akuntansi. Ini berarti FCF memberikan gambaran yang lebih akurat tentang kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas yang dapat digunakan untuk berbagai tujuan, baik itu untuk membayar utang, membagikan dividen, maupun untuk reinvestasi dalam bisnis. Dengan demikian, model ini menjadi alat yang sangat relevan untuk para investor yang ingin memahami potensi arus kas dan kekuatan finansial suatu perusahaan, serta untuk manajemen yang perlu membuat keputusan strategis mengenai alokasi sumber daya.

Meskipun model DCF berbasis FCF memiliki banyak kelebihan, penggunaannya tidak bebas dari keterbatasan. Salah satu tantangan terbesar dalam penerapan model ini adalah kesulitan dalam memproyeksikan FCF untuk tahun-tahun mendatang dengan akurat. Perkiraan FCF sangat bergantung pada asumsi-asumsi mengenai pendapatan, margin laba, belanja modal, dan perubahan modal kerja, yang semuanya dapat berfluktuasi tergantung pada kondisi pasar dan keputusan manajerial. Sebagai contoh, perubahan yang tidak terduga dalam permintaan pasar atau kebijakan pemerintah dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas secara signifikan. Oleh karena itu, ketidakpastian ini menambah risiko dalam penggunaan DCF untuk valuasi, dan hasilnya sangat sensitif terhadap perubahan dalam proyeksi-proyeksi dasar.

Model DCF berbasis FCF juga rentan terhadap manipulasi asumsi. Sebagai metode yang mengandalkan proyeksi arus kas masa depan, perubahan kecil dalam parameter-parameter seperti tingkat diskonto (WACC atau *cost of equity*), proyeksi pertumbuhan pendapatan, atau pengeluaran modal dapat menghasilkan perbedaan

valuasi yang signifikan. Hal ini bisa menyebabkan hasil valuasi yang tidak realistis jika asumsi-asumsi yang digunakan terlalu optimistis atau pesimistis. Oleh karena itu, penting bagi analis untuk mempertimbangkan berbagai skenario dan melakukan analisis sensitivitas untuk mengevaluasi dampak dari perubahan asumsi terhadap nilai perusahaan yang dihitung. Meskipun demikian, hal ini juga membahas pentingnya pemahaman yang mendalam mengenai faktor-faktor yang memengaruhi arus kas perusahaan agar valuasi yang dihasilkan dapat lebih akurat dan valid.

Model DCF berbasis FCF juga mungkin tidak cocok digunakan untuk perusahaan yang masih dalam tahap awal perkembangan atau perusahaan startup yang belum menghasilkan arus kas positif. Dalam hal ini, proyeksi FCF masa depan sangat sulit dilakukan dengan akurat karena perusahaan-perusahaan ini sering kali mengalami fluktuasi besar dalam pendapatan dan pengeluaran, serta memiliki ketidakpastian tinggi dalam model bisnis. Untuk perusahaan semacam ini, pendekatan valuasi lainnya, seperti model berbasis multiple atau analisis valuasi aset, mungkin lebih sesuai. Oleh karena itu, meskipun model DCF berbasis FCF adalah alat yang sangat berguna untuk perusahaan mapan, penerapannya dalam konteks startup perlu hati-hati dan sering kali membutuhkan penyesuaian atau alternatif lain.

Sebagai ilustrasi, mari kita lihat contoh perusahaan teknologi yang mapan, seperti Apple Inc. Dalam laporan tahunannya, Apple mencatatkan FCF yang stabil dan cenderung meningkat dari tahun ke tahun. Dalam proses valuasi menggunakan model DCF, analis keuangan sering kali menggunakan FCFF untuk menghitung nilai perusahaan secara keseluruhan. Berdasarkan proyeksi pertumbuhan yang moderat dan tingkat diskonto yang relatif rendah (seperti WACC 7%), hasil valuasi DCF menunjukkan bahwa harga saham Apple pada saat itu mendekati nilai wajarnya. Ini menunjukkan bahwa penerapan FCF dalam valuasi perusahaan tidak hanya teoritis, tetapi juga praktik yang sangat relevan dan sering dilakukan oleh analis pasar untuk menentukan nilai perusahaan yang sesungguhnya.

Penerapan model DCF berbasis FCF ini dapat memberikan gambaran yang lebih baik mengenai bagaimana perusahaan menghasilkan dan menggunakan kas untuk berbagai tujuan. Misalnya, perusahaan yang memiliki FCF positif yang kuat dan stabil cenderung menunjukkan kesehatan finansial yang lebih baik, dengan kapasitas

untuk membayar utang, melakukan investasi, atau memberikan dividen. Sebaliknya, perusahaan dengan FCF negatif atau fluktuasi besar dalam arus kas mungkin menunjukkan risiko yang lebih tinggi, dan valuasinya akan lebih sensitif terhadap asumsi-asumsi yang digunakan dalam perhitungan. Oleh karena itu, model DCF berbasis FCF sangat membantu investor dalam mengevaluasi risiko dan potensi keuntungan dari suatu perusahaan, serta membuat keputusan investasi yang lebih terinformasi.

Meskipun FCF adalah indikator yang sangat berguna dalam valuasi, ia tidak dapat berdiri sendiri dalam proses evaluasi suatu perusahaan. Valuasi perusahaan yang menyeluruh harus mempertimbangkan berbagai faktor lain seperti risiko pasar, kondisi ekonomi makro, dan profil industri. Oleh karena itu, meskipun DCF berbasis FCF adalah alat yang kuat, ia perlu dilengkapi dengan analisis komprehensif yang mencakup berbagai variabel yang memengaruhi kinerja dan prospek perusahaan di masa depan. Pendekatan yang holistik ini akan menghasilkan penilaian yang lebih akurat dan dapat diandalkan, memberikan dasar yang kuat untuk pengambilan keputusan investasi yang bijaksana..

B. Free Cash Flow to Firm (FCFF)

Free Cash Flow to the Firm (FCFF) merupakan salah satu komponen fundamental dalam penilaian nilai suatu perusahaan. FCFF memberikan gambaran mengenai arus kas aktual yang tersedia untuk semua penyedia dana baik pemegang saham maupun kreditur setelah perusahaan memenuhi kebutuhan operasional dan investasi modal. Konsep ini menjadi penting karena membantu analis keuangan, investor, dan manajemen untuk memahami kemampuan perusahaan menghasilkan kas sebelum dikurangi beban pembiayaan (seperti bunga dan pembayaran utang), sehingga penilaian lebih bersifat objektif dan tidak terdistorsi oleh struktur modal perusahaan. FCFF digunakan secara luas dalam model *Discounted Cash Flow* (DCF), khususnya untuk menghitung *enterprise value*, karena pendekatan ini dinilai lebih menyeluruh dibandingkan metode valuasi lain yang hanya fokus pada laba atau pendapatan bersih. Oleh karena itu, pemahaman mendalam tentang konsep, perhitungan, serta aplikasinya dalam valuasi sangat penting dalam dunia keuangan perusahaan.

1. Konsep, Formula, dan Relevansi FCFF dalam Penilaian Perusahaan

Free Cash Flow to the Firm (FCFF) adalah konsep penting dalam dunia keuangan yang digunakan untuk mengevaluasi kinerja finansial dan menentukan nilai perusahaan melalui pendekatan *Discounted Cash Flow* (DCF). FCFF mencerminkan arus kas yang tersedia untuk seluruh penyandang dana perusahaan, termasuk pemegang saham dan kreditor, setelah perusahaan memenuhi semua kebutuhan operasional dan belanja modal. Dalam hal ini, FCFF tidak memperhitungkan struktur modal perusahaan, sehingga memberikan gambaran yang lebih bersih mengenai kinerja operasional dan potensi arus kas yang dapat dihasilkan perusahaan tanpa dipengaruhi oleh keputusan pembiayaan. Oleh karena itu, FCFF menjadi alat penting dalam valuasi perusahaan, baik untuk tujuan investasi, penggabungan, akuisisi, maupun restrukturisasi perusahaan.

Komponen utama dalam perhitungan FCFF mencakup beberapa elemen yang saling terkait. Salah satu komponen utama adalah EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), yang mengukur laba operasional perusahaan sebelum memperhitungkan biaya bunga dan pajak. EBIT menggambarkan profitabilitas inti perusahaan dari kegiatan operasionalnya tanpa dipengaruhi oleh keputusan pembiayaan dan kebijakan pajak. Dalam perhitungan FCFF, EBIT dikalikan dengan $(1 - T)$, di mana T merupakan tarif pajak yang dikenakan pada perusahaan. Langkah ini mengurangi dampak pajak terhadap perhitungan arus kas yang dapat dialokasikan untuk pemegang saham dan kreditor. Setelah itu, depresiasi dan amortisasi ditambahkan kembali ke dalam arus kas, karena keduanya adalah beban non-kas yang mengurangi laba namun tidak mengurangi kas yang sebenarnya.

Belanja modal (*Capital Expenditures* atau CapEx) juga merupakan komponen penting dalam perhitungan FCFF. CapEx mencerminkan investasi yang dilakukan perusahaan dalam aset tetap untuk mendukung operasional dan ekspansi bisnis. Pengeluaran ini merupakan bagian dari pengeluaran perusahaan yang mengurangi jumlah kas yang tersedia untuk distribusi kepada pemegang saham dan kreditor. Oleh karena itu, CapEx harus dikurangkan dari EBIT dalam perhitungan FCFF. Selain itu, perubahan dalam modal kerja bersih (Δ *Net Working Capital*) juga berpengaruh pada arus kas perusahaan. Modal kerja mencakup aset lancar dan kewajiban lancar yang digunakan dalam

kegiatan operasional perusahaan. Perubahan dalam modal kerja bersih menunjukkan kebutuhan perusahaan untuk menambah atau mengurangi investasi dalam aset lancar, seperti persediaan, piutang, dan hutang dagang. Kenaikan modal kerja bersih akan mengurangi kas yang tersedia, sementara penurunan akan meningkatkan kas yang dapat dialokasikan.

FCFF merupakan arus kas yang netral terhadap struktur modal, artinya perhitungannya tidak dipengaruhi oleh bagaimana perusahaan dibiayai, baik melalui utang atau ekuitas. Hal ini menjadi keunggulan utama dari FCFF, karena tidak terpengaruh oleh keputusan pembiayaan yang dapat bervariasi antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya. Dengan menggunakan FCFF, perusahaan dapat dievaluasi berdasarkan kinerja operasional murninya, tanpa harus khawatir tentang bagaimana perusahaan memperoleh dana untuk membiayai operasionalnya. Hal ini membuat FCFF sangat berguna dalam analisis valuasi, terutama ketika perusahaan memiliki struktur modal yang kompleks atau ketika analisis diperlukan dalam situasi merger atau akuisisi di mana keputusan pembiayaan sering kali menjadi faktor yang sulit diprediksi.

Penggunaan FCFF dalam penilaian perusahaan juga sangat relevan dalam pendekatan *Discounted Cash Flow* (DCF). Dalam model DCF, nilai perusahaan dihitung sebagai nilai sekarang dari seluruh FCFF yang diharapkan di masa depan, yang dihitung dengan mendiskontokan arus kas masa depan menggunakan tingkat diskonto yang sesuai, yaitu WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). WACC mencerminkan biaya modal rata-rata yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai operasi bisnisnya melalui campuran antara utang dan ekuitas. Penggunaan FCFF bersama WACC memastikan bahwa penilaian perusahaan tetap konsisten, karena WACC menggabungkan biaya modal dari semua sumber pembiayaan, baik utang maupun ekuitas. Dengan cara ini, FCFF memberikan gambaran yang lebih objektif dan menyeluruh mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas yang dapat dibagi antara pemegang saham dan kreditor.

Pada situasi di mana perusahaan memiliki struktur modal yang kompleks atau tidak stabil, FCFF menjadi sangat relevan sebagai alat penilaian. Misalnya, perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi dapat memiliki beban bunga yang signifikan, yang dapat mempengaruhi arus kas yang tersedia untuk pemegang saham. Dengan menggunakan FCFF, penilaian dapat dilakukan tanpa harus memperhitungkan pengaruh

bunga atau utang dalam perhitungan arus kas, sehingga memberikan gambaran yang lebih bersih mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dari kegiatan operasionalnya. Hal ini sangat penting dalam analisis perusahaan dengan tingkat leverage tinggi atau dalam industri yang padat modal, di mana beban utang sering kali menjadi faktor utama dalam menentukan kinerja finansial perusahaan.

Keunggulan FCFF yang lainnya adalah kemampuannya untuk mencakup seluruh penyandang dana perusahaan, bukan hanya pemegang saham. Dengan demikian, FCFF memberikan cakupan yang lebih luas dalam penilaian perusahaan, terutama dalam konteks merger dan akuisisi. Dalam transaksi semacam itu, perusahaan yang diakuisisi sering kali memiliki struktur modal yang lebih rumit, dengan berbagai kelas saham dan berbagai jenis utang yang perlu diperhitungkan. FCFF memungkinkan penilai untuk memperoleh nilai perusahaan yang lebih objektif, karena ia tidak terpengaruh oleh cara perusahaan dibiayai atau bagaimana utang dan ekuitas dibagi di antara para pemegang saham dan kreditor. Oleh karena itu, FCFF sangat cocok digunakan dalam analisis restrukturisasi perusahaan, yang sering kali melibatkan perubahan signifikan dalam struktur modal dan tujuan finansial perusahaan.

FCFF juga memberikan konsistensi dalam aplikasi model DCF, yang sangat berguna dalam penilaian perusahaan. Dalam penggunaan model DCF, FCFF digunakan untuk menghitung nilai perusahaan, yang kemudian dikurangi dengan nilai utang bersih untuk mendapatkan nilai ekuitas perusahaan. Hal ini memberikan gambaran yang lebih realistis mengenai nilai yang dapat diperoleh oleh pemegang saham setelah memperhitungkan kewajiban utang perusahaan. Menggunakan FCFF bersama WACC memungkinkan analisis yang lebih objektif, karena FCFF mencerminkan seluruh arus kas yang dihasilkan perusahaan, sedangkan WACC mencakup biaya modal dari seluruh penyandang dana perusahaan. Kombinasi ini memastikan bahwa nilai yang dihitung mencerminkan potensi arus kas yang dapat dihasilkan oleh perusahaan, tanpa terdistorsi oleh kebijakan pembiayaan yang mungkin tidak konsisten.

Keunggulan lainnya adalah kemampuan FCFF untuk digunakan dalam perusahaan dengan struktur modal yang lebih rumit, terutama perusahaan yang memiliki sejumlah besar utang atau yang berada dalam industri padat modal. Dalam kasus seperti itu, penggunaan FCFF memberikan nilai yang lebih realistis dan objektif, karena ia tidak

terpengaruh oleh cara perusahaan mengelola pembiayaannya. Sebagai contoh, perusahaan dengan beban utang yang tinggi mungkin memiliki biaya bunga yang besar, yang dapat mempengaruhi laba bersih namun tidak mempengaruhi FCFF. Dengan demikian, FCFF memungkinkan penilai untuk melihat seberapa efisien perusahaan dalam menghasilkan arus kas dari operasi inti tanpa terpengaruh oleh struktur pembiayaan yang kompleks.

Meskipun FCFF memiliki banyak keunggulan, ada beberapa keterbatasan dalam penggunaannya. Salah satu tantangan utama adalah ketergantungannya pada proyeksi yang akurat mengenai arus kas masa depan, yang sangat dipengaruhi oleh asumsi-asumsi yang digunakan dalam perhitungan. Oleh karena itu, proyeksi yang salah atau terlalu optimistis dapat menyebabkan penilaian yang tidak realistis. Meskipun demikian, FCFF tetap menjadi alat yang sangat berguna dalam valuasi perusahaan, terutama ketika digunakan bersama dengan analisis sensitivitas untuk mengevaluasi dampak dari perubahan asumsi terhadap hasil valuasi. Dengan pendekatan ini, investor dan analis dapat memperoleh gambaran yang lebih akurat mengenai nilai perusahaan, serta memitigasi potensi kesalahan dalam proyeksi masa depan.

2. Aplikasi Praktis FCFF: Estimasi, Tantangan, dan Studi Kasus

Aplikasi praktis dari *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) dalam valuasi perusahaan memerlukan perhatian yang cermat terhadap estimasi dan proyeksi arus kas di masa depan. Estimasi yang akurat sangat penting untuk menghasilkan penilaian yang realistis, mengingat bahwa FCFF merupakan indikator kunci dalam menghitung nilai perusahaan melalui model *Discounted Cash Flow* (DCF). Penman (2012) mengemukakan bahwa proyeksi FCFF harus mempertimbangkan berbagai faktor yang memengaruhi arus kas masa depan, seperti proyeksi EBIT yang didasarkan pada pertumbuhan penjualan dan efisiensi operasional. Selain itu, tarif pajak yang realistis juga harus dimasukkan dalam estimasi, karena pajak dapat mempengaruhi secara signifikan kas yang tersedia bagi penyandang dana perusahaan.

Rencana belanja modal (CapEx) juga harus dipertimbangkan dalam estimasi FCFF. Belanja modal ini terkait dengan keputusan perusahaan untuk melakukan ekspansi atau mempertahankan aset yang sudah ada. Untuk perusahaan yang beroperasi dalam sektor yang memerlukan pembaruan aset secara teratur, seperti sektor energi atau

manufaktur, proyeksi CapEx yang akurat sangat krusial. Selain itu, tren kebutuhan modal kerja juga harus diperhatikan, terutama untuk perusahaan yang beroperasi dalam industri musiman atau dengan tingkat persediaan yang tinggi, seperti ritel atau perusahaan manufaktur. Perubahan dalam modal kerja bisa mempengaruhi kas yang tersedia, sehingga estimasi yang tepat mengenai perubahan dalam modal kerja sangat penting untuk menghitung FCFF secara akurat.

Proyeksi FCFF umumnya dilakukan untuk jangka waktu 5 hingga 10 tahun ke depan, dengan asumsi bahwa perusahaan akan menghasilkan arus kas yang stabil atau tumbuh selama periode ini. Setelah periode proyeksi, perusahaan sering kali diharapkan untuk memiliki nilai terminal, yaitu nilai yang mencerminkan arus kas yang dihasilkan perusahaan setelah periode proyeksi. Nilai terminal ini dapat dihitung menggunakan model *Gordon Growth* atau model *Exit Multiple*. Dalam model *Gordon Growth*, nilai terminal dihitung dengan rumus yang memperhitungkan tingkat pertumbuhan jangka panjang (g) dan WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). *Terminal value* memberikan gambaran mengenai nilai perusahaan yang melampaui periode proyeksi yang sudah ditentukan, yang merupakan komponen penting dalam menghitung total nilai perusahaan menggunakan FCFF.

Meskipun konsep dasar FCFF mudah dipahami, penerapannya dalam penilaian perusahaan sering kali menghadapi berbagai tantangan. Salah satu tantangan terbesar adalah sensitivitas terhadap asumsi yang digunakan dalam estimasi. Perubahan kecil dalam WACC atau dalam asumsi pertumbuhan terminal dapat menyebabkan fluktuasi besar dalam nilai perusahaan yang dihitung. Hal ini menunjukkan betapa pentingnya ketelitian dalam menentukan tingkat diskonto dan proyeksi pertumbuhan yang realistis. Misalnya, dalam industri yang sangat dipengaruhi oleh faktor eksternal seperti harga komoditas atau regulasi pemerintah, proyeksi pertumbuhan bisa sangat fluktuatif, yang pada gilirannya mempengaruhi estimasi FCFF.

Tantangan lainnya adalah kesulitan dalam menerapkan FCFF pada perusahaan baru atau startup. Perusahaan yang baru berdiri atau yang belum memiliki arus kas yang stabil sering kali sulit untuk dinilai dengan pendekatan FCFF. Hal ini karena proyeksi arus kas masa depan menjadi sangat spekulatif, dan tidak ada data historis yang cukup untuk mengandalkan proyeksi yang realistis. Startup seringkali berada dalam fase ekspansi dan mengalami fluktuasi arus kas yang signifikan, yang

membuat penggunaan FCFF menjadi kurang akurat dalam menentukan nilai perusahaan. Oleh karena itu, dalam kasus startup, pendekatan valuasi yang lebih berfokus pada potensi pertumbuhan atau metodologi alternatif seperti valuasi berbasis pasar atau comparables lebih sering digunakan.

FCFF sangat bergantung pada data keuangan yang akurat dan konsisten. Estimasi yang dilakukan dengan menggunakan data yang tidak tepat atau tidak konsisten dapat menghasilkan penilaian yang menyesatkan. Sebagai contoh, jika perusahaan tidak memiliki catatan yang jelas tentang belanja modal atau tidak mampu memperkirakan kebutuhan modal kerja dengan tepat, maka hasil perhitungan FCFF akan jauh dari realitas. Oleh karena itu, penting bagi analis keuangan untuk memastikan bahwa data yang digunakan dalam proyeksi FCFF berasal dari sumber yang dapat dipercaya dan bahwa asumsi yang dibuat mencerminkan kondisi ekonomi dan industri yang relevan.

Untuk mengatasi tantangan tersebut, sering kali dilakukan analisis sensitivitas terhadap variabel-variabel kunci yang digunakan dalam perhitungan FCFF, seperti WACC, tingkat pertumbuhan terminal, dan estimasi EBIT. Analisis sensitivitas ini membantu investor dan analis untuk memahami sejauh mana perubahan kecil dalam asumsi dapat mempengaruhi hasil valuasi. Misalnya, dalam sebuah studi kasus, jika asumsi tingkat pertumbuhan terminal dinaikkan dari 3% menjadi 4%, nilai perusahaan dapat meningkat signifikan. Sebaliknya, jika WACC naik, nilai perusahaan dapat berkurang drastis. Oleh karena itu, penting untuk memiliki margin of safety dalam proyeksi dan memastikan bahwa nilai yang dihitung tidak bergantung terlalu banyak pada asumsi yang sangat spekulatif.

Sebagai contoh penerapan FCFF dalam penilaian perusahaan, mari kita lihat studi kasus perusahaan energi PT XYZ. Misalkan perusahaan ini memiliki EBIT sebesar Rp 1 triliun, tarif pajak efektif sebesar 25%, depresiasi sebesar Rp 150 miliar, belanja modal sebesar Rp 300 miliar, dan peningkatan modal kerja sebesar Rp 100 miliar. Dalam hal ini, perhitungan FCFF dapat dilakukan dengan rumus yang sudah dijelaskan sebelumnya, menghasilkan FCFF sebesar Rp 500 miliar. Dengan menggunakan WACC sebesar 10%, analis dapat mendiskontokan arus kas masa depan perusahaan selama lima tahun ke depan, ditambah dengan *terminal value*, untuk menghasilkan nilai wajar perusahaan. Ini adalah aplikasi praktis FCFF dalam valuasi perusahaan

yang sering digunakan dalam berbagai konteks, termasuk saat perusahaan melakukan *Initial Public Offering* (IPO), evaluasi merger, atau restrukturisasi finansial. Pendekatan ini memberikan gambaran yang objektif mengenai nilai perusahaan berdasarkan kinerja operasionalnya, tanpa dipengaruhi oleh cara perusahaan dibiayai.

Pada konteks valuasi merger dan akuisisi, penggunaan FCFE juga sangat penting karena memberikan penilaian yang netral terhadap struktur modal perusahaan yang sedang dianalisis. FCFE menghitung nilai arus kas yang dihasilkan oleh perusahaan tanpa memperhitungkan bagaimana perusahaan tersebut dibiayai, sehingga memudahkan perbandingan antara perusahaan yang memiliki struktur modal berbeda. Hal ini sangat relevan ketika perusahaan yang diakuisisi memiliki tingkat utang yang tinggi atau struktur pembiayaan yang kompleks, yang dapat mempengaruhi valuasi jika menggunakan metode lain seperti *Free Cash Flow to Equity* (FCFE).

C. Free Cash Flow to Equity (FCFE)

Free Cash Flow to Equity (FCFE) adalah metrik penting dalam analisis keuangan dan penilaian perusahaan yang menggambarkan kas bersih yang tersedia bagi pemegang saham setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban operasional, investasi, dan keuangan, termasuk pembayaran bunga dan pelunasan utang. FCFE memberikan gambaran tentang potensi distribusi dividen atau pembelian kembali saham yang bisa dilakukan perusahaan tanpa mengganggu kelangsungan operasionalnya. Dalam konteks valuasi, FCFE menjadi pendekatan utama dalam model *Discounted Cash Flow to Equity* (DCF), yang digunakan untuk menghitung nilai wajar saham perusahaan secara langsung. Karena FCFE fokus pada arus kas yang tersedia bagi pemilik ekuitas, model ini sangat relevan untuk investor ekuitas dan analis pasar modal yang ingin mengetahui nilai intrinsik saham secara lebih spesifik. Metrik ini sangat bermanfaat bagi perusahaan dengan struktur modal yang stabil dan memiliki rekam jejak distribusi laba yang konsisten. Namun, FCFE juga memiliki tantangan tersendiri, terutama dalam mengestimasi pembayaran utang dan perubahan dalam struktur pembiayaan. Oleh karena itu, pemahaman yang mendalam atas konsep, metode penghitungan, serta aplikasinya dalam penilaian perusahaan sangat diperlukan.

1. Definisi, Rumus, dan Perbedaan FCFE dengan FCFF

Free Cash Flow to Equity (FCFE) adalah salah satu metrik yang digunakan dalam penilaian perusahaan untuk mengukur arus kas yang tersedia bagi pemegang saham setelah perusahaan memenuhi semua kewajiban operasional dan investasi. Dalam definisi yang lebih sederhana, FCFE menggambarkan seberapa banyak kas yang dapat dibagikan kepada pemegang saham tanpa memengaruhi kelangsungan operasional atau kemampuan perusahaan untuk tumbuh. FCFE sering digunakan dalam konteks valuasi perusahaan publik, di mana fokus utama adalah pada pemegang saham dan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan arus kas yang dapat didistribusikan kepadanya. Menurut Damodaran (2012), FCFE ini merupakan indikator penting karena mengukur seberapa besar potensi distribusi laba yang dapat dilakukan perusahaan, seperti dividen atau pembelian kembali saham, tanpa merusak kesehatan finansial perusahaan dalam jangka panjang.

Rumus dasar untuk menghitung FCFE adalah dengan mengakumulasi laba bersih setelah pajak, kemudian menambahkan kembali depresiasi dan amortisasi karena keduanya adalah pengeluaran non-kas yang tidak mempengaruhi arus kas aktual perusahaan. Selanjutnya, dikurangi dengan pengeluaran untuk belanja modal yang diperlukan untuk mempertahankan atau memperluas aset tetap perusahaan, serta perubahan dalam modal kerja bersih yang mencerminkan kebutuhan kas untuk operasi jangka pendek. Satu elemen penting lainnya dalam perhitungan FCFE adalah net debt issued, yaitu selisih antara utang baru yang diterbitkan dan pelunasan utang yang ada. Ini mengindikasikan arus kas yang dihasilkan atau digunakan untuk transaksi utang yang langsung mempengaruhi kas yang tersedia bagi pemegang saham. Dalam perhitungan ini, utang baru menambah kas yang tersedia, sedangkan pelunasan utang mengurangi kas tersebut.

FCFE juga dapat dihitung dari FCFF (*Free Cash Flow to Firm*), yang mengukur arus kas yang tersedia untuk seluruh penyandang dana, baik pemegang saham maupun kreditor. Dengan demikian, FCFE dapat dianggap sebagai FCFF yang sudah disesuaikan dengan pengaruh biaya bunga dan utang perusahaan. Perhitungan FCFE yang diturunkan dari FCFF ini dilakukan dengan mengurangi beban bunga yang telah disesuaikan dengan pajak, serta menambahkan atau mengurangi utang baru dan pelunasan utang. Pendekatan ini memungkinkan pemahaman yang lebih jelas tentang kas yang benar-benar tersedia untuk distribusi

kepada pemegang saham setelah perusahaan memenuhi kewajiban-kewajiban lain terkait dengan struktur modalnya.

Perbedaan mendasar antara FCFE dan FCFF terletak pada cakupan pemangku kepentingannya. FCFF menggambarkan arus kas yang tersedia untuk seluruh penyandang dana perusahaan, baik pemegang saham maupun kreditor. Ini mencerminkan kas yang dihasilkan dari operasi perusahaan tanpa memperhitungkan bagaimana perusahaan dibiayai, dan karenanya sering digunakan untuk menghitung nilai perusahaan secara keseluruhan. Sebaliknya, FCFE hanya mencerminkan kas yang tersedia untuk pemegang saham setelah perusahaan memenuhi kewajiban finansial terhadap kreditor, yang menjadikan FCFE lebih fokus pada aspek yang relevan dengan pemegang saham.

Secara praktis, perbedaan ini juga tercermin dalam tingkat diskonto yang digunakan untuk mendiskontokan arus kas ke nilai sekarang. FCFF didiskontokan menggunakan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), yang mencakup biaya modal dari seluruh sumber pembiayaan, baik ekuitas maupun utang. WACC menggambarkan rata-rata biaya modal yang harus dibayar oleh perusahaan kepada penyandang dana, mencakup baik pemegang saham maupun kreditor. Di sisi lain, FCFE didiskontokan menggunakan *cost of equity* (R_e), yang hanya mencerminkan biaya modal yang harus dibayar kepada pemegang saham. Dengan demikian, penggunaan FCFE lebih relevan dalam valuasi ekuitas atau saham perusahaan, di mana tujuan utama adalah untuk menghitung nilai yang dapat diakses atau didistribusikan kepada pemegang saham.

Struktur modal perusahaan berperan penting dalam perbedaan antara FCFE dan FCFF. FCFF tidak terpengaruh oleh struktur modal, karena ia mengukur arus kas yang tersedia untuk semua penyandang dana tanpa mempertimbangkan pembiayaan melalui utang atau ekuitas. Hal ini membuat FCFF lebih netral dan dapat digunakan untuk menilai perusahaan secara keseluruhan, terlepas dari bagaimana perusahaan tersebut dibiayai. Sebaliknya, FCFE sangat dipengaruhi oleh kebijakan utang perusahaan. Jika perusahaan memiliki utang yang tinggi, pembayaran bunga yang lebih besar akan mengurangi jumlah kas yang tersedia untuk pemegang saham, sehingga mempengaruhi perhitungan FCFE. Sebaliknya, jika perusahaan memiliki utang yang rendah atau

tidak ada utang sama sekali, lebih banyak kas yang akan tersedia untuk pemegang saham.

Karena perbedaan dalam cakupan dan pengaruh struktur modal, penggunaan FCFE lebih sesuai ketika perusahaan memiliki struktur utang yang stabil dan distribusi laba yang dapat diprediksi. Koller *et al.* (2020) mengemukakan bahwa FCFE sangat berguna ketika perusahaan memiliki kebijakan utang yang tidak berubah secara drastis dan dapat diperkirakan dengan baik, karena hal ini mempermudah perhitungan dan proyeksi arus kas yang tersedia bagi pemegang saham. Sebaliknya, untuk perusahaan dengan struktur modal yang lebih dinamis atau perusahaan yang terlibat dalam transaksi pembiayaan yang lebih kompleks, penggunaan FCFF lebih dianjurkan karena lebih mencerminkan nilai yang dihasilkan dari operasi perusahaan secara keseluruhan tanpa dipengaruhi oleh cara perusahaan tersebut dibiayai.

Perbedaan lain yang perlu diperhatikan adalah dalam hal aplikasi praktis keduanya. FCFF lebih sering digunakan dalam valuasi perusahaan secara keseluruhan, terutama dalam konteks pengambilalihan atau merger, di mana seluruh perusahaan dinilai tanpa mempertimbangkan apakah perusahaan tersebut memiliki utang atau tidak. Sementara itu, FCFE lebih tepat digunakan dalam valuasi saham atau ekuitas perusahaan, di mana fokus utama adalah pada distribusi kas yang dapat dilakukan kepada pemegang saham. Dalam situasi seperti evaluasi IPO atau analisis ekuitas, FCFE memberikan gambaran yang lebih jelas tentang seberapa banyak kas yang bisa diterima oleh pemegang saham setelah perusahaan memenuhi kewajiban terhadap kreditor dan investasi lainnya.

Penggunaan FCFE dan FCFF juga berbeda dalam hal fleksibilitas dalam struktur modal. Ketika sebuah perusahaan mengalami perubahan besar dalam struktur modalnya, seperti peningkatan utang yang signifikan atau pembelian kembali saham besar-besaran, FCFE bisa menjadi lebih dinamis dan memerlukan penyesuaian yang lebih sering. Hal ini bisa membuat proyeksi FCFE menjadi lebih menantang karena perubahan struktur modal yang cepat dapat memengaruhi arus kas yang tersedia bagi pemegang saham. Sebaliknya, FCFF tetap lebih stabil karena tidak terpengaruh oleh perubahan struktur modal, dan ini menjadikannya lebih mudah digunakan dalam situasi di mana perubahan pembiayaan perusahaan tidak terlalu signifikan.

Meskipun FCFE lebih relevan untuk valuasi saham dan lebih sensitif terhadap perubahan struktur modal, keduanya FCFE dan FCFF merupakan alat yang penting dalam analisis keuangan dan penilaian perusahaan. Memilih antara keduanya bergantung pada tujuan analisis dan struktur modal perusahaan yang sedang dianalisis. FCFF sering kali lebih berguna untuk perusahaan dengan struktur modal yang kompleks atau ketika tujuannya adalah untuk menilai nilai total perusahaan, sementara FCFE lebih cocok untuk analisis yang berfokus pada pemegang saham atau valuasi ekuitas perusahaan yang memiliki kebijakan utang yang stabil.

2. Aplikasi FCFE dalam Valuasi dan Tantangan Praktisnya

Pada praktik valuasi perusahaan, penggunaan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) menjadi sangat penting, terutama ketika tujuan utama adalah untuk mengukur nilai ekuitas atau saham yang tersedia bagi pemegang saham. Salah satu metode yang paling umum digunakan untuk melakukan estimasi ini adalah melalui model *Discounted Cash Flow to Equity* (DCF_E). Model ini berfokus pada proyeksi FCFE di masa depan yang kemudian didiskontokan dengan menggunakan tingkat biaya modal ekuitas (R_e). Rumus dasar yang digunakan dalam model ini adalah dengan mendiskontokan setiap proyeksi FCFE yang dihasilkan perusahaan selama periode tertentu, kemudian menjumlahkan hasil diskonto tersebut untuk mendapatkan nilai ekuitas perusahaan. Selain itu, model ini juga mempertimbangkan *terminal value*, yang menggambarkan nilai perusahaan setelah periode proyeksi selesai, dan biasanya dihitung menggunakan *Gordon Growth Model*. Di dalam model ini, *terminal value* dihitung dengan mengalikan FCFE pada tahun terakhir proyeksi dengan faktor pertumbuhan, kemudian membaginya dengan selisih antara biaya modal ekuitas dan tingkat pertumbuhan jangka panjang.

Model DCF_E ini sangat berguna dalam situasi tertentu, seperti ketika perusahaan membayar dividen yang tidak tetap atau memiliki kebijakan utang yang stabil. Dalam konteks seperti ini, investor lebih fokus pada nilai saham perusahaan, bukan nilai total perusahaan secara keseluruhan, karena yang dihitung dalam model ini adalah arus kas yang tersedia bagi pemegang saham. Salah satu contoh dari aplikasi model ini adalah dalam perhitungan valuasi saham perusahaan yang sudah mapan dengan struktur modal yang stabil. Dengan menggunakan FCFE, analis

dapat memperkirakan berapa banyak kas yang akan tersedia untuk dibagikan kepada pemegang saham setelah perusahaan memenuhi semua kewajiban operasional dan utang yang ada. Dalam hal ini, FCFE memberikan gambaran yang lebih realistis mengenai potensi distribusi laba kepada pemegang saham dan potensi return yang bisa diharapkan dari investasi.

Sebagai contoh, mari kita lihat studi kasus sederhana yang mengilustrasikan penerapan model DCFE. PT ABC, sebuah perusahaan yang terdaftar di bursa saham, memiliki laba bersih sebesar Rp 900 miliar, dengan depresiasi sebesar Rp 100 miliar dan belanja modal sebesar Rp 250 miliar. Selain itu, perusahaan juga mengalami kenaikan modal kerja sebesar Rp 50 miliar, pelunasan utang sebesar Rp 100 miliar, dan penerbitan utang baru sebesar Rp 150 miliar. Dengan data tersebut, kita dapat menghitung FCFE perusahaan, yang pada gilirannya dapat digunakan untuk menghitung nilai saham perusahaan menggunakan model DCFE. FCFE dihitung dengan rumus yang memperhitungkan laba bersih, depresiasi, belanja modal, perubahan modal kerja, serta perubahan dalam utang. Dalam hal ini, FCFE yang dihitung adalah Rp 750 miliar. Setelah itu, dengan menggunakan tingkat biaya ekuitas (R_e) sebesar 12% dan tingkat pertumbuhan jangka panjang (g) sebesar 5%, kita dapat menghitung nilai terminal saham pada tahun terakhir proyeksi. Hasil perhitungannya menunjukkan nilai terminal sebesar Rp 11.250 miliar, yang mencerminkan potensi nilai perusahaan pada periode setelah proyeksi utama berakhir.

Meskipun model DCFE ini sangat berguna dalam penilaian perusahaan, penerapannya tidak tanpa tantangan. Salah satu tantangan utama dalam penggunaan FCFE adalah ketergantungannya pada proyeksi utang. Strategi pembiayaan perusahaan, seperti penambahan atau pelunasan utang, dapat mempengaruhi secara signifikan nilai FCFE yang dihasilkan. Jika perusahaan melakukan pembiayaan dengan utang baru atau melunasi utang lama, perubahan ini akan langsung mempengaruhi jumlah kas yang tersedia bagi pemegang saham. Hal ini membuat estimasi nilai ekuitas menggunakan FCFE menjadi lebih spekulatif, karena perubahan kebijakan pembiayaan dapat mempengaruhi proyeksi arus kas yang dihasilkan. Dalam kondisi pasar yang tidak stabil atau ketika perusahaan memiliki strategi pembiayaan yang dinamis, proyeksi FCFE bisa menjadi kurang akurat dan berisiko memberikan estimasi yang tidak realistis.

Fluktuasi dividen dan pembayaran bunga juga dapat memengaruhi keandalan perhitungan FCFE. FCFE lebih volatil dibandingkan dengan *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) karena memperhitungkan pengaruh dari kebijakan pembiayaan dan beban bunga yang harus dibayar perusahaan. Pembayaran bunga yang lebih tinggi atau fluktuasi dalam kebijakan dividen akan mempengaruhi jumlah kas yang tersedia bagi pemegang saham. Jika perusahaan harus membayar bunga yang lebih besar karena tingkat utang yang tinggi, hal ini akan mengurangi FCFE, dan sebaliknya, jika perusahaan mengurangi pembayaran bunga atau melakukan restrukturisasi utang, maka FCFE akan meningkat. Oleh karena itu, dalam perusahaan dengan struktur pembiayaan yang lebih kompleks atau dalam industri yang mengalami fluktuasi besar dalam kebijakan utang dan dividen, proyeksi FCFE menjadi lebih sulit dilakukan dan hasilnya bisa sangat berfluktuasi.

FCFE juga kurang tepat digunakan dalam perusahaan dengan tingkat leverage yang tinggi atau struktur modal yang tidak stabil. Pada perusahaan dengan utang yang besar, pengaruh beban bunga menjadi sangat signifikan dalam perhitungan FCFE. Dalam hal ini, setiap perubahan dalam struktur utang akan mempengaruhi jumlah kas yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham. Oleh karena itu, bagi perusahaan dengan leverage tinggi, FCFE mungkin tidak memberikan gambaran yang akurat mengenai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas yang tersedia untuk pemegang saham. Dalam situasi seperti ini, model FCFF yang tidak terpengaruh oleh struktur modal perusahaan dapat memberikan hasil yang lebih realistis, karena model ini mengukur kas yang dihasilkan dari operasi perusahaan secara keseluruhan tanpa mempertimbangkan pengaruh utang atau ekuitas.

Penggunaan FCFE juga kurang sesuai untuk perusahaan *start-up* atau perusahaan yang belum memiliki arus kas positif yang stabil. *Start-up* biasanya belum menghasilkan laba yang cukup besar untuk membayar dividen atau memenuhi kewajiban utang, dan oleh karena itu, sulit untuk memproyeksikan FCFE secara akurat. Perusahaan *start-up* juga cenderung memiliki struktur keuangan yang belum mapan dan lebih banyak bergantung pada pembiayaan eksternal melalui ekuitas atau utang. Dalam hal ini, penggunaan FCFE sebagai dasar valuasi dapat menjadi tidak tepat, karena proyeksi arus kas yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut mungkin tidak mencerminkan potensi distribusi laba yang sebenarnya.

Meskipun demikian, meskipun ada tantangan yang signifikan dalam penerapan FCFE, model ini tetap memiliki keunggulan dalam situasi di mana perusahaan memiliki struktur pembiayaan yang stabil dan kebijakan dividen yang dapat diprediksi. Dalam perusahaan yang mapan dengan utang yang stabil dan strategi pembiayaan yang jelas, model DCFE memberikan cara yang baik untuk memperkirakan nilai saham berdasarkan proyeksi arus kas yang tersedia bagi pemegang saham. Oleh karena itu, meskipun penerapan FCFE memerlukan perhatian terhadap banyak faktor yang dapat mempengaruhi proyeksi, ia tetap menjadi alat yang penting dalam analisis keuangan, terutama untuk perusahaan yang telah memiliki kebijakan pembiayaan dan distribusi laba yang jelas.

Penggunaan model DCFE dengan FCFE sebagai dasar perhitungannya juga sangat relevan dalam situasi di mana investor atau analis ingin mendapatkan gambaran yang lebih jelas mengenai potensi pengembalian investasi dari saham perusahaan. Dalam hal ini, meskipun tantangan dalam proyeksi tetap ada, dengan data yang akurat dan analisis yang cermat terhadap kebijakan pembiayaan dan dividen perusahaan, model DCFE dapat memberikan nilai yang sangat berguna untuk keputusan investasi.

D. Penggunaan FCFF dan FCFE dalam Valuasi

Pada proses penilaian perusahaan, dua pendekatan utama berbasis arus kas yang sering digunakan adalah *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) dan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE). Keduanya merupakan bagian integral dari metode *Discounted Cash Flow* (DCF) yang bertujuan mengestimasi nilai intrinsik perusahaan berdasarkan proyeksi arus kas masa depan. Pemilihan antara pendekatan FCFF dan FCFE sangat bergantung pada tujuan valuasi, struktur modal perusahaan, serta ketersediaan data finansial. FCFF lebih cocok ketika penilai ingin mengetahui nilai total perusahaan secara menyeluruh (*enterprise value*), termasuk kepentingan pemegang utang dan ekuitas. Sementara FCFE lebih relevan untuk menghitung nilai ekuitas secara langsung. Meskipun berasal dari prinsip yang sama, kedua pendekatan ini memiliki perbedaan signifikan dalam hal komponen rumus, tingkat diskonto, serta sensitivitas terhadap strategi pembiayaan. Oleh karena itu, pemahaman mendalam atas penggunaan FCFF dan FCFE dalam praktik valuasi

sangat penting bagi analisis keuangan, investor, maupun manajer perusahaan dalam pengambilan keputusan strategis.

1. Perbedaan Metodologis dan Kesesuaian Penggunaan FCFF vs. FCFE

Free Cash Flow to Firm (FCFF) dan *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* adalah dua metode yang sering digunakan dalam valuasi perusahaan untuk mengukur arus kas yang tersedia, namun keduanya memiliki perbedaan metodologis yang mendasar, yang mempengaruhi penerapannya dalam berbagai situasi. FCFF adalah arus kas bersih yang tersedia bagi semua penyandang dana perusahaan, baik itu pemegang saham maupun kreditur, setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban operasional dan investasi. Formula untuk menghitung FCFF melibatkan pengurangan beban operasional, investasi dalam aset tetap, dan perubahan dalam modal kerja bersih dari *earnings before interest and taxes (EBIT)*, yang sudah dikoreksi dengan pajak. FCFF digunakan untuk menghitung enterprise value, yang merepresentasikan nilai total perusahaan tanpa memperhitungkan struktur modalnya. Penggunaan FCFF sangat relevan ketika tujuan utama adalah untuk mengevaluasi nilai keseluruhan perusahaan, karena FCFF mencakup arus kas yang tersedia untuk kedua jenis penyandang dana, yakni pemegang saham dan kreditur. Oleh karena itu, perhitungan FCFF akan memberikan gambaran yang lebih luas dan lebih komprehensif tentang keadaan keuangan perusahaan, terutama yang memiliki struktur utang atau modal yang kompleks.

Nilai perusahaan atau enterprise value dihitung dengan mendiskontokan proyeksi FCFF untuk setiap periode menggunakan tingkat biaya modal rata-rata tertimbang atau *weighted average cost of capital (WACC)*. WACC mencerminkan biaya total modal perusahaan yang mencakup biaya ekuitas dan biaya utang yang sudah dipertimbangkan berdasarkan proporsi masing-masing dalam struktur modal perusahaan. Setelah memperoleh nilai perusahaan, nilai ekuitas dapat dihitung dengan mengurangi net debt atau utang bersih perusahaan dari nilai total perusahaan yang sudah didiskontokan. Konsep ini sangat berguna dalam situasi di mana perusahaan memiliki kombinasi antara utang dan ekuitas dalam struktur modalnya dan memberikan gambaran yang lebih lengkap tentang bagaimana seluruh struktur modal

perusahaan bekerja dalam menghasilkan arus kas yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan kreditur.

Sebaliknya, FCFE lebih fokus pada arus kas yang tersisa bagi pemegang saham setelah memperhitungkan seluruh kebutuhan operasional, investasi, dan kewajiban pembayaran kepada kreditur. FCFE sering digunakan ketika valuasi hanya melibatkan pemegang saham, terutama ketika perusahaan memiliki utang yang relatif stabil dan kebijakan dividen yang sudah jelas. Formula untuk menghitung FCFE dimulai dengan laba bersih setelah pajak, kemudian menambahkan kembali depresiasi yang bersifat non-kas, mengurangi belanja modal untuk aset tetap, mengurangi perubahan dalam modal kerja bersih, dan akhirnya menambahkan atau mengurangi perubahan dalam utang bersih yang diterbitkan atau dilunasi. FCFE menggambarkan seberapa banyak kas yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham tanpa memengaruhi pertumbuhan perusahaan secara keseluruhan. Oleh karena itu, FCFE adalah ukuran yang lebih tepat untuk perusahaan yang berfokus pada pengembalian investasi langsung kepada pemegang saham, baik dalam bentuk dividen atau pembelian kembali saham.

Pada model valuasi berbasis FCFE, nilai ekuitas perusahaan dihitung dengan mendiskontokan proyeksi FCFE menggunakan biaya modal ekuitas (R_e). R_e mencerminkan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham atas investasi dalam perusahaan dan berbeda dengan WACC yang lebih luas, yang juga memperhitungkan biaya utang. Penggunaan R_e untuk mendiskontokan FCFE berfokus pada pemilik saham dan memberikan gambaran yang lebih spesifik mengenai potensi keuntungan yang dapat diterima oleh pemegang saham dari arus kas yang tersedia. Oleh karena itu, FCFE lebih cocok digunakan dalam valuasi saham individual, bukan untuk penilaian keseluruhan perusahaan. Ini menjadi sangat berguna bagi investor atau analis yang berfokus pada keuntungan langsung yang dapat diterima oleh pemegang saham dan bagaimana perusahaan mengelola utang serta modal ekuitas dalam menghasilkan arus kas yang dapat dibagikan kepadanya.

Meskipun FCFE dan FCFD memiliki kesamaan dalam hal penggunaan proyeksi arus kas masa depan dan diskonto untuk menentukan nilai ekuitas atau perusahaan, perbedaan mendasar antara keduanya terletak pada tingkat diskonto yang digunakan dan caranya memperhitungkan struktur modal. FCFD menggunakan WACC sebagai tingkat diskonto karena memperhitungkan arus kas untuk seluruh

penyandang dana, yang mencakup baik pemegang saham maupun kreditur. Sementara itu, FCFE hanya menggunakan *cost of equity* (R_e) sebagai tingkat diskonto karena hanya mempertimbangkan arus kas yang tersedia bagi pemegang saham saja. Oleh karena itu, FCFF lebih cocok digunakan untuk perusahaan dengan struktur modal yang kompleks dan bervariasi, karena ia tidak terpengaruh langsung oleh fluktuasi dalam struktur utang atau kebijakan pembiayaan perusahaan. Sebaliknya, FCFE lebih cocok untuk perusahaan dengan utang yang relatif stabil, di mana perubahan utang atau kebijakan pembiayaan tidak berdampak besar pada arus kas yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham.

Salah satu keunggulan FCFF adalah kestabilannya dalam menghadapi perubahan dalam kebijakan pembiayaan jangka pendek perusahaan. FCFF mencerminkan arus kas yang dihasilkan oleh operasi perusahaan tanpa dipengaruhi oleh keputusan pembiayaan seperti perubahan dalam utang atau pengeluaran modal terkait utang. Ini membuat FCFF lebih stabil dan kurang sensitif terhadap kebijakan utang yang dapat berubah dari waktu ke waktu, seperti perubahan dalam suku bunga atau kebijakan pembiayaan jangka panjang. Oleh karena itu, FCFF sangat berguna untuk valuasi perusahaan yang memiliki struktur modal yang beragam atau yang memiliki kebijakan pembiayaan yang lebih dinamis. Di sisi lain, FCFE lebih sensitif terhadap kebijakan pembiayaan perusahaan, karena perubahan dalam utang bersih yang diterbitkan atau dilunasi akan langsung mempengaruhi jumlah kas yang tersedia bagi pemegang saham. Hal ini membuat FCFE lebih volatile dan lebih rentan terhadap perubahan dalam strategi pembiayaan, yang pada gilirannya dapat memengaruhi estimasi nilai saham yang dihasilkan.

FCFF lebih sesuai digunakan untuk perusahaan yang memiliki struktur modal yang kompleks atau yang sedang mengalami perubahan besar dalam pembiayaan. Misalnya, perusahaan dengan utang yang tinggi atau yang sedang bertransisi antara pembiayaan ekuitas dan utang, seperti perusahaan dalam proses restrukturisasi atau merger. FCFF memberikan gambaran yang lebih akurat tentang nilai perusahaan secara keseluruhan, tanpa terpengaruh oleh keputusan utang atau ekuitas yang bersifat sementara. Dalam hal ini, FCFF memberikan perspektif yang lebih luas mengenai nilai perusahaan, yang mencakup potensi arus kas yang dapat dibagikan kepada semua penyandang dana, bukan hanya pemegang saham.

FCFE lebih cocok digunakan untuk perusahaan yang memiliki utang stabil dan memiliki kebijakan pembiayaan yang lebih konsisten. Karena FCFE hanya memperhitungkan kas yang tersedia untuk pemegang saham, ia lebih tepat untuk valuasi saham daripada valuasi keseluruhan perusahaan. FCFE cocok digunakan pada perusahaan yang relatif bebas dari perubahan besar dalam struktur modal atau yang memiliki kebijakan utang yang terprediksi. Selain itu, FCFE juga lebih tepat untuk perusahaan yang memiliki arus kas yang cukup stabil dan dapat diandalkan untuk memberikan distribusi laba kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau pembelian kembali saham. Oleh karena itu, FCFE lebih sering digunakan oleh investor yang ingin menilai potensi pengembalian langsung yang dapat diterima dari investasi di perusahaan.

Perbandingan metodologis antara FCFF dan FCFE juga menunjukkan perbedaan dalam ketergantungan data utang. FCFF tidak terlalu sensitif terhadap perubahan utang karena arus kas yang dihitung mencakup semua sumber pembiayaan perusahaan, baik itu ekuitas maupun utang. Sebaliknya, FCFE sangat sensitif terhadap perubahan dalam utang bersih, karena setiap perubahan dalam struktur utang akan langsung mempengaruhi jumlah kas yang tersedia bagi pemegang saham. Hal ini membuat FCFE lebih bergantung pada kebijakan pembiayaan jangka pendek perusahaan, yang dapat mempengaruhi hasil estimasi valuasi secara signifikan. Oleh karena itu, meskipun keduanya memiliki tujuan yang sama dalam menghitung nilai ekuitas atau perusahaan, pemilihan antara FCFF dan FCFE harus didasarkan pada karakteristik struktur modal perusahaan dan tujuan dari valuasi itu sendiri.

Baik FCFF maupun FCFE memiliki peran penting dalam analisis valuasi perusahaan, dan pemilihan antara keduanya harus dilakukan dengan mempertimbangkan struktur modal perusahaan, kebijakan pembiayaan, serta tujuan utama dari valuasi yang dilakukan. FCFF memberikan gambaran yang lebih luas mengenai nilai perusahaan dan lebih stabil dalam menghadapi fluktuasi pembiayaan, sementara FCFE lebih cocok untuk valuasi saham dengan struktur utang yang stabil dan lebih sensitif terhadap kebijakan utang.

2. Studi Kasus dan Implikasi Praktis Penggunaan FCFF dan FCFE

Studi kasus komparatif antara FCFF dan FCFE pada PT XYZ memberikan gambaran yang jelas mengenai bagaimana kedua metode valuasi ini menghasilkan hasil yang berbeda tergantung pada pendekatan yang digunakan. Dalam kasus ini, perusahaan memiliki EBIT sebesar Rp 1.000 miliar, pajak 25%, depresiasi Rp 200 miliar, belanja modal (CapEx) Rp 300 miliar, perubahan modal kerja (Δ NWC) Rp 100 miliar, dan penerbitan utang bersih sebesar Rp 50 miliar. Dengan menggunakan data ini, kita dapat menghitung FCFF dan FCFE untuk mendapatkan nilai perusahaan dan nilai ekuitas, masing-masing menggunakan pendekatan yang berbeda.

Untuk menghitung FCFF, kita memulai dengan mengurangi EBIT yang sudah dikenakan pajak dengan beban operasional lainnya. Mengingat EBIT adalah laba operasional sebelum bunga dan pajak, kita harus menguranginya dengan pajak yang berlaku, yakni 25%. Maka, perhitungan FCFF untuk tahun pertama adalah Rp 1.000 miliar dikalikan dengan $(1 - 0.25)$, menghasilkan Rp 750 miliar setelah dikurangi CapEx dan perubahan modal kerja bersih. Hasil ini mencerminkan kas yang tersedia bagi semua penyandang dana perusahaan, baik pemegang saham maupun kreditur. Setelah mendapatkan FCFF, kita mendiskontokannya menggunakan WACC yang sebesar 10%, menghasilkan enterprise value sebesar Rp 682 miliar.

Perhitungan FCFE lebih fokus pada arus kas yang tersedia untuk pemegang saham saja. Dengan mengambil laba bersih atau net income sebesar Rp 600 miliar dan menambahkan kembali depresiasi, kemudian mengurangi belanja modal dan perubahan modal kerja, serta memperhitungkan penerbitan utang bersih, kita mendapatkan FCFE sebesar Rp 450 miliar. Kemudian, FCFE ini didiskontokan menggunakan *cost of equity* (R_e) sebesar 12%, yang menghasilkan equity value sebesar Rp 402 miliar. Hasil ini menunjukkan nilai yang dapat didistribusikan langsung kepada pemegang saham setelah memperhitungkan semua kewajiban kepada kreditur.

Perbedaan hasil valuasi yang signifikan antara FCFF dan FCFE menunjukkan implikasi yang mendalam dalam praktik valuasi perusahaan. FCFF lebih cocok untuk menilai *enterprise value* secara keseluruhan, karena ia mencakup semua sumber pembiayaan, baik utang maupun ekuitas. Pendekatan ini memberikan gambaran yang lebih

lengkap tentang nilai perusahaan dan lebih stabil karena tidak terlalu dipengaruhi oleh fluktuasi dalam struktur modal atau kebijakan pembiayaan jangka pendek. Ini menjadikannya pilihan yang lebih baik untuk perusahaan dengan struktur modal yang kompleks atau yang sedang mengalami perubahan besar dalam pembiayaan. Sebaliknya, FCFE lebih fokus pada kas yang tersedia bagi pemegang saham dan memberikan gambaran yang lebih tepat mengenai pengembalian yang dapat diperoleh oleh investor. Oleh karena itu, FCFE lebih cocok untuk valuasi saham, terutama untuk perusahaan dengan utang yang relatif stabil atau yang memiliki kebijakan dividen yang sudah jelas.

Sebagaimana dijelaskan oleh Koller *et al.* (2020), pendekatan FCFF sering digunakan oleh analis investasi institusional, terutama dalam kasus di mana struktur modal perusahaan tidak diketahui secara pasti atau sangat dinamis. Hal ini disebabkan oleh sifat FCFF yang tidak terlalu terpengaruh oleh keputusan pembiayaan jangka pendek, yang menjadikannya lebih stabil dan dapat diterapkan untuk perusahaan dengan struktur modal yang kompleks. Sebaliknya, FCFE lebih sering digunakan oleh investor individu yang ingin menilai potensi pengembalian atas investasi saham, karena FCFE memberikan proyeksi kas yang lebih langsung mengenai apa yang dapat diterima oleh pemegang saham dalam bentuk dividen atau pembelian kembali saham.

Kelebihan dan keterbatasan kedua pendekatan, FCFF memiliki keunggulan dalam kestabilannya karena tidak dipengaruhi oleh perubahan utang jangka pendek. Ini menjadikannya pilihan yang lebih baik untuk perusahaan yang memiliki struktur modal yang kompleks atau yang sedang mengalami perubahan besar dalam pembiayaan. Namun, kekurangannya adalah bahwa FCFF hanya memberikan nilai untuk seluruh perusahaan, dan nilai ekuitas harus dihitung dengan mengurangi utang bersih. Di sisi lain, FCFE lebih fokus pada pemegang saham dan memberikan estimasi yang lebih tepat mengenai nilai saham perusahaan. Namun, FCFE sulit digunakan untuk perusahaan yang memiliki struktur utang yang tidak stabil, karena perubahan dalam utang dapat mempengaruhi hasil estimasi secara signifikan.

Pemilihan antara FCFF dan FCFE bergantung pada tujuan valuasi dan karakteristik perusahaan yang dianalisis. Jika perusahaan memiliki struktur modal yang kompleks atau jika tujuan utama valuasi adalah untuk menilai nilai total perusahaan (termasuk utang dan ekuitas), maka FCFF adalah pendekatan yang lebih tepat. Pendekatan ini juga

lebih berguna jika data keuangan yang lengkap tidak tersedia untuk estimasi utang jangka panjang, karena FCFF tidak terlalu bergantung pada perubahan dalam utang. Sebaliknya, jika tujuan valuasi adalah untuk estimasi nilai saham secara langsung, terutama untuk perusahaan dengan struktur utang yang stabil, maka FCFE adalah pilihan yang lebih tepat. FCFE memberikan gambaran yang lebih jelas mengenai pengembalian investasi yang dapat diterima oleh pemegang saham dan lebih relevan bagi investor yang fokus pada keputusan investasi dari sisi ekuitas. Oleh karena itu, pemilihan pendekatan antara FCFF dan FCFE harus mempertimbangkan faktor-faktor seperti struktur modal perusahaan, tujuan dari valuasi, dan jenis investor yang terlibat dalam proses valuasi.

E. Kelebihan dan Kelemahan Pendekatan FCF

Pendekatan *Free Cash Flow* (FCF), baik dalam bentuk *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) maupun *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), banyak digunakan dalam valuasi perusahaan dengan tujuan untuk memperoleh estimasi nilai intrinsik yang didasarkan pada arus kas yang tersedia bagi perusahaan atau pemegang saham. Meskipun sangat populer di kalangan analis keuangan, pendekatan ini memiliki kelebihan dan kelemahan yang perlu dipahami oleh para praktisi dan investor agar dapat diterapkan secara tepat sesuai dengan konteks dan tujuan valuasi.

1. Kelebihan Pendekatan FCF

Pendekatan *Free Cash Flow* (FCF) dalam valuasi perusahaan memiliki sejumlah kelebihan yang menjadikannya sebagai salah satu metode yang banyak digunakan oleh analis dan investor dalam menilai nilai perusahaan. Salah satu keunggulan utama dari pendekatan ini adalah fokusnya pada arus kas yang dihasilkan oleh operasi perusahaan, yang memberikan gambaran lebih realistis mengenai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansialnya. Arus kas bebas mencerminkan uang yang benar-benar dihasilkan oleh perusahaan setelah memperhitungkan semua pengeluaran operasional dan investasi yang diperlukan untuk mempertahankan dan mengembangkan usaha. Ini sangat berbeda dengan pendekatan berbasis laba, yang sering kali dipengaruhi oleh kebijakan akuntansi dan asumsi-asumsi yang dapat

membuat laporan laba rugi tidak mencerminkan kondisi kas yang sebenarnya. Dalam hal ini, FCF memberikan informasi yang lebih akurat dan dapat diandalkan mengenai likuiditas perusahaan dan kemampuannya untuk menghasilkan nilai bagi pemegang saham dan kreditur.

Menurut Damodaran (2012), penggunaan arus kas bebas dalam valuasi memberikan indikasi yang lebih kuat mengenai potensi pengembalian investasi yang nyata. Hal ini karena arus kas yang digunakan dalam pendekatan FCF lebih mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan uang tunai yang dapat digunakan untuk membayar utang atau membagikan dividen kepada pemegang saham. Dalam banyak kasus, perusahaan mungkin menghasilkan laba yang besar, tetapi jika perusahaan tidak dapat mengonversi laba tersebut menjadi arus kas yang dapat digunakan, maka perusahaan tersebut mungkin menghadapi kesulitan finansial. Oleh karena itu, menggunakan FCF sebagai dasar valuasi lebih mencerminkan nilai yang dapat diwujudkan dalam bentuk pengembalian finansial yang nyata, yang akan lebih relevan bagi para investor dalam membuat keputusan investasi.

Pendekatan FCF mengatasi masalah yang sering muncul pada penggunaan pendekatan berbasis laba, yang dapat terdistorsi oleh berbagai kebijakan akuntansi. Laporan laba rugi yang digunakan dalam valuasi berbasis laba sering kali dipengaruhi oleh penyusutan, amortisasi, dan pengakuan pendapatan yang bersifat subjektif. Misalnya, pilihan metode penyusutan atau cara pengakuan pendapatan dapat mempengaruhi besar kecilnya laba yang tercatat dalam laporan keuangan, meskipun tidak berhubungan langsung dengan arus kas yang sebenarnya. Dengan demikian, pengukuran berdasarkan laba bisa menjadi tidak akurat dalam mencerminkan kinerja operasional perusahaan yang sesungguhnya. Pendekatan FCF, yang berfokus pada arus kas, menghindari pengaruh kebijakan akuntansi ini dan memberikan estimasi nilai perusahaan yang lebih objektif dan stabil. Koller *et al.* (2020) menyatakan bahwa model *Discounted Cash Flow* (DCF) yang menggunakan FCFF atau FCFE memberikan cara yang lebih andal untuk menilai nilai perusahaan, karena ia lebih fokus pada arus kas yang dapat digunakan dalam pembiayaan maupun distribusi kepada pemegang saham.

Keuntungan lain dari pendekatan FCF adalah fleksibilitasnya dalam penilaian berbagai jenis perusahaan. Dalam dunia nyata,

perusahaan memiliki struktur modal yang sangat bervariasi, dari yang sederhana hingga yang sangat kompleks. Ada perusahaan yang didanai terutama dengan ekuitas, sementara yang lain mungkin memiliki proporsi utang yang besar. Dengan pendekatan FCF, analis dapat memilih apakah akan menggunakan FCFF (*Free Cash Flow to Firm*) atau FCFE (*Free Cash Flow to Equity*), tergantung pada tujuan valuasi dan struktur modal perusahaan. FCFF lebih tepat digunakan untuk menghitung nilai total perusahaan, termasuk semua penyandang dana, baik itu kreditur maupun pemegang saham. Sementara itu, FCFE lebih fokus pada nilai ekuitas perusahaan, yang lebih relevan untuk investor yang tertarik pada pengembalian investasi ekuitas. Oleh karena itu, pendekatan FCF memungkinkan penilai untuk menilai perusahaan secara fleksibel, baik dari perspektif investor ekuitas maupun penyandang dana secara keseluruhan.

Pendekatan FCF juga memberikan keuntungan dalam hal mengurangi ketergantungan pada estimasi laba yang mungkin tidak selalu mencerminkan kondisi operasional perusahaan secara tepat. Estimasi laba sering kali didasarkan pada perkiraan yang dapat dipengaruhi oleh banyak faktor, seperti kebijakan akuntansi, taksiran biaya, atau proyeksi penjualan yang mungkin berubah dari waktu ke waktu. Selain itu, laba yang tercatat dalam laporan keuangan tidak selalu dapat diubah menjadi kas yang dapat digunakan untuk memenuhi kewajiban. Dengan berfokus pada arus kas yang dihasilkan dari operasi perusahaan, pendekatan FCF mengurangi ketergantungan pada estimasi laba yang bisa terdistorsi oleh faktor-faktor eksternal. Oleh karena itu, pendekatan FCF cenderung memberikan hasil yang lebih objektif dan lebih mencerminkan potensi pengembalian investasi yang sebenarnya.

Meskipun pendekatan FCF menawarkan banyak kelebihan, ada beberapa tantangan yang harus dihadapi ketika menggunakan metode ini. Salah satunya adalah kesulitan dalam menghitung proyeksi arus kas di masa depan, terutama untuk perusahaan yang mengalami fluktuasi pendapatan yang tajam. Proyeksi arus kas untuk perusahaan yang stabil dan memiliki pendapatan yang dapat diprediksi cenderung lebih mudah dilakukan, namun untuk perusahaan yang mengalami ketidakpastian pasar atau memiliki model bisnis yang sangat dinamis, proyeksi ini dapat menjadi jauh lebih rumit. Dalam kasus seperti ini, prediksi arus kas di masa depan bisa menjadi sangat spekulatif, yang dapat mengurangi akurasi dan keandalan valuasi. Oleh karena itu, meskipun pendekatan

FCF memberikan gambaran yang lebih realistis tentang nilai perusahaan, tantangan utama tetap ada dalam proses perkiraan arus kas yang harus dilakukan dengan hati-hati dan berdasarkan informasi yang valid.

Meskipun pendekatan FCF cenderung memberikan estimasi yang lebih akurat dibandingkan dengan pendekatan berbasis laba, hal ini tidak berarti bahwa metode ini bebas dari kelemahan. Salah satu keterbatasannya adalah bahwa pendekatan FCF mengabaikan beberapa faktor penting yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, seperti potensi pertumbuhan atau risiko operasional yang lebih besar dari waktu ke waktu. Misalnya, perusahaan yang sedang berada dalam tahap ekspansi atau yang beroperasi di pasar yang berkembang mungkin menghadapi lebih banyak ketidakpastian dalam proyeksi arus kasnya. Oleh karena itu, walaupun FCF memberikan gambaran yang lebih akurat tentang kondisi kas perusahaan, pendekatan ini tidak selalu mempertimbangkan sepenuhnya risiko-risiko yang ada di luar arus kas itu sendiri. Analisis harus mempertimbangkan faktor-faktor tambahan yang mungkin mempengaruhi kelangsungan usaha dan pertumbuhan jangka panjang perusahaan ketika menggunakan pendekatan FCF untuk valuasi.

Keuntungan lain dari pendekatan FCF adalah bahwa ia lebih relevan untuk perusahaan yang memiliki tingkat utang tinggi atau yang sedang berada dalam fase transisi pembiayaan. Untuk perusahaan dengan struktur modal yang lebih kompleks, seperti yang memiliki utang yang besar atau yang sedang melakukan merger atau akuisisi, FCF memberikan cara yang lebih tepat untuk menilai nilai perusahaan secara keseluruhan. Pendekatan ini memungkinkan analisis untuk mempertimbangkan baik arus kas yang tersedia bagi pemegang saham maupun bagi kreditur, sehingga memberikan gambaran yang lebih lengkap tentang kesehatan finansial perusahaan. Di sisi lain, pendekatan berbasis laba sering kali terdistorsi oleh pengaruh eksternal yang mungkin tidak sepenuhnya mencerminkan arus kas yang dapat digunakan untuk membayar utang atau membagikan dividen kepada pemegang saham. Oleh karena itu, FCF menawarkan keuntungan besar dalam hal memberikan estimasi nilai yang lebih realistis, terutama dalam perusahaan dengan struktur modal yang lebih kompleks atau dalam situasi yang memerlukan analisis mendalam tentang likuiditas perusahaan.

Pendekatan FCF juga memfasilitasi perbandingan antar perusahaan dengan karakteristik yang berbeda, baik dari segi industri maupun struktur modal. Dengan mengandalkan arus kas bebas, yang lebih bersifat universal, FCF memungkinkan analisis untuk membandingkan perusahaan dari berbagai sektor tanpa terlalu dipengaruhi oleh kebijakan akuntansi atau struktur modal masing-masing perusahaan. Hal ini memberikan fleksibilitas yang besar dalam melakukan analisis antar perusahaan dan memungkinkan perbandingan yang lebih fair. Apalagi, jika perusahaan-perusahaan yang dibandingkan memiliki tingkat pertumbuhan yang berbeda atau beroperasi dalam sektor industri yang memiliki kebijakan akuntansi yang sangat berbeda, pendekatan FCF dapat mengatasi perbedaan ini dengan menilai perusahaan berdasarkan arus kas nyata yang dihasilkan.

2. Kelemahan Pendekatan FCF

Pendekatan *Free Cash Flow* (FCF) dalam penilaian perusahaan memang memiliki kelebihan yang sangat signifikan, namun tidak lepas dari sejumlah kelemahan yang harus dipertimbangkan dalam penggunaannya. Salah satu kelemahan utama pendekatan ini adalah kesulitan dalam memproyeksikan arus kas masa depan dengan tingkat akurasi yang tinggi. Proyeksi arus kas ini sangat bergantung pada berbagai faktor internal dan eksternal yang tidak selalu dapat diprediksi dengan tepat. Faktor eksternal seperti perubahan kondisi ekonomi, kebijakan pemerintah, atau fluktuasi pasar dapat sangat mempengaruhi arus kas yang dihasilkan perusahaan. Di sisi lain, faktor internal yang berasal dari keputusan manajerial perusahaan, seperti perubahan dalam strategi operasional atau investasi, juga dapat menyebabkan perbedaan yang signifikan antara proyeksi dan realitas. Dalam banyak kasus, proyeksi arus kas yang tidak akurat dapat menghasilkan penilaian nilai perusahaan yang sangat bias dan menyesatkan para pemangku kepentingan yang bergantung pada analisis tersebut. Brigham & Ehrhardt (2014) mengungkapkan bahwa untuk menghasilkan estimasi arus kas yang realistis, dibutuhkan pemahaman yang mendalam tentang operasi perusahaan dan proyeksi masa depan yang sangat kompleks, yang mungkin tidak selalu tersedia, terutama bagi perusahaan yang beroperasi di industri yang sangat dinamis atau yang memiliki banyak variabel yang berubah dengan cepat.

Pendekatan FCF juga sangat sensitif terhadap asumsi tingkat diskonto yang digunakan dalam perhitungan nilai perusahaan. Tingkat diskonto ini berfungsi untuk mendiskontokan arus kas masa depan ke nilai saat ini, dan sangat penting untuk menentukan nilai sekarang dari arus kas yang dihasilkan perusahaan. Untuk FCFF (*Free Cash Flow to Firm*), tingkat diskonto yang digunakan adalah *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), sementara untuk FCFE (*Free Cash Flow to Equity*), digunakan *Cost of Equity* (Re). Pemilihan tingkat diskonto yang tepat sangat menentukan hasil dari perhitungan valuasi, dan ketidakakuratan dalam memperkirakan WACC atau Re dapat menyebabkan fluktuasi besar dalam nilai perusahaan yang dihitung. Ross *et al.* (2016) menjelaskan bahwa ketergantungan yang besar pada tingkat diskonto yang tepat memerlukan analisis mendalam terhadap biaya modal perusahaan, yang seringkali sulit dilakukan dengan presisi yang tinggi. Misalnya, dalam situasi di mana perusahaan sedang mengalami perubahan signifikan dalam struktur modal atau memiliki tingkat utang yang tidak stabil, menentukan WACC yang akurat bisa sangat menantang, dan jika data terkait biaya modal tidak lengkap atau akurat, hasil valuasi yang dihasilkan bisa sangat menyimpang dari nilai yang sebenarnya.

Pendekatan FCFF bisa menjadi lebih rumit ketika diterapkan pada perusahaan yang memiliki struktur modal yang sangat kompleks atau yang sering terlibat dalam perubahan signifikan dalam pembiayaan. Misalnya, perusahaan yang sedang melakukan merger atau akuisisi, atau perusahaan yang sering memodifikasi utang jangka panjang, dapat memiliki struktur modal yang tidak stabil dan sulit diprediksi. Dalam hal ini, proyeksi arus kas bebas yang dilakukan dengan pendekatan FCFF harus mempertimbangkan tidak hanya arus kas yang dihasilkan dari operasi perusahaan, tetapi juga perubahan dalam biaya utang dan kewajiban pembiayaan yang terkait. Jika tidak, estimasi nilai perusahaan yang dihasilkan bisa sangat tidak akurat. Perusahaan yang memiliki tingkat utang yang tinggi, misalnya, dapat memiliki arus kas bebas yang lebih tertekan oleh kewajiban pembayaran bunga dan utang, dan jika proyeksi tersebut tidak memperhitungkan perubahan dalam biaya utang atau pengeluaran untuk pembiayaan, maka perhitungan nilai perusahaan akan kurang mencerminkan kenyataan. Penyesuaian terhadap perubahan dalam struktur modal ini membutuhkan keahlian yang lebih mendalam dan informasi yang lebih lengkap, sehingga meningkatkan kerumitan

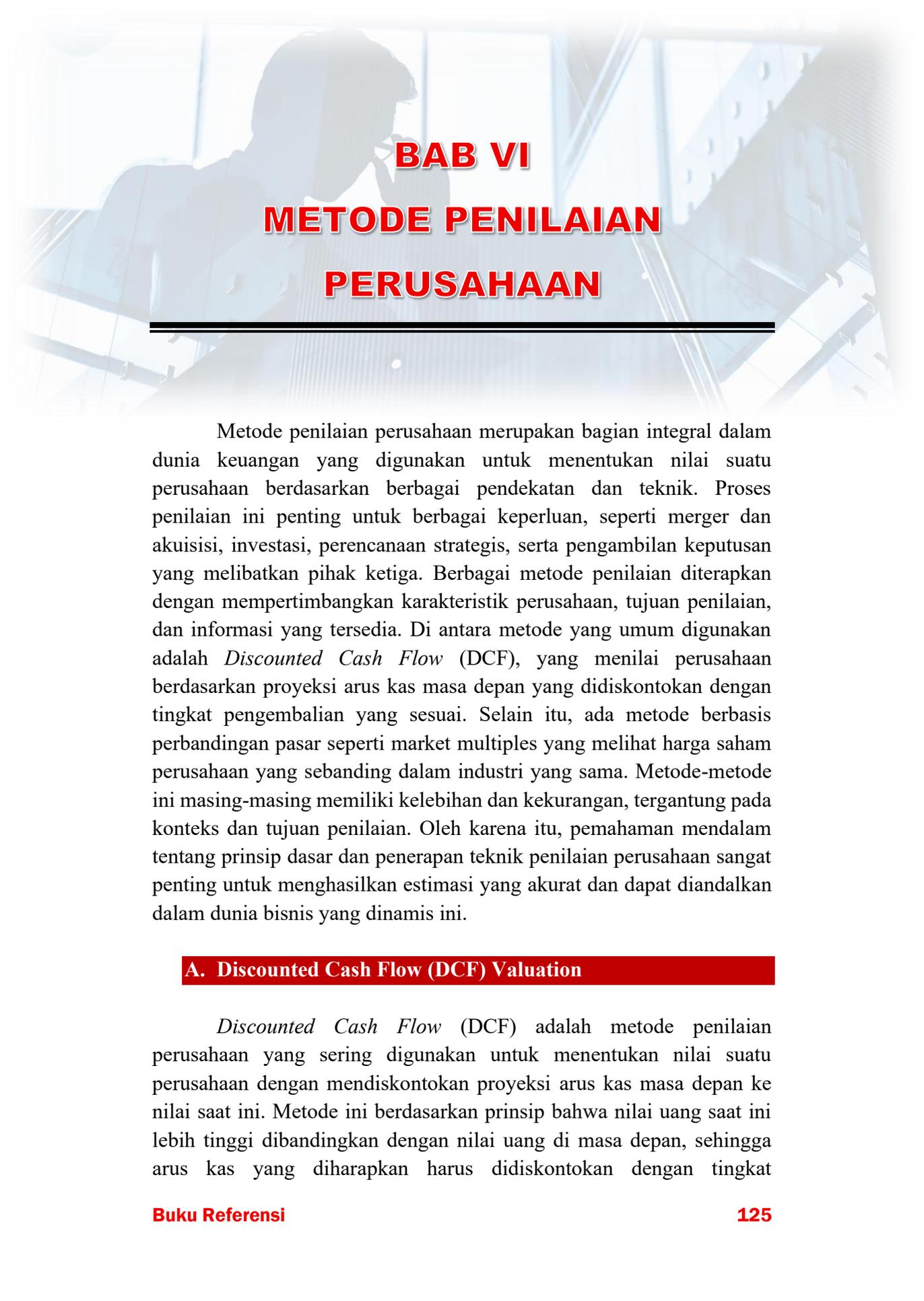
dalam menggunakan pendekatan FCFF pada perusahaan dengan struktur modal yang kompleks.

Kelemahan lainnya adalah ketergantungan pada informasi yang cukup lengkap dan akurat mengenai arus kas, investasi, dan pengeluaran perusahaan. Pendekatan FCF membutuhkan data yang sangat detail untuk menghasilkan estimasi nilai perusahaan yang akurat. Data yang diperlukan meliputi proyeksi pendapatan, biaya operasional, investasi yang diperlukan untuk mempertahankan atau mengembangkan perusahaan, serta perubahan dalam modal kerja bersih dan kewajiban pembiayaan. Namun, data semacam ini tidak selalu tersedia secara lengkap atau dapat diandalkan, terutama bagi perusahaan yang lebih kecil, yang mungkin tidak memiliki sistem pelaporan yang canggih atau perusahaan yang kurang transparan dalam hal informasi keuangan. Ketidakeengkapan data ini dapat menyebabkan kesalahan dalam perhitungan nilai perusahaan, yang pada akhirnya mempengaruhi keputusan investasi yang didasarkan pada valuasi tersebut. Dalam beberapa kasus, jika informasi yang digunakan dalam proyeksi arus kas tidak lengkap atau tidak akurat, maka hasil estimasi nilai perusahaan bisa sangat bias, yang bisa merugikan pihak-pihak yang terlibat, termasuk investor, manajer perusahaan, atau kreditor.

Pendekatan FCF juga menghadapi tantangan dalam hal proyeksi jangka panjang, yang sering kali sangat spekulatif. Perusahaan yang beroperasi dalam industri yang cepat berubah atau yang menghadapi ketidakpastian ekonomi dapat menghadapi kesulitan dalam meramalkan arus kas selama periode yang lebih lama. Proyeksi jangka panjang yang terlalu optimistis atau pesimistis bisa mengarah pada kesalahan dalam estimasi nilai perusahaan. Oleh karena itu, meskipun pendekatan FCF menawarkan gambaran yang lebih realistis tentang kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas, kesulitan dalam memprediksi arus kas masa depan dalam jangka panjang tetap menjadi masalah yang signifikan. Faktor-faktor seperti perubahan teknologi, tren pasar, atau kebijakan pemerintah yang tidak dapat diprediksi dapat mempengaruhi kinerja finansial perusahaan, dan hal ini sulit untuk diprediksi dengan akurat. Dalam banyak kasus, proyeksi jangka panjang yang salah dapat menghasilkan valuasi yang jauh dari nilai yang sebenarnya.

Pendekatan FCF tidak selalu mempertimbangkan faktor risiko yang lebih luas yang dapat memengaruhi kinerja perusahaan. Meskipun pendekatan ini memberikan gambaran yang lebih jelas tentang arus kas

yang dihasilkan oleh perusahaan, ia tidak selalu mencakup risiko eksternal yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan di masa depan. Faktor-faktor seperti perubahan regulasi, perubahan kebijakan fiskal dan moneter, atau ketidakpastian ekonomi global bisa berpengaruh besar pada arus kas yang dihasilkan perusahaan, tetapi hal-hal ini seringkali sulit untuk dimodelkan dengan tepat dalam proyeksi arus kas. Oleh karena itu, pendekatan FCF mungkin tidak cukup mencakup risiko-risiko yang lebih besar, yang bisa mengubah hasil dari perhitungan valuasi. Sebagai contoh, dalam situasi ketidakpastian ekonomi atau pasar yang sangat volatile, meskipun arus kas yang dihasilkan perusahaan tetap kuat, risiko yang dihadapi oleh perusahaan bisa sangat tinggi, yang berarti nilai perusahaan yang dihitung berdasarkan FCF mungkin terlalu tinggi jika risiko tersebut tidak diperhitungkan dengan benar.



BAB VI

METODE PENILAIAN PERUSAHAAN

Metode penilaian perusahaan merupakan bagian integral dalam dunia keuangan yang digunakan untuk menentukan nilai suatu perusahaan berdasarkan berbagai pendekatan dan teknik. Proses penilaian ini penting untuk berbagai keperluan, seperti merger dan akuisisi, investasi, perencanaan strategis, serta pengambilan keputusan yang melibatkan pihak ketiga. Berbagai metode penilaian diterapkan dengan mempertimbangkan karakteristik perusahaan, tujuan penilaian, dan informasi yang tersedia. Di antara metode yang umum digunakan adalah *Discounted Cash Flow* (DCF), yang menilai perusahaan berdasarkan proyeksi arus kas masa depan yang didiskontokan dengan tingkat pengembalian yang sesuai. Selain itu, ada metode berbasis perbandingan pasar seperti *market multiples* yang melihat harga saham perusahaan yang sebanding dalam industri yang sama. Metode-metode ini masing-masing memiliki kelebihan dan kekurangan, tergantung pada konteks dan tujuan penilaian. Oleh karena itu, pemahaman mendalam tentang prinsip dasar dan penerapan teknik penilaian perusahaan sangat penting untuk menghasilkan estimasi yang akurat dan dapat diandalkan dalam dunia bisnis yang dinamis ini.

A. Discounted Cash Flow (DCF) Valuation

Discounted Cash Flow (DCF) adalah metode penilaian perusahaan yang sering digunakan untuk menentukan nilai suatu perusahaan dengan mendiskontokan proyeksi arus kas masa depan ke nilai saat ini. Metode ini berdasarkan prinsip bahwa nilai uang saat ini lebih tinggi dibandingkan dengan nilai uang di masa depan, sehingga arus kas yang diharapkan harus didiskontokan dengan tingkat

pengembalian yang sesuai (biasanya disebut discount rate atau WACC - *Weighted Average Cost of Capital*). DCF digunakan untuk menilai nilai intrinsik suatu perusahaan berdasarkan estimasi arus kas masa depan yang dapat dihasilkan, yang kemudian dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan investasi.

1. Prinsip Dasar *Discounted Cash Flow* (DCF)

Metode DCF berlandaskan pada teori bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan di masa depan akan memiliki nilai yang lebih tinggi pada saat ini, setelah memperhitungkan pengaruh waktu terhadap nilai uang. DCF secara umum terdiri dari dua komponen utama: proyeksi arus kas masa depan dan tingkat diskonto. Proyeksi arus kas masa depan biasanya dihitung untuk beberapa tahun ke depan, seringkali lima atau sepuluh tahun, dan setelah itu arus kas terminal (*terminal value*) digunakan untuk memperkirakan nilai perusahaan setelah periode proyeksi.

Tingkat diskonto, yang sering disebut dengan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), adalah tingkat pengembalian yang diharapkan dari investasi yang setara dengan risiko dari perusahaan yang dianalisis. WACC menggabungkan biaya modal ekuitas dan biaya utang yang perusahaan tanggung, serta mempertimbangkan struktur modal perusahaan tersebut. Dalam hal ini, semakin tinggi tingkat risiko yang terkait dengan perusahaan atau industri tersebut, semakin tinggi pula tingkat diskonto yang digunakan dalam perhitungan DCF, yang akan menghasilkan nilai perusahaan yang lebih rendah.

Menurut Koller *et al.* (2020), DCF adalah alat yang sangat berguna untuk menilai perusahaan dengan struktur modal yang kompleks, di mana proyeksi arus kas dapat memberikan gambaran yang lebih akurat mengenai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan uang dalam jangka panjang. Teknik ini sangat berguna dalam industri yang memiliki siklus kas yang stabil dan dapat diprediksi, serta bagi investor yang ingin memahami nilai fundamental perusahaan.

2. Proyeksi Arus Kas dan *Terminal Value*

Salah satu tantangan utama dalam menggunakan metode DCF adalah melakukan proyeksi arus kas masa depan yang akurat. Arus kas yang digunakan dalam DCF biasanya dibagi menjadi dua kategori: *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) dan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE). FCFF

mencerminkan arus kas yang tersedia bagi seluruh pemegang modal, baik ekuitas maupun utang, sementara FCFE hanya mencerminkan arus kas yang tersedia untuk pemegang saham setelah memperhitungkan kewajiban utang.

Proyeksi arus kas ini seringkali dilakukan berdasarkan kinerja historis perusahaan, tren industri, serta analisis makroekonomi. Dalam banyak kasus, proyeksi arus kas dihitung untuk periode lima hingga sepuluh tahun, dan kemudian dihitung *terminal value* yang mencerminkan nilai perusahaan setelah periode proyeksi tersebut. *Terminal value* ini dapat dihitung dengan menggunakan metode *perpetuity growth* atau *exit multiple*. Metode *perpetuity growth* mengasumsikan bahwa arus kas perusahaan akan tumbuh pada tingkat yang tetap setelah periode proyeksi, sedangkan metode *exit multiple* menggunakan faktor kelipatan untuk menentukan nilai perusahaan berdasarkan data perbandingan dari perusahaan sejenis.

Proyeksi arus kas masa depan sangat bergantung pada asumsi yang digunakan dalam analisis. Jika asumsi tersebut tidak akurat atau terlalu optimistis, maka hasil DCF bisa sangat bias dan tidak mencerminkan nilai yang sebenarnya. Oleh karena itu, sensitivitas analisis menjadi sangat penting dalam penilaian ini, di mana analisis dilakukan dengan berbagai skenario yang berbeda untuk memahami bagaimana perubahan dalam asumsi dapat mempengaruhi hasil valuasi.

B. Relative Valuation (Price Multiples)

Relative Valuation menggunakan metode perbandingan dengan perusahaan atau entitas sejenis dalam industri yang sama untuk menilai nilai suatu perusahaan. Metode ini mengandalkan penggunaan *price multiples* (kelipatan harga) untuk menentukan apakah saham atau perusahaan dihargai terlalu tinggi, terlalu rendah, atau sesuai dengan nilai pasar saat ini. Berbeda dengan metode *Discounted Cash Flow* (DCF) yang berfokus pada arus kas masa depan, *relative valuation* lebih fokus pada perbandingan antara berbagai perusahaan yang ada di pasar yang sama. Hal ini membuat *relative valuation* menjadi metode yang relatif sederhana dan cepat dalam proses valuasi, meskipun tetap membutuhkan data yang valid dan relevan.

1. Konsep *Price Multiples* dan Cara Penggunaannya

Price multiples adalah rasio yang membandingkan harga pasar suatu perusahaan dengan ukuran keuangan tertentu dari perusahaan tersebut, seperti laba, pendapatan, atau ekuitas. Beberapa *price multiples* yang paling umum digunakan dalam *relative valuation* antara lain:

- a. *Price-to-Earnings* (P/E): Rasio ini membandingkan harga saham perusahaan dengan laba bersih yang dihasilkan per saham. P/E sering digunakan untuk menilai perusahaan berdasarkan potensi keuntungan yang dapat dihasilkan di masa depan. P/E yang lebih tinggi bisa menunjukkan bahwa pasar mengharapkan pertumbuhan laba yang lebih tinggi, sementara P/E yang rendah mungkin menunjukkan bahwa perusahaan dihargai lebih rendah dibandingkan dengan kinerja labanya.
- b. *Price-to-Sales* (P/S): Rasio ini mengukur seberapa banyak pasar bersedia membayar untuk setiap dolar penjualan yang dihasilkan oleh perusahaan. P/S sering digunakan untuk perusahaan yang tidak menghasilkan laba bersih positif atau dalam industri dengan margin keuntungan yang sangat fluktuatif.
- c. *Price-to-Book* (P/B): Rasio ini mengukur hubungan antara harga pasar saham perusahaan dengan nilai bukunya (*book value*) per saham. P/B sering digunakan untuk menilai perusahaan yang memiliki aset tetap yang besar, seperti perusahaan real estate atau bank.
- d. *Enterprise Value to EBITDA* (EV/EBITDA): Rasio ini membandingkan nilai perusahaan (*enterprise value*, yaitu harga pasar ekuitas ditambah dengan utang bersih) dengan laba sebelum bunga, pajak, depresiasi, dan amortisasi (EBITDA). EV/EBITDA sering digunakan dalam industri yang memiliki banyak utang dan memberikan gambaran yang lebih akurat tentang nilai perusahaan dibandingkan P/E.

Menurut Koller *et al.* (2020), *relative valuation* dengan menggunakan *price multiples* adalah metode yang sederhana dan cepat, tetapi memiliki kelemahan, karena ia hanya memberikan gambaran mengenai nilai relatif dibandingkan perusahaan lain tanpa memperhitungkan potensi arus kas atau pertumbuhan jangka panjang perusahaan tersebut.

2. Kelebihan dan Kekurangan *Relative Valuation*

Relative valuation merupakan metode penilaian perusahaan yang memiliki sejumlah kelebihan yang menarik, salah satunya adalah kemudahan pelaksanaannya. Dalam metode ini, analis tidak perlu membuat proyeksi arus kas masa depan atau mengandalkan asumsi-asumsi yang rumit, seperti dalam metode *Discounted Cash Flow* (DCF). Sebagai gantinya, cukup dengan menggunakan *price multiples*, seperti *Price-to-Earnings* (P/E) ratio atau *Price-to-Book* (P/B) ratio, analis dapat dengan cepat mendapatkan gambaran apakah perusahaan tersebut dihargai secara wajar relatif terhadap perusahaan lain dalam industri yang sama. Ini memberikan kemudahan bagi para investor dan analis untuk melakukan perbandingan tanpa memerlukan data yang sangat mendalam atau kompleks mengenai operasi masa depan perusahaan. Penggunaan *price multiples* yang sederhana memudahkan proses penilaian dan memungkinkan pengambilan keputusan yang lebih cepat.

Kelebihan lain dari *relative valuation* adalah kemampuannya untuk memberikan wawasan mengenai bagaimana pasar menilai suatu perusahaan dalam konteks industri yang lebih luas. Misalnya, jika suatu perusahaan memiliki P/E ratio yang lebih rendah dibandingkan dengan rata-rata industri, maka perusahaan tersebut bisa dianggap *undervalued*, yang berarti harga pasar sahamnya lebih rendah dari nilai yang seharusnya berdasarkan kinerja dan potensi yang dimilikinya. Sebaliknya, jika perusahaan memiliki P/E ratio yang lebih tinggi daripada rata-rata industri, perusahaan tersebut bisa dianggap *overvalued*, yang berarti harga sahamnya lebih tinggi dari nilai fundamental yang seharusnya. Analisis ini memungkinkan investor untuk mengidentifikasi perusahaan yang mungkin dinilai terlalu rendah atau terlalu tinggi oleh pasar, sehingga memberikan peluang untuk melakukan investasi dengan nilai yang lebih baik atau menghindari risiko overvaluasi.

Salah satu kelemahan utama dari *relative valuation* adalah ketergantungannya pada ketersediaan perusahaan pembanding yang relevan. Untuk menggunakan metode ini dengan efektif, analis harus dapat menemukan perusahaan yang memiliki karakteristik dan kondisi serupa, baik dalam hal industri, ukuran, serta profil risiko. Jika perusahaan yang sebanding sulit ditemukan atau jika tidak ada perusahaan yang benar-benar sebanding dengan perusahaan yang dianalisis, maka metode *relative valuation* menjadi kurang efektif. Ini

menjadi masalah serius, terutama ketika menganalisis perusahaan-perusahaan yang beroperasi di sektor yang sangat spesifik atau yang memiliki model bisnis unik yang tidak banyak ditemui pada perusahaan lain. Tanpa adanya perusahaan pembanding yang sesuai, maka nilai perbandingan yang dihasilkan tidak dapat diandalkan dan bisa menyesatkan.

Perbedaan dalam struktur modal perusahaan juga dapat mempengaruhi efektivitas metode *relative valuation*. Struktur modal yang berbeda antar perusahaan dapat menyebabkan *price multiples* yang dihitung tidak mencerminkan nilai intrinsik yang sebenarnya. Misalnya, perusahaan yang lebih banyak memiliki utang dibandingkan dengan ekuitasnya akan memiliki risiko yang lebih tinggi, yang pada gilirannya dapat mempengaruhi valuasi pasar. Jika perbandingan antara perusahaan dengan struktur modal yang sangat berbeda dilakukan, hasilnya bisa sangat bias. Oleh karena itu, penting bagi analis untuk mempertimbangkan perbedaan dalam struktur modal dan menyesuaikan metode valuasi untuk mencerminkan perbedaan tersebut. Tanpa penyesuaian yang tepat, perbandingan antara perusahaan yang sangat berbeda dari sisi struktur modal bisa menghasilkan kesimpulan yang tidak akurat.

Relative valuation juga tidak memperhitungkan potensi pertumbuhan masa depan perusahaan secara mendalam. *Price multiples* seperti P/E dan P/B lebih cenderung menggambarkan nilai perusahaan saat ini berdasarkan kinerja di masa lalu atau saat ini. Meskipun ini memberikan gambaran tentang bagaimana pasar menilai perusahaan pada titik waktu tertentu, metode ini tidak mempertimbangkan potensi pertumbuhan yang dimiliki oleh perusahaan di masa depan. Sebagai contoh, perusahaan dengan potensi pertumbuhan yang tinggi mungkin memiliki P/E yang lebih tinggi karena pasar mengharapkan pertumbuhan laba yang besar di masa depan. Namun, hal ini tidak berarti bahwa perusahaan tersebut dihargai terlalu mahal. Sebaliknya, perusahaan dengan P/E rendah mungkin menunjukkan bahwa harga sahamnya lebih murah, tetapi bisa jadi faktor-faktor yang tidak terkait dengan kinerja operasionalnya, seperti kondisi pasar yang kurang baik, yang menekan harga sahamnya. Oleh karena itu, meskipun *relative valuation* mudah diterapkan, ia tidak selalu memberikan gambaran yang akurat tentang potensi masa depan perusahaan.

Salah satu kritik terhadap *relative valuation* adalah bahwa metode ini bergantung pada asumsi bahwa pasar secara umum menilai perusahaan secara wajar. Namun, dalam kenyataannya, pasar bisa sangat tidak efisien, dengan harga saham yang seringkali dipengaruhi oleh spekulasi atau sentimen pasar, yang tidak selalu mencerminkan nilai fundamental perusahaan. Dalam situasi seperti ini, perusahaan yang dianggap undervalued oleh *relative valuation* bisa saja masih dihargai lebih rendah daripada yang seharusnya, karena pasar belum menyadari potensi sebenarnya. Demikian pula, perusahaan yang dianggap overvalued bisa tetap memiliki harga saham yang tinggi karena spekulasi atau hype pasar yang berlebihan. Oleh karena itu, analisis *relative valuation* perlu dilakukan dengan hati-hati, dan sebaiknya dikombinasikan dengan metode lain yang lebih mendalam, seperti DCF, untuk memberikan gambaran yang lebih akurat tentang nilai perusahaan.

Menurut Penman (2012), meskipun *relative valuation* memiliki kemudahan dalam penerapannya, hasilnya sering kali sangat bergantung pada asumsi dan perbandingan yang tidak selalu sempurna. Karena metode ini hanya membandingkan *price multiples*, ia tidak mempertimbangkan faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi valuasi perusahaan, seperti risiko spesifik yang dihadapi perusahaan, serta potensi pertumbuhan atau perubahan dalam kondisi pasar yang mungkin mempengaruhi kinerja masa depan. Oleh karena itu, *relative valuation* sebaiknya digunakan sebagai alat bantu atau pendukung dalam proses penilaian perusahaan, bukan sebagai satu-satunya metode yang diandalkan untuk menentukan nilai perusahaan.

Relative valuation cenderung memberikan nilai yang lebih tergantung pada kondisi pasar saat ini dan bagaimana perusahaan-perusahaan lain dalam industri tersebut dihargai pada waktu tertentu. Kondisi pasar yang tidak stabil atau dalam periode bubble ekonomi dapat membuat perusahaan-perusahaan dalam industri tertentu dihargai lebih tinggi atau lebih rendah dari nilai intrinsiknya. Dalam hal ini, nilai yang diperoleh melalui metode *relative valuation* bisa sangat dipengaruhi oleh fluktuasi harga pasar yang tidak selalu mencerminkan kondisi fundamental perusahaan. Ini menjadi salah satu alasan mengapa analisis pasar dan tren ekonomi yang lebih luas perlu dipertimbangkan ketika menggunakan metode ini.

Meskipun demikian, meskipun *relative valuation* memiliki keterbatasan-keterbatasan tersebut, ia tetap menjadi salah satu metode

penilaian yang banyak digunakan dalam praktik, terutama dalam analisis pasar yang lebih cepat dan lebih efisien. Metode ini sangat berguna untuk mendapatkan gambaran umum tentang bagaimana suatu perusahaan dihargai relatif terhadap perusahaan sejenis di industri yang sama, serta untuk mengidentifikasi perusahaan yang mungkin dihargai terlalu tinggi atau terlalu rendah oleh pasar. Namun, agar dapat memberikan hasil yang lebih akurat, penting untuk menggabungkan metode ini dengan pendekatan lain yang lebih mendalam dan mempertimbangkan berbagai faktor eksternal yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan dan harga pasar sahamnya.

Relative valuation harus dipandang sebagai salah satu alat dalam toolkit analisis valuasi yang lebih luas. Meskipun relatif mudah diterapkan dan dapat memberikan wawasan yang berguna, ia memiliki keterbatasan dalam hal akurasi dan ketergantungan pada asumsi yang tidak selalu valid. Sebagai tambahan, analisis ini harus dilakukan dengan pemahaman yang mendalam tentang karakteristik perusahaan dan kondisi pasar yang mempengaruhinya, serta dengan memperhatikan risiko-risiko yang mungkin timbul di masa depan.

C. Asset-Based Valuation

Asset-based valuation adalah metode penilaian perusahaan yang berfokus pada penilaian nilai aset yang dimiliki oleh perusahaan, baik yang bersifat tangible maupun intangible. Pendekatan ini mengasumsikan bahwa nilai suatu perusahaan dapat dihitung dengan menjumlahkan nilai pasar dari seluruh asetnya, dikurangi dengan kewajiban atau utang yang dimilikinya. *Asset-based valuation* banyak digunakan dalam situasi di mana perusahaan memiliki aset yang sangat berharga, seperti perusahaan real estate atau perusahaan yang sedang dalam tahap likuidasi. Dalam metode ini, perusahaan dianggap sebagai kumpulan aset yang dapat diperdagangkan, dengan nilai yang dapat dihitung melalui penghitungan nilai masing-masing aset yang dimiliki.

1. Jenis-Jenis Aset dalam *Asset-Based Valuation*

Di dunia valuasi perusahaan, salah satu metode yang digunakan adalah *asset-based valuation*. Metode ini berfokus pada penilaian nilai suatu perusahaan berdasarkan nilai aset-aset yang dimilikinya. Secara umum, metode ini membagi aset menjadi dua kategori utama, yaitu aset

berwujud dan aset tidak berwujud. Kedua jenis aset ini berperan penting dalam memberikan gambaran tentang nilai yang dapat diperoleh dari penjualan atau likuidasi perusahaan, meskipun keduanya memiliki cara penilaian yang berbeda. Aset berwujud mencakup hal-hal yang memiliki bentuk fisik yang jelas, seperti properti, peralatan, dan kendaraan, sementara aset tidak berwujud mencakup hak atau nilai yang tidak berbentuk fisik namun tetap memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, seperti paten atau goodwill.

Aset berwujud, yang seringkali lebih mudah untuk dinilai, meliputi segala hal yang dapat dihitung nilainya berdasarkan nilai pasar atau nilai yang dapat diperoleh dari likuidasi. Mesin, peralatan, kendaraan, tanah, dan gedung termasuk dalam kategori ini. Nilai dari aset berwujud ini dapat dihitung dengan berbagai pendekatan, misalnya melalui nilai pasar saat ini, nilai penggantian (*replacement value*), atau bahkan dengan mempertimbangkan depresiasi jika aset tersebut telah digunakan dalam jangka waktu yang lama. Pendekatan ini umumnya digunakan untuk menilai aset yang sudah lama digunakan atau yang lebih sulit untuk diperdagangkan, seperti gedung atau mesin yang mengalami penurunan nilai seiring berjalannya waktu. Dalam banyak kasus, penilaian aset berwujud ini sangat bergantung pada data pasar yang ada, termasuk harga jual atau nilai pasar terkini.

Meskipun aset berwujud relatif lebih mudah untuk dinilai, perusahaan yang memiliki aset fisik yang besar tidak selalu menunjukkan nilai yang mencerminkan kinerja atau potensi keuangan secara keseluruhan. Ini karena metode *asset-based valuation* hanya mengukur nilai fisik yang dimiliki perusahaan, tanpa mempertimbangkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan aliran kas di masa depan atau nilai yang bisa dihasilkan dari pengelolaan aset tersebut. Oleh karena itu, untuk perusahaan yang lebih dinamis, yang bergantung pada inovasi atau pengembangan produk, *asset-based valuation* sering kali tidak mencerminkan potensi perusahaan secara menyeluruh.

Aset tidak berwujud adalah aset yang tidak memiliki bentuk fisik, namun tetap sangat penting dalam menentukan nilai sebuah perusahaan. Aset tidak berwujud ini mencakup berbagai hal seperti hak paten, merek dagang, lisensi, dan goodwill. Meskipun tidak dapat dilihat atau dipegang seperti aset berwujud, nilai dari aset tidak berwujud ini dapat sangat mempengaruhi nilai perusahaan. Sebagai contoh, merek dagang

yang kuat atau hak paten yang berharga dapat memberikan perusahaan keunggulan kompetitif yang signifikan, yang pada gilirannya dapat meningkatkan potensi pendapatan atau aliran kas di masa depan. Namun, menilai aset tidak berwujud ini jauh lebih rumit, karena tidak ada pasar terbuka atau harga jual langsung yang dapat digunakan sebagai acuan.

Penilaian aset tidak berwujud umumnya dilakukan dengan pendekatan berbasis pendapatan, yang mengasumsikan bahwa nilai aset ini tergantung pada potensi pendapatan yang dapat dihasilkannya di masa depan. Misalnya, hak paten yang digunakan untuk menghasilkan produk-produk inovatif atau merek dagang yang sudah dikenal luas dapat diperkirakan memiliki nilai berdasarkan potensi pendapatan yang dibawa. Pendekatan lain yang sering digunakan adalah penilaian berbasis biaya, yang berusaha menghitung biaya yang diperlukan untuk menciptakan atau memperoleh aset tersebut. Misalnya, untuk menilai merek dagang yang baru dibangun, penilai dapat mempertimbangkan biaya yang dikeluarkan untuk membangun citra merek tersebut di pasar.

Salah satu tantangan utama dalam menilai aset tidak berwujud adalah ketidakpastian terkait masa depan. Meskipun ada potensi untuk menghasilkan pendapatan yang signifikan, banyak dari aset ini yang bergantung pada faktor eksternal yang sulit diprediksi, seperti perubahan dalam regulasi, perubahan preferensi konsumen, atau inovasi dari pesaing. Oleh karena itu, estimasi nilai aset tidak berwujud sering kali lebih spekulatif dan lebih sulit untuk dipertahankan dibandingkan dengan aset berwujud. Meski begitu, untuk perusahaan yang memiliki aset tidak berwujud yang kuat, seperti merek atau paten yang dilindungi hukum, nilai-nilai ini sering kali menjadi bagian penting dari valuasi keseluruhan perusahaan, meskipun penilaiannya lebih sulit dilakukan dengan akurasi yang tinggi.

Menurut Koller *et al.* (2020), pendekatan *asset-based valuation* lebih sering diterapkan pada perusahaan yang memiliki aset fisik yang besar dan tidak terlalu terlibat dalam kegiatan operasional yang menghasilkan aliran kas yang signifikan. Salah satu contoh yang jelas adalah perusahaan yang sedang berada dalam tahap penutupan atau likuidasi. Dalam kondisi seperti ini, perusahaan lebih mungkin dilihat dari perspektif nilai asetnya, karena kemungkinan besar perusahaan tidak akan menghasilkan aliran kas yang signifikan di masa depan. Dalam situasi likuidasi, perusahaan biasanya hanya dapat memperoleh nilai dari aset-aset berwujud yang dimiliki, seperti properti atau mesin, yang

kemudian dapat dijual untuk memenuhi kewajiban utang. Oleh karena itu, *asset-based valuation* memberikan gambaran yang lebih realistis mengenai apa yang bisa dipulihkan melalui proses likuidasi ini.

Meskipun *asset-based valuation* memberikan gambaran yang jelas mengenai nilai aset yang dapat diperoleh melalui penjualan atau likuidasi, metode ini tidak selalu cocok untuk semua jenis perusahaan. Perusahaan yang mengandalkan kekuatan operasional dan kemampuan menghasilkan aliran kas di masa depan mungkin lebih baik dinilai menggunakan metode lain, seperti *Discounted Cash Flow* (DCF). Metode DCF mempertimbangkan potensi pendapatan masa depan dan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan aliran kas, yang memberikan gambaran lebih lengkap mengenai nilai intrinsik perusahaan. Oleh karena itu, dalam kasus perusahaan yang tidak terlibat dalam likuidasi atau yang memiliki potensi aliran kas yang signifikan, *asset-based valuation* mungkin tidak memberikan gambaran yang memadai tentang nilai perusahaan secara keseluruhan.

Untuk perusahaan yang sedang dalam fase restrukturisasi atau yang tidak memiliki banyak aktivitas operasional yang menghasilkan aliran kas, *asset-based valuation* bisa menjadi pilihan yang lebih tepat. Dalam hal ini, perusahaan mungkin memiliki banyak aset berwujud yang dapat dijual, dan valuasi berbasis aset akan memberikan pemahaman yang lebih jelas mengenai apa yang bisa diperoleh dari likuidasi atau penjualan aset tersebut. Namun, perusahaan yang memiliki banyak aset tidak berwujud yang berharga juga perlu mempertimbangkan nilai dari aset-aset ini dalam valuasi, meskipun perhitungan ini lebih kompleks.

2. Metode dalam *Asset-Based Valuation*

Pada konteks *asset-based valuation*, ada beberapa metode yang digunakan untuk menghitung nilai suatu perusahaan berdasarkan nilai aset-aset yang dimilikinya. Dua metode utama yang sering diterapkan adalah *liquidation value* dan *going concern value*. Meskipun keduanya berada dalam kerangka yang sama, yaitu menilai perusahaan berdasarkan aset-asetnya, digunakan dalam konteks yang berbeda. Masing-masing metode memiliki tujuan dan aplikasi yang berbeda, tergantung pada keadaan perusahaan, apakah perusahaan tersebut berada dalam tahap operasional normal atau sedang berada dalam proses likuidasi. Pemilihan metode yang tepat sangat bergantung pada keadaan spesifik dari perusahaan yang dinilai, serta tujuan dari penilaian tersebut.

Metode pertama, *liquidation value*, digunakan dalam situasi di mana perusahaan dijual atau asetnya dilelang untuk mendapatkan uang tunai. Ini adalah pendekatan yang sering digunakan dalam konteks kebangkrutan atau restrukturisasi perusahaan, di mana aset-aset perusahaan dijual dalam waktu yang lebih cepat dan biasanya dengan harga yang lebih rendah dari nilai pasar normal. *Liquidation value* berfokus pada penentuan nilai yang dapat diperoleh dari penjualan cepat aset berwujud, setelah mempertimbangkan biaya yang terkait dengan proses likuidasi, seperti biaya hukum, biaya administrasi, dan pengeluaran lainnya yang terkait dengan penutupan operasi perusahaan. Dalam situasi likuidasi, perusahaan biasanya tidak lagi beroperasi secara normal, sehingga nilai asetnya tidak dapat dipertahankan pada harga pasar penuh.

Salah satu karakteristik utama dari *liquidation value* adalah bahwa nilai yang diperoleh dari penjualan aset cenderung lebih rendah dibandingkan dengan nilai pasar normal. Hal ini disebabkan oleh diskon yang diterapkan pada harga jual, mengingat proses likuidasi harus diselesaikan dalam waktu yang relatif cepat dan seringkali dalam kondisi pasar yang tidak menguntungkan. Misalnya, tanah atau bangunan yang dijual dalam situasi likuidasi mungkin tidak mencapai harga pasar penuh, karena pembeli cenderung memperoleh diskon untuk membeli aset dalam kondisi yang terburu-buru atau dalam volume besar. Oleh karena itu, nilai likuidasi umumnya akan mencerminkan nilai yang lebih rendah dari nilai aset yang dihitung berdasarkan metode pasar biasa.

Metode kedua, *going concern value*, digunakan ketika perusahaan masih beroperasi secara normal dan tidak berada dalam keadaan likuidasi. Pendekatan ini berasumsi bahwa perusahaan akan terus beroperasi di masa depan, dan bahwa aset-aset perusahaan akan digunakan dalam kegiatan operasional yang berkelanjutan. Dalam hal ini, nilai dari aset berwujud dan tidak berwujud dihitung berdasarkan kontribusinya terhadap operasional perusahaan dan bagaimana aset tersebut dapat mendukung kelangsungan perusahaan dalam menghasilkan laba di masa depan. Misalnya, peralatan produksi yang digunakan dalam pabrik atau sistem perangkat lunak yang digunakan dalam pengelolaan informasi perusahaan, keduanya memiliki nilai yang terkait dengan operasi perusahaan dan kemampuannya untuk menghasilkan pendapatan.

Pada konteks *going concern value*, aset tidak hanya dinilai berdasarkan harga jualnya atau nilai pasar saat ini, tetapi juga berdasarkan bagaimana aset tersebut berkontribusi terhadap kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba atau arus kas di masa depan. Oleh karena itu, *going concern value* lebih sering diterapkan pada perusahaan yang beroperasi secara normal dan memiliki rencana untuk terus beroperasi, daripada pada perusahaan yang sedang menuju likuidasi. Pendekatan ini memberikan gambaran yang lebih baik tentang nilai jangka panjang perusahaan, karena ia mempertimbangkan kemampuan aset untuk mendukung aliran pendapatan dan operasi yang berkelanjutan.

Meskipun metode *going concern value* memberikan gambaran yang lebih komprehensif tentang nilai perusahaan yang masih beroperasi, ada tantangan tertentu dalam menilai kontribusi aset-aset tertentu terhadap operasi jangka panjang. Aset tidak berwujud, seperti merek atau hak paten, sering kali lebih sulit untuk dinilai karena tidak ada pasar terbuka untuknya. Meskipun demikian, penilai menggunakan pendekatan berbasis pendapatan atau biaya untuk menilai nilai aset-aset ini. Dalam hal ini, penilai dapat menggunakan proyeksi pendapatan yang dihasilkan dari penggunaan merek atau hak paten untuk menentukan nilai aset tersebut. Seringkali, pendekatan ini memerlukan estimasi yang mendalam dan asumsi mengenai pertumbuhan pendapatan di masa depan dan keberlanjutan aset tersebut dalam mendukung operasi perusahaan.

Metode *asset-based valuation* juga dapat mencakup penghitungan nilai berdasarkan biaya yang dibutuhkan untuk mengganti atau memperbaiki aset. Metode ini lebih relevan ketika aset-aset yang dimiliki oleh perusahaan sudah usang atau perlu diganti dengan versi yang lebih baru atau lebih efisien. Sebagai contoh, jika perusahaan memiliki mesin produksi yang sudah tua dan membutuhkan perbaikan besar untuk terus beroperasi, nilai aset tersebut mungkin dihitung berdasarkan biaya penggantian, yaitu berapa biaya yang diperlukan untuk membeli mesin yang setara dengan kondisi yang lebih baik atau lebih efisien. Pendekatan ini memberikan estimasi biaya yang lebih realistis terkait dengan penggantian aset, namun tidak selalu mencerminkan potensi pendapatan yang dapat dihasilkan oleh aset tersebut di masa depan.

Meskipun *asset-based valuation* memberikan gambaran yang jelas mengenai nilai aset yang dimiliki oleh perusahaan, ada keterbatasan signifikan yang perlu dipertimbangkan. Salah satu keterbatasan utama adalah bahwa metode ini tidak mempertimbangkan kekuatan pasar atau potensi pertumbuhan perusahaan. Sebuah perusahaan yang memiliki banyak aset berwujud mungkin masih memiliki potensi untuk berkembang atau menghasilkan aliran kas yang signifikan, tetapi nilai ini tidak akan tercermin sepenuhnya dalam pendekatan berbasis aset. Ini berarti bahwa perusahaan yang sedang berkembang atau memiliki potensi pertumbuhan yang tinggi mungkin dinilai lebih rendah dari nilai sesungguhnya jika hanya menggunakan *asset-based valuation* tanpa mempertimbangkan proyeksi arus kas masa depan atau faktor-faktor lain yang memengaruhi kinerja perusahaan.

Asset-based valuation lebih sering digunakan dalam situasi di mana perusahaan memiliki lebih banyak aset fisik daripada kegiatan operasional yang menghasilkan arus kas. Ini sering terjadi pada perusahaan yang berada dalam tahap likuidasi atau restrukturisasi, di mana perusahaan lebih berfokus pada nilai aset yang dapat dipulihkan melalui penjualan atau lelang daripada pada potensi pertumbuhannya. Dalam hal ini, *asset-based valuation* memberikan gambaran yang lebih tepat tentang apa yang dapat diperoleh dari perusahaan jika dijual atau dilikuidasi, karena ia fokus pada nilai aset fisik yang dimiliki oleh perusahaan. Namun, untuk perusahaan yang masih beroperasi dan memiliki potensi pertumbuhan yang signifikan, metode lain seperti *Discounted Cash Flow* (DCF) atau *relative valuation* lebih sering digunakan, karena lebih dapat mencerminkan nilai perusahaan secara keseluruhan.

D. Economic Value Added (EVA) dan Real Options

Economic Value Added (EVA) dan *Real Options* adalah dua pendekatan yang sering digunakan dalam penilaian perusahaan untuk mengukur kinerja dan potensi nilai suatu perusahaan. Kedua metode ini berfokus pada analisis yang lebih mendalam mengenai profitabilitas dan pengelolaan sumber daya perusahaan, serta memberikan wawasan tentang bagaimana perusahaan dapat memaksimalkan nilai pemegang saham. Meskipun keduanya berfokus pada penilaian nilai perusahaan,

pendekatan yang digunakan memiliki perbedaan mendasar, terutama dalam hal evaluasi investasi dan perhitungan nilai masa depan.

1. *Economic Value Added (EVA)*

Economic Value Added (EVA) adalah alat pengukur kinerja keuangan yang digunakan untuk mengevaluasi sejauh mana perusahaan menciptakan nilai yang lebih besar dari yang diharapkan oleh investor setelah memperhitungkan biaya modal. Konsep ini pertama kali dikembangkan oleh Stern Stewart & Co. pada awal 1990-an dan telah diterima secara luas sebagai indikator penting dalam menilai efektivitas manajemen dalam menciptakan kekayaan bagi pemegang saham. EVA dihitung dengan mengurangi biaya modal yang dibayar atas aset yang digunakan untuk operasi perusahaan dari laba operasi yang dihasilkan perusahaan setelah pajak (NOPAT). Tujuannya adalah untuk menentukan apakah perusahaan menghasilkan keuntungan yang cukup untuk menutupi biaya modal yang diperlukan untuk menjalankan operasionalnya.

EVA mengukur selisih antara laba operasi setelah pajak dan biaya modal yang harus dibayar oleh perusahaan untuk mendanai aset yang digunakan dalam operasi. Formula perhitungan EVA adalah sebagai berikut: $EVA = NOPAT - (Total\ Aset \times Cost\ of\ Capital)$. NOPAT, atau laba operasi setelah pajak, menggambarkan keuntungan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan, setelah dikurangi pajak yang relevan. Total aset adalah jumlah semua aset yang digunakan oleh perusahaan dalam proses operasional, dan *cost of capital* adalah tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor sebagai imbalan atas penggunaan modal yang disediakan, dengan mempertimbangkan risiko yang ada.

Salah satu kekuatan utama EVA adalah kemampuannya memberikan gambaran yang lebih realistis mengenai seberapa banyak nilai yang benar-benar diciptakan oleh perusahaan setelah memperhitungkan biaya modal. Banyak metrik keuangan lainnya, seperti laba bersih, tidak mempertimbangkan biaya modal, yang dapat mengarah pada penilaian yang berlebihan tentang kinerja perusahaan. Dengan EVA, perusahaan dapat menilai apakah tidak hanya menghasilkan laba, tetapi juga menciptakan nilai yang cukup untuk menutupi biaya modal yang dikeluarkan untuk memperoleh aset yang digunakan dalam operasional. Dengan kata lain, EVA memungkinkan

perusahaan untuk memahami apakah benar-benar menciptakan kekayaan yang lebih besar bagi pemegang saham atau justru menghabiskan lebih banyak biaya untuk operasionalnya daripada yang dapat dihasilkan.

EVA juga sangat berguna bagi investor karena memberikan indikasi yang lebih tepat mengenai apakah perusahaan berhasil menghasilkan keuntungan yang melebihi pengembalian yang diharapkan oleh pasar. Dalam hal ini, EVA memberi investor wawasan yang lebih tajam mengenai efisiensi penggunaan modal oleh perusahaan dan seberapa besar kontribusi yang diberikan oleh manajemen dalam menciptakan nilai tambah. Sebagai contoh, jika sebuah perusahaan menghasilkan NOPAT yang tinggi tetapi juga memiliki biaya modal yang sangat besar, nilai yang sebenarnya diciptakan oleh perusahaan mungkin jauh lebih rendah daripada yang terlihat pada permukaan. Dalam hal ini, EVA akan mengungkapkan apakah laba yang dihasilkan perusahaan benar-benar menciptakan kekayaan yang lebih besar bagi pemegang saham atau tidak.

Meskipun EVA merupakan alat yang sangat berguna dalam mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan, ada beberapa kelemahan dan tantangan yang terkait dengan penerapan metode ini. Salah satu masalah utama dalam perhitungan EVA adalah ketergantungannya pada estimasi biaya modal dan proyeksi laba yang dapat mengalami fluktuasi dari waktu ke waktu. *Cost of capital*, yang dihitung berdasarkan tingkat pengembalian yang dibutuhkan oleh investor, sering kali sulit untuk dihitung dengan akurat karena dipengaruhi oleh berbagai faktor eksternal, termasuk perubahan suku bunga, kondisi ekonomi, dan kebijakan pasar modal. Oleh karena itu, ketepatan perhitungan EVA sangat bergantung pada kualitas dan keakuratan estimasi biaya modal yang digunakan.

Penentuan total aset juga dapat menjadi tantangan, terutama bagi perusahaan yang memiliki portofolio yang sangat kompleks dengan berbagai aset yang tidak selalu mudah diukur. Perusahaan dengan struktur aset yang beragam dan terdiversifikasi, seperti yang beroperasi di beberapa industri atau negara, mungkin menghadapi kesulitan dalam menghitung total aset secara akurat. Hal ini dapat menyebabkan kesalahan dalam perhitungan EVA, yang pada gilirannya dapat memengaruhi keputusan investasi atau kebijakan manajerial yang didasarkan pada metrik ini. Selain itu, beberapa perusahaan mungkin

memiliki aset yang sulit untuk dinilai dengan menggunakan metode konvensional, seperti hak paten, merek dagang, atau goodwill, yang lebih sulit untuk diukur dalam hal kontribusinya terhadap pembuatan laba.

EVA juga memerlukan pemahaman yang mendalam tentang bagaimana aset perusahaan digunakan dalam operasionalnya dan bagaimana biaya modal memengaruhi keputusan pengelolaan aset tersebut. Dalam hal ini, pendekatan EVA mungkin lebih cocok untuk perusahaan yang memiliki aset yang jelas dan terukur, serta aliran pendapatan yang lebih stabil dan dapat diprediksi. Untuk perusahaan yang beroperasi dalam industri yang sangat dinamis atau yang menghadapi banyak ketidakpastian dalam proyeksi laba dan biaya modal, penggunaan EVA bisa lebih rumit dan kurang efektif. Dalam situasi tersebut, proyeksi yang terlalu optimis atau pesimis mengenai laba dan biaya modal dapat menghasilkan perhitungan EVA yang tidak mencerminkan kenyataan yang sebenarnya.

Meskipun ada tantangan terkait dengan penggunaan EVA, banyak perusahaan yang menggunakannya untuk memberikan gambaran yang lebih jelas tentang kinerja keuangan dan untuk mengidentifikasi apakah menciptakan nilai yang melebihi biaya modal yang dikeluarkan. EVA memungkinkan manajemen untuk mengevaluasi efektivitas penggunaan aset dan strategi perusahaan dalam menciptakan kekayaan bagi pemegang saham. Dalam hal ini, perusahaan yang mampu menghasilkan EVA positif secara konsisten dapat dianggap sebagai perusahaan yang efisien dalam menggunakan modal dan dalam menciptakan nilai jangka panjang. Sebaliknya, perusahaan dengan EVA negatif mungkin menunjukkan bahwa tidak cukup efisien dalam menggunakan modal atau tidak mampu menghasilkan laba yang melebihi biaya yang diperlukan untuk menjalankan operasinya.

Pada praktiknya, banyak perusahaan yang menggabungkan penggunaan EVA dengan metrik keuangan lainnya, seperti *Return on Equity* (ROE) atau *Return on Assets* (ROA), untuk memberikan gambaran yang lebih komprehensif tentang kinerja. Dengan cara ini, EVA dapat digunakan sebagai salah satu alat untuk mengevaluasi kinerja perusahaan dalam konteks yang lebih luas, memperhitungkan faktor-faktor lain yang memengaruhi profitabilitas dan efisiensi operasional. Ini membantu manajemen untuk membuat keputusan yang lebih baik terkait alokasi sumber daya dan pengelolaan modal.

Penggunaan EVA juga dapat berfungsi sebagai alat komunikasi yang efektif antara manajemen dan pemegang saham atau investor. Dengan menunjukkan apakah perusahaan berhasil menciptakan nilai lebih besar dari yang diharapkan oleh pasar, manajemen dapat membangun kepercayaan dan meyakinkan pemegang saham bahwa berfokus pada penciptaan kekayaan jangka panjang. EVA dapat digunakan sebagai indikator kunci untuk menunjukkan komitmen perusahaan terhadap penciptaan nilai dan untuk mengidentifikasi area yang memerlukan perbaikan dalam pengelolaan aset atau penggunaan modal.

Meskipun EVA adalah metrik yang sangat berguna untuk menilai kinerja keuangan perusahaan, penting untuk diingat bahwa tidak ada satu metrik yang dapat memberikan gambaran lengkap tentang keadaan keuangan perusahaan. Oleh karena itu, penggunaan EVA harus dilengkapi dengan analisis yang lebih mendalam dan didukung oleh metrik keuangan lainnya. Dengan menggabungkan EVA dengan alat analisis lainnya, perusahaan dapat memperoleh pemahaman yang lebih baik tentang bagaimana menciptakan nilai dan apa yang perlu dilakukan untuk meningkatkan kinerja di masa depan.

2. Real Options

Real Options adalah pendekatan yang mengadopsi prinsip-prinsip dari teori opsi finansial untuk menilai keputusan investasi perusahaan dalam menghadapi ketidakpastian yang ada di pasar. Pendekatan ini sangat relevan dalam situasi di mana perusahaan harus membuat keputusan investasi jangka panjang, yang mana hasilnya mungkin sangat bergantung pada kondisi pasar yang dinamis atau peristiwa tak terduga. Dalam banyak kasus, khususnya di industri yang sangat berisiko tinggi seperti teknologi, energi, atau bioteknologi, pengambilan keputusan investasi tidak bisa dilakukan dengan pendekatan tradisional semata, yang lebih mengandalkan proyeksi aliran kas yang stabil. *Real Options* memberikan cara untuk memasukkan unsur ketidakpastian dan fleksibilitas dalam penilaian investasi, sehingga memberikan gambaran yang lebih lengkap tentang potensi nilai suatu proyek atau peluang bisnis.

Konsep dasar dari *Real Options* adalah bahwa keputusan investasi tidaklah final dan tetap, melainkan lebih seperti serangkaian opsi yang dapat dieksekusi sesuai dengan perkembangan yang terjadi di

masa depan. Dalam hal ini, keputusan investasi dianggap sebagai suatu opsi yang dapat dilakukan atau tidak dilakukan berdasarkan perubahan dalam kondisi pasar, kinerja proyek, atau perkembangan lainnya. Sebagai contoh, jika sebuah perusahaan berinvestasi dalam teknologi baru, mungkin memiliki fleksibilitas untuk mengubah atau menghentikan proyek tersebut jika perkembangan pasar tidak mendukung. Dengan kata lain, perusahaan memiliki opsi untuk menunggu, mengevaluasi ulang, atau memperluas proyek tergantung pada kondisi yang berkembang, yang tentunya memberikan nilai lebih dalam pengambilan keputusan jangka panjang.

Salah satu komponen utama yang dijadikan dasar dalam *Real Options* adalah fleksibilitas yang dimiliki oleh perusahaan untuk menyesuaikan keputusan investasi seiring berjalannya waktu. Dalam pengambilan keputusan tradisional, seperti yang dilakukan dalam metode *Discounted Cash Flow* (DCF), asumsi tentang arus kas masa depan dan biaya modal digunakan untuk menentukan nilai proyek. Namun, metode ini cenderung mengabaikan potensi keuntungan dari fleksibilitas dalam penyesuaian keputusan investasi. *Real Options*, di sisi lain, menilai nilai tambahan yang datang dengan opsi-opsi ini, seperti kemampuan untuk menunda keputusan, memperbesar investasi jika kondisi menguntungkan, atau bahkan membatalkan investasi jika ternyata tidak menguntungkan. Pendekatan ini memberi ruang untuk penyesuaian, sesuatu yang tidak dapat dipertimbangkan dalam model DCF yang lebih statis.

Real Options bukan sekadar sebuah metode untuk memperkirakan nilai proyek yang berisiko tinggi, melainkan juga sebuah cara untuk merancang keputusan strategis yang lebih adaptif dan dinamis. Dengan melihat keputusan investasi sebagai sebuah opsi, perusahaan dapat menilai proyek-proyek dalam kerangka waktu yang lebih panjang, memperhitungkan kemungkinan perubahan pasar, dan menentukan seberapa besar nilai dari fleksibilitas yang dimiliki. Misalnya, sebuah perusahaan yang memiliki teknologi baru mungkin tidak dapat memprediksi dengan pasti bagaimana teknologi tersebut akan diterima oleh pasar dalam beberapa tahun mendatang, tetapi dengan menggunakan pendekatan *Real Options*, bisa menilai keuntungan yang mungkin diperoleh dari fleksibilitas untuk memperluas atau bahkan menghentikan pengembangan teknologi tersebut.

Ada beberapa jenis *Real Options* yang sering digunakan dalam penilaian investasi, yang memberikan perusahaan pilihan strategis yang dapat diambil. Salah satu jenis *Real Option* adalah *Option to Abandon*, yang memberikan perusahaan hak untuk menghentikan proyek jika tidak memberikan hasil yang diharapkan. Ini sangat penting dalam konteks investasi yang berisiko tinggi, karena jika sebuah proyek ternyata tidak menguntungkan, perusahaan bisa meminimalkan kerugian dengan berhenti lebih awal, sebelum lebih banyak sumber daya terbuang. Opsi ini memungkinkan perusahaan untuk menghindari kerugian lebih besar jika kondisi pasar berubah secara tidak menguntungkan atau jika proyek tersebut gagal mencapai target yang telah ditentukan.

Ada juga *Option to Expand*, yang memberikan perusahaan kesempatan untuk memperbesar skala proyek jika hasilnya lebih baik dari yang diperkirakan. Ini memungkinkan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan lebih besar dengan memperluas investasi ketika kondisi pasar mendukung dan memberikan hasil yang lebih baik dari yang diharapkan. Contohnya, jika sebuah perusahaan merilis produk baru dan melihat bahwa permintaan pasar meningkat lebih cepat dari yang diperkirakan, perusahaan dapat memilih untuk meningkatkan produksi atau memperluas distribusi, sehingga memanfaatkan peluang yang ada untuk keuntungan yang lebih besar.

Jenis *Real Option* lainnya adalah *Option to Wait*, yang memungkinkan perusahaan untuk menunda keputusan investasi sampai waktu yang lebih tepat, sambil memantau perkembangan kondisi pasar atau teknologi. Dalam beberapa kasus, menunggu dan mengumpulkan lebih banyak informasi dapat mengurangi risiko yang terkait dengan ketidakpastian dan memberikan perusahaan waktu untuk membuat keputusan yang lebih baik. Misalnya, jika perusahaan berencana untuk berinvestasi dalam teknologi baru tetapi pasar atau tren teknologi masih belum stabil, dapat memilih untuk menunggu hingga lebih banyak informasi tersedia atau hingga kondisi pasar lebih jelas.

Menurut Trigeorgis (1996), penerapan teori opsi dalam konteks keputusan investasi perusahaan memberi cara untuk mengukur dan menilai keputusan yang melibatkan ketidakpastian tinggi dengan cara yang lebih sistematis. Dengan *Real Options*, perusahaan dapat memperhitungkan nilai dari fleksibilitas dalam keputusan investasi, sesuatu yang sering diabaikan dalam metode tradisional seperti DCF. Meskipun pendekatan ini memberikan cara untuk menilai potensi

keuntungan dari fleksibilitas dan pengambilan keputusan di masa depan, penerapan *Real Options* memerlukan pemahaman yang mendalam tentang teori opsi finansial dan penggunaan model matematika yang kompleks untuk menghitung nilai opsi ini. Model matematika ini sering kali melibatkan simulasi Monte Carlo atau pohon keputusan yang memerlukan data yang sangat tepat dan analisis yang mendalam.

Meskipun *Real Options* sangat berguna dalam memberikan penilaian yang lebih akurat terhadap keputusan investasi dalam situasi ketidakpastian tinggi, penerapannya juga membawa tantangan tersendiri. Salah satu kendala utama dalam menggunakan pendekatan ini adalah kompleksitas model dan kebutuhan akan data yang sangat tepat. Untuk menghitung nilai *Real Options* dengan akurat, perusahaan memerlukan informasi yang sangat detail mengenai kondisi pasar, biaya, dan potensi hasil dari proyek yang sedang dianalisis. Jika data yang digunakan untuk model ini tidak akurat atau asumsi yang dibuat dalam model tidak sesuai dengan kenyataan pasar, maka nilai yang dihitung melalui pendekatan *Real Options* bisa sangat berbeda dari nilai pasar yang sesungguhnya. Oleh karena itu, ketepatan perhitungan sangat bergantung pada kualitas data dan asumsi yang digunakan dalam model matematika.

Penggunaan *Real Options* dalam penilaian perusahaan memerlukan keahlian dalam teori opsi dan matematika keuangan yang mungkin tidak dimiliki oleh semua analis keuangan. Tidak semua perusahaan memiliki kemampuan atau sumber daya untuk mengembangkan atau menerapkan model ini secara efektif. Untuk itu, banyak perusahaan yang mengandalkan konsultan atau perangkat lunak khusus yang dapat menghitung nilai *Real Options* secara otomatis. Meskipun demikian, kompleksitas dan biaya yang terkait dengan penerapan pendekatan ini bisa menjadi hambatan bagi perusahaan kecil atau yang memiliki sumber daya terbatas. Sebagai hasilnya, meskipun *Real Options* menawarkan banyak potensi, penggunaannya lebih sering ditemukan pada perusahaan besar atau yang beroperasi di industri dengan tingkat ketidakpastian dan risiko tinggi.

E. Perbandingan Metode dan Kapan Masing-Masing Digunakan

Pada penilaian perusahaan, terdapat berbagai metode yang digunakan untuk mengukur nilai dan kinerja perusahaan. Setiap metode memiliki karakteristik dan aplikasi yang berbeda, serta bergantung pada situasi perusahaan yang sedang dinilai. Di antara metode-metode yang paling sering digunakan adalah *Economic Value Added (EVA)*, *Real Options*, *Discounted Cash Flow (DCF)*, *Relative Valuation*, dan *Asset-Based Valuation*. Masing-masing memiliki kelebihan dan kekurangan, yang membuatnya lebih sesuai digunakan dalam konteks tertentu. Memahami perbedaan dan kapan masing-masing metode digunakan adalah hal yang krusial untuk mendapatkan hasil penilaian yang akurat dan relevan.

1. *Economic Value Added (EVA)* vs *Discounted Cash Flow (DCF)*

Economic Value Added (EVA) dan *Discounted Cash Flow (DCF)* adalah dua metode penilaian yang sangat populer dan sering digunakan dalam mengevaluasi kinerja perusahaan berbasis finansial. Kedua metode ini memiliki tujuan yang sama, yaitu untuk menilai nilai suatu perusahaan, tetapi memiliki pendekatan yang berbeda dalam menghitung dan memahami nilai tersebut. EVA berfokus pada seberapa banyak nilai yang diciptakan perusahaan setelah memperhitungkan biaya modal yang dikeluarkan untuk mendanai operasional dan aset perusahaan. Di sisi lain, DCF menilai nilai perusahaan berdasarkan proyeksi arus kas masa depan yang didiskontokan ke nilai saat ini, dengan menganggap bahwa nilai suatu perusahaan sangat bergantung pada kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas di masa depan.

EVA memberikan fokus yang lebih tajam pada penciptaan nilai bagi pemegang saham, terutama setelah memperhitungkan biaya modal. Dengan menggunakan formula EVA yang mengurangkan total aset yang digunakan dalam operasional perusahaan dengan biaya modal yang dibayar, metode ini mampu menunjukkan apakah perusahaan benar-benar menciptakan nilai lebih atau justru hanya mencapai tingkat pengembalian yang lebih rendah dari biaya modalnya. Hal ini membuat EVA sangat berguna untuk menilai kinerja manajerial, karena manajer yang berhasil menciptakan nilai lebih dari yang dibayarkan oleh pemegang saham akan menghasilkan EVA yang positif. Sebaliknya, jika

hasilnya negatif, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak berhasil memberikan pengembalian yang melebihi biaya modal yang telah dikeluarkan.

Salah satu keunggulan EVA adalah kemampuannya untuk memberikan gambaran yang lebih realistis tentang kinerja finansial perusahaan. Dalam banyak kasus, perusahaan dapat melaporkan laba tinggi, namun tidak menciptakan nilai jika hasil yang diperoleh lebih rendah dari biaya modal yang dibayar untuk mendanai operasionalnya. EVA memberi cara untuk mengatasi masalah ini dengan memastikan bahwa laba yang dilaporkan telah memperhitungkan seluruh biaya modal yang digunakan. Metode ini juga mengukur efektivitas manajer dalam mengelola modal perusahaan, yang memungkinkan pemegang saham untuk menilai seberapa baik investasinya dikelola.

Meskipun EVA sangat berguna dalam menilai perusahaan yang sudah mapan dan stabil, metode ini kurang relevan bagi perusahaan yang berada dalam fase pertumbuhan atau startup. Perusahaan semacam ini seringkali memiliki proyeksi arus kas yang tidak pasti dan berfluktuasi, serta seringkali belum menghasilkan laba yang konsisten. Dalam hal ini, DCF menjadi lebih relevan, karena metode ini mengandalkan proyeksi arus kas masa depan yang didiskontokan ke nilai saat ini. DCF memungkinkan analisis untuk menilai nilai perusahaan dengan lebih fleksibel, berdasarkan proyeksi arus kas yang dapat terus berkembang seiring berjalannya waktu.

Keunggulan DCF terletak pada kemampuannya untuk memberikan gambaran tentang nilai masa depan perusahaan. Dengan mempertimbangkan proyeksi arus kas yang diharapkan perusahaan dapat hasilkan, DCF mengukur nilai perusahaan berdasarkan kemampuan masa depan untuk menghasilkan kas. Namun, DCF memiliki kelemahan utama, yaitu sangat bergantung pada proyeksi arus kas yang dibuat oleh analisis. Ketidakpastian dalam proyeksi ini bisa mengarah pada kesalahan dalam penilaian, karena asumsi tentang pertumbuhan masa depan dan perubahan dalam biaya modal sangat mempengaruhi hasil akhir. Oleh karena itu, ketelitian dalam membuat estimasi sangat krusial dalam penggunaan metode DCF.

Salah satu tantangan utama dalam menggunakan DCF adalah ketergantungan pada estimasi proyeksi arus kas, yang sering kali sangat sensitif terhadap perubahan kecil dalam asumsi dasar. Hal ini bisa menjadi masalah bagi perusahaan yang berada dalam fase ekspansi, di

mana ketidakpastian lebih besar, dan proyeksi masa depan lebih sulit untuk dipastikan. DCF juga dapat memberi hasil yang sangat berbeda tergantung pada tingkat diskonto yang digunakan. Tingkat diskonto ini, yang biasanya mencerminkan tingkat pengembalian yang diinginkan oleh investor berdasarkan risiko perusahaan, sering kali memerlukan penilaian subyektif, yang dapat memengaruhi hasil penilaian secara signifikan.

Pada konteks aplikasi, EVA sangat cocok digunakan untuk perusahaan yang telah beroperasi dalam jangka waktu yang cukup lama dan memiliki rekam jejak kinerja yang jelas dan stabil. Metode ini berguna ketika perusahaan ingin mengevaluasi seberapa efektif dalam menciptakan nilai bagi pemegang saham, dengan mengukur laba yang dihasilkan dibandingkan dengan biaya modal yang dikeluarkan untuk menjalankan operasinya. Di sisi lain, DCF lebih berguna dalam penilaian perusahaan yang masih dalam tahap awal atau yang sedang dalam fase ekspansi. Dalam hal ini, fokus utama adalah pada proyeksi arus kas yang diharapkan dapat dihasilkan perusahaan di masa depan, dan DCF memberikan gambaran yang lebih jelas tentang potensi perusahaan untuk menghasilkan nilai di masa mendatang.

Ketika digunakan bersamaan, EVA dan DCF dapat saling melengkapi untuk memberikan gambaran yang lebih lengkap tentang kinerja dan potensi perusahaan. EVA dapat digunakan untuk menilai efektivitas perusahaan dalam menciptakan nilai jangka panjang, sementara DCF dapat memberikan proyeksi tentang bagaimana nilai tersebut mungkin berkembang seiring waktu. Dengan demikian, meskipun kedua metode ini memiliki kekuatan dan kelemahan masing-masing, dapat digunakan secara bersamaan untuk memberikan pemahaman yang lebih holistik tentang kesehatan finansial perusahaan dan prospek masa depannya.

Meskipun EVA dan DCF keduanya sangat berguna dalam penilaian perusahaan, masing-masing memiliki konteks penggunaannya yang lebih tepat. EVA lebih relevan untuk perusahaan yang sudah mapan dan memiliki kestabilan dalam arus kas, sedangkan DCF lebih tepat digunakan ketika proyeksi masa depan perusahaan sangat penting dan ketidakpastian pasar lebih besar. Dengan demikian, pemilihan antara EVA dan DCF harus didasarkan pada fase perusahaan dan tujuan penilaian yang diinginkan, apakah itu untuk menilai kinerja masa lalu atau untuk mengevaluasi potensi masa depan perusahaan.

2. *Real Options vs Asset-Based Valuation*

Real Options dan *Asset-Based Valuation* adalah dua metode penilaian yang sering digunakan dalam konteks yang berbeda. Meskipun keduanya digunakan untuk menilai nilai suatu perusahaan, pendekatan dan fokusnya sangat berbeda. *Real Options* lebih berfokus pada fleksibilitas keputusan investasi di masa depan, sedangkan *Asset-Based Valuation* mengukur nilai suatu perusahaan berdasarkan aset yang dimilikinya saat ini. Keduanya memiliki kekuatan dan kelemahan masing-masing, dan masing-masing lebih cocok untuk situasi tertentu yang berbeda.

Real Options lebih relevan dalam menghadapi ketidakpastian yang tinggi dan memberikan gambaran yang lebih dinamis mengenai keputusan investasi yang dihadapi perusahaan. Dalam industri yang sangat dinamis dan penuh ketidakpastian seperti teknologi, energi, atau penelitian dan pengembangan, perusahaan sering kali memiliki keputusan untuk memperbesar, menghentikan, atau menunda proyek berdasarkan informasi yang berkembang. Konsep utama dalam *Real Options* adalah bahwa keputusan investasi bukanlah keputusan yang sekali jadi, melainkan sebuah serangkaian pilihan yang dapat dijalankan di masa depan tergantung pada perubahan kondisi pasar atau proyek. Dengan pendekatan ini, perusahaan dapat mengevaluasi potensi keuntungan dari fleksibilitas yang dimilikinya dalam pengambilan keputusan.

Misalnya, sebuah perusahaan teknologi yang sedang mengembangkan produk baru dapat menggunakan pendekatan *Real Options* untuk menilai opsi yang dimilikinya: apakah akan melanjutkan pengembangan produk, memperluas proyek, atau bahkan menghentikan proyek tersebut jika tidak memenuhi harapan. Dalam konteks ini, *Real Options* memberikan perusahaan kebebasan untuk menyesuaikan keputusan seiring dengan perubahan kondisi pasar dan hasil yang dicapai, yang bisa sangat berharga dalam industri yang cepat berubah. Pendekatan ini juga memungkinkan perusahaan untuk memaksimalkan nilai dari fleksibilitas dan pilihan yang ada.

Real Options juga memiliki keterbatasan, terutama dalam hal penerapannya yang membutuhkan model matematika yang kompleks dan estimasi yang sangat bergantung pada data yang sangat tepat. Penilaian yang dilakukan dengan pendekatan ini juga bisa sangat sensitif terhadap asumsi-asumsi yang digunakan, seperti proyeksi biaya atau

tingkat diskonto. Jika asumsi yang digunakan tidak akurat, maka hasil yang diperoleh dapat sangat jauh dari nilai pasar yang sesungguhnya. Oleh karena itu, meskipun *Real Options* memberikan manfaat dalam mempertimbangkan ketidakpastian, penerapannya bisa menjadi rumit dan memerlukan keahlian khusus.

Asset-Based Valuation lebih berfokus pada penilaian aset yang dimiliki perusahaan pada saat ini, baik aset berwujud maupun tidak berwujud. Metode ini sering digunakan oleh perusahaan yang memiliki banyak aset fisik, seperti tanah, bangunan, peralatan, atau mesin. Penilaian dilakukan berdasarkan nilai pasar atau nilai penggantian dari aset-aset tersebut, dan sering digunakan dalam situasi di mana perusahaan berada dalam proses likuidasi atau restrukturisasi. Dalam kasus ini, nilai yang dihitung mencerminkan harga yang dapat diperoleh jika perusahaan menjual aset-aset fisiknya atau mengalihkannya ke pihak lain. Aset tidak berwujud seperti hak paten atau goodwill juga dapat diperhitungkan, meskipun seringkali lebih sulit untuk dinilai secara akurat karena tidak ada pasar terbuka yang mencerminkan harga.

Asset-Based Valuation lebih cocok untuk perusahaan yang memiliki banyak aset yang dapat dijual atau digunakan kembali dalam waktu dekat dan yang tidak terlalu bergantung pada proyeksi arus kas masa depan. Misalnya, perusahaan yang sedang menjalani likuidasi atau yang beroperasi dalam industri dengan aset tetap yang besar, seperti real estate atau manufaktur, dapat menggunakan metode ini untuk menghitung nilai yang dapat diperoleh dari aset fisik yang dimiliki. Metode ini juga lebih mudah diterapkan dalam situasi di mana proyeksi arus kas masa depan sulit dipastikan, atau ketika perusahaan berada dalam kondisi yang tidak memungkinkan untuk membuat proyeksi jangka panjang.

Metode ini juga memiliki keterbatasan. *Asset-Based Valuation* tidak mempertimbangkan potensi pertumbuhan atau kekuatan pasar yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan di masa depan. Dalam perusahaan yang memiliki potensi pertumbuhan yang signifikan atau yang bergantung pada faktor-faktor seperti inovasi, kekuatan merek, atau keunggulan kompetitif lainnya, pendekatan ini bisa memberikan gambaran yang tidak lengkap. Selain itu, metode ini kurang fleksibel karena hanya menilai nilai aset yang ada saat ini dan tidak mempertimbangkan keputusan masa depan yang dapat mempengaruhi nilai tersebut, seperti yang dilakukan oleh *Real Options*.

Ketika digunakan bersama, *Real Options* dan *Asset-Based Valuation* dapat memberikan pandangan yang lebih holistik tentang nilai suatu perusahaan. *Real Options* dapat digunakan untuk menilai fleksibilitas dan potensi keuntungan dari keputusan investasi di masa depan, sementara *Asset-Based Valuation* memberikan gambaran yang lebih jelas tentang nilai yang dapat diperoleh dari aset yang ada saat ini. Dalam beberapa situasi, kedua metode ini dapat saling melengkapi, memberikan wawasan lebih mendalam tentang kondisi dan prospek perusahaan.

Secara umum, pilihan antara *Real Options* dan *Asset-Based Valuation* sangat bergantung pada situasi perusahaan dan karakteristik industrinya. *Real Options* lebih sesuai digunakan dalam industri yang sangat dinamis atau berisiko tinggi, di mana perusahaan memiliki banyak opsi keputusan yang dapat diubah seiring dengan perkembangan kondisi pasar atau proyek. Di sisi lain, *Asset-Based Valuation* lebih cocok digunakan dalam perusahaan yang memiliki aset fisik yang besar atau yang berada dalam tahap likuidasi, di mana penilaian berfokus pada nilai aset yang dimiliki saat ini. Dengan demikian, kedua pendekatan ini memiliki tempat dan waktu yang tepat untuk diterapkan. *Real Options* memberikan keuntungan dalam menghadapi ketidakpastian dan fleksibilitas pengambilan keputusan investasi, sementara *Asset-Based Valuation* memberikan pendekatan yang lebih langsung dan terukur dalam menilai nilai perusahaan berdasarkan aset yang ada.

3. *Relative Valuation vs Asset-Based Valuation*

Relative Valuation dan *Asset-Based Valuation* adalah dua metode yang sangat berbeda dalam penilaian perusahaan, masing-masing dengan pendekatan yang spesifik sesuai dengan kondisi dan karakteristik perusahaan yang dinilai. Keduanya digunakan untuk menentukan nilai suatu perusahaan, namun dengan cara yang sangat berbeda. *Relative Valuation* berfokus pada perbandingan dengan perusahaan sejenis yang ada di pasar, sementara *Asset-Based Valuation* menghitung nilai perusahaan berdasarkan aset yang dimilikinya. Pendekatan masing-masing memiliki kekuatan dan kelemahan tergantung pada situasi yang dihadapi.

Relative Valuation didasarkan pada prinsip bahwa perusahaan yang memiliki karakteristik yang serupa seharusnya dihargai dengan cara yang serupa. Oleh karena itu, pendekatan ini sering kali melibatkan

perbandingan antara perusahaan yang sedang dinilai dengan perusahaan lain yang beroperasi di industri yang sama atau memiliki model bisnis yang serupa. Beberapa indikator yang umum digunakan dalam *Relative Valuation* meliputi *Price-to-Earnings* (P/E), *Price-to-Book* (P/B), dan EV/EBITDA. Setiap rasio ini memberikan informasi yang berbeda tentang bagaimana pasar menghargai perusahaan dibandingkan dengan pesaingnya, baik berdasarkan laba, nilai buku, maupun EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*).

Salah satu kelebihan utama dari *Relative Valuation* adalah kemampuannya untuk memberikan penilaian pasar yang cepat dan mudah dimengerti. Dalam industri yang memiliki banyak perusahaan terdaftar dan data pasar yang mudah diakses, metode ini dapat memberikan gambaran yang jelas tentang bagaimana perusahaan dihargai relatif terhadap pesaing di pasar. Hal ini sangat berguna bagi investor atau analis yang ingin menilai perusahaan berdasarkan standar pasar tanpa harus masuk ke dalam analisis yang lebih mendalam mengenai aset atau proyeksi arus kas. Misalnya, jika sebuah perusahaan memiliki P/E ratio yang lebih tinggi dibandingkan dengan rata-rata industri, ini mungkin menunjukkan bahwa pasar memiliki ekspektasi yang lebih tinggi terhadap potensi pertumbuhan perusahaan tersebut.

Relative Valuation juga memiliki keterbatasan. Salah satu masalah utama adalah bahwa perusahaan-perusahaan yang dibandingkan mungkin tidak sepenuhnya sebanding. Perbedaan dalam struktur perusahaan, tingkat pertumbuhan, atau risiko yang dihadapi dapat membuat perbandingan tersebut kurang akurat. Selain itu, jika pasar secara keseluruhan dihargai terlalu tinggi atau terlalu rendah, maka penilaian perusahaan juga dapat terdistorsi. Oleh karena itu, meskipun *Relative Valuation* memberikan pandangan yang berguna, hasilnya sangat bergantung pada kualitas dan relevansi pembanding yang digunakan.

Asset-Based Valuation lebih berfokus pada penilaian nilai intrinsik perusahaan berdasarkan aset yang dimilikinya. Pendekatan ini sering digunakan dalam situasi di mana perusahaan tidak memiliki data pasar yang cukup, atau ketika perusahaan beroperasi dalam sektor yang tidak memiliki pembanding yang cukup untuk melakukan perbandingan yang efektif. Sebagai contoh, perusahaan yang berada dalam tahap likuidasi atau yang memiliki banyak aset tetap, seperti real estate atau perusahaan manufaktur, mungkin lebih relevan untuk dinilai

menggunakan metode *Asset-Based Valuation*. Dalam hal ini, nilai perusahaan dihitung berdasarkan nilai pasar atau nilai penggantian dari aset-aset tersebut, baik yang berwujud maupun yang tidak berwujud.

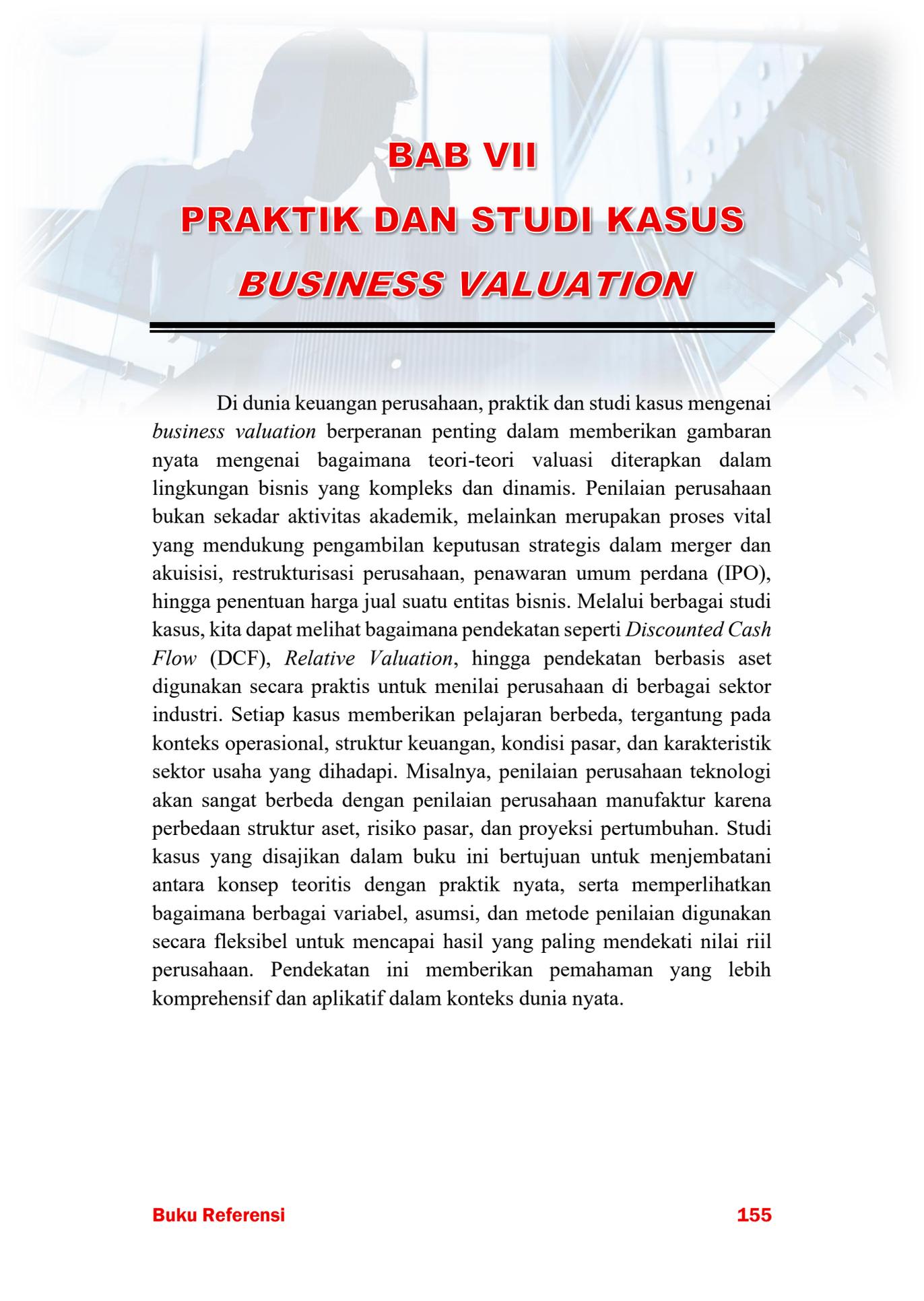
Keunggulan dari *Asset-Based Valuation* adalah bahwa metode ini memberikan penilaian yang lebih langsung dan terukur berdasarkan aset yang dimiliki perusahaan. Hal ini sangat berguna ketika perusahaan tidak memiliki banyak informasi pasar atau ketika proyeksi arus kas masa depan sulit untuk dibuat dengan akurat. Dalam kasus likuidasi, metode ini sering digunakan karena memberikan gambaran yang jelas tentang nilai yang dapat diperoleh jika perusahaan menjual atau mengalihkan aset-asetnya. *Asset-Based Valuation* juga cocok untuk perusahaan yang memiliki banyak aset fisik yang dapat dihitung dengan cukup pasti.

Asset-Based Valuation juga memiliki kelemahan yang signifikan. Salah satu kelemahan utama adalah bahwa metode ini tidak mempertimbangkan potensi pertumbuhan atau faktor-faktor lain yang mungkin mempengaruhi nilai perusahaan di masa depan, seperti kekuatan merek, kemampuan inovasi, atau keunggulan kompetitif lainnya. Dalam perusahaan yang sedang berkembang atau yang memiliki potensi pertumbuhan yang signifikan, *Asset-Based Valuation* mungkin memberikan gambaran yang tidak lengkap atau terlalu pesimis mengenai nilai perusahaan. Oleh karena itu, metode ini seringkali lebih relevan dalam konteks perusahaan yang stabil atau dalam situasi likuidasi, daripada untuk perusahaan yang sedang berkembang.

Relative Valuation dan *Asset-Based Valuation* dapat saling melengkapi, terutama ketika digunakan dalam konteks yang tepat. *Relative Valuation* berguna untuk memberikan perspektif tentang bagaimana pasar menilai perusahaan dibandingkan dengan pesaing di industri yang sama. Ini sangat efektif dalam industri yang memiliki banyak perusahaan terdaftar, seperti sektor teknologi atau konsumen, di mana pembandingan pasar dapat dengan mudah diakses. Sebaliknya, *Asset-Based Valuation* lebih cocok untuk perusahaan yang memiliki banyak aset tetap atau dalam situasi di mana nilai aset menjadi fokus utama, seperti perusahaan yang berada dalam tahap restrukturisasi atau likuidasi.

Meskipun kedua pendekatan ini digunakan untuk tujuan penilaian yang sama, yaitu menentukan nilai perusahaan, perbedaan pendekatan mencerminkan perbedaan dalam cara perusahaan dipandang dan jenis data yang dianggap paling relevan. *Relative Valuation* sangat

bergantung pada perbandingan perusahaan dengan pasar atau pesaing, sementara *Asset-Based Valuation* lebih berfokus pada penilaian yang lebih langsung berdasarkan aset fisik dan nilai intrinsik perusahaan. Keduanya memiliki tempat dalam dunia keuangan dan sering kali digunakan secara bersamaan untuk memberikan gambaran yang lebih komprehensif tentang nilai suatu perusahaan.



BAB VII

PRAKTIK DAN STUDI KASUS

BUSINESS VALUATION

Di dunia keuangan perusahaan, praktik dan studi kasus mengenai *business valuation* berperan penting dalam memberikan gambaran nyata mengenai bagaimana teori-teori valuasi diterapkan dalam lingkungan bisnis yang kompleks dan dinamis. Penilaian perusahaan bukan sekadar aktivitas akademik, melainkan merupakan proses vital yang mendukung pengambilan keputusan strategis dalam merger dan akuisisi, restrukturisasi perusahaan, penawaran umum perdana (IPO), hingga penentuan harga jual suatu entitas bisnis. Melalui berbagai studi kasus, kita dapat melihat bagaimana pendekatan seperti *Discounted Cash Flow* (DCF), *Relative Valuation*, hingga pendekatan berbasis aset digunakan secara praktis untuk menilai perusahaan di berbagai sektor industri. Setiap kasus memberikan pelajaran berbeda, tergantung pada konteks operasional, struktur keuangan, kondisi pasar, dan karakteristik sektor usaha yang dihadapi. Misalnya, penilaian perusahaan teknologi akan sangat berbeda dengan penilaian perusahaan manufaktur karena perbedaan struktur aset, risiko pasar, dan proyeksi pertumbuhan. Studi kasus yang disajikan dalam buku ini bertujuan untuk menjembatani antara konsep teoritis dengan praktik nyata, serta memperlihatkan bagaimana berbagai variabel, asumsi, dan metode penilaian digunakan secara fleksibel untuk mencapai hasil yang paling mendekati nilai riil perusahaan. Pendekatan ini memberikan pemahaman yang lebih komprehensif dan aplikatif dalam konteks dunia nyata.

A. Valuasi Perusahaan Publik vs Perusahaan Private

1. Perbedaan Karakteristik dan Dampaknya terhadap Proses Valuasi

Valuasi perusahaan, baik yang bersifat publik maupun private, merupakan proses penting dalam menentukan nilai intrinsik suatu entitas. Namun, pendekatan dan tantangan yang dihadapi dalam menilai perusahaan publik berbeda secara signifikan dari perusahaan private karena perbedaan dalam struktur, ketersediaan data, dan transparansi.

Perusahaan publik (*public company*) adalah entitas bisnis yang sahamnya diperdagangkan secara terbuka di bursa efek, seperti Bursa Efek Indonesia (BEI) atau *New York Stock Exchange* (NYSE). Oleh karena itu, perusahaan publik tunduk pada regulasi yang ketat, termasuk pelaporan keuangan yang berkala dan keterbukaan informasi. Data keuangan dan informasi non-keuangan perusahaan publik relatif mudah diakses dan umumnya dapat dipercaya karena telah diaudit oleh auditor eksternal. Sebaliknya, perusahaan private (*private company*) adalah perusahaan yang sahamnya tidak diperdagangkan secara terbuka. Informasi keuangan dan operasional perusahaan ini sering kali terbatas dan tidak tersedia untuk publik, sehingga proses valuasinya lebih kompleks dan sangat bergantung pada pendekatan estimasi dan asumsi manajerial.

Menurut Damodaran (2012), valuasi perusahaan publik umumnya lebih mudah karena keberadaan harga pasar saham memberikan patokan awal dalam menentukan nilai perusahaan. Metode seperti *Relative Valuation* (menggunakan *price multiples* seperti P/E atau EV/EBITDA) menjadi sangat relevan dalam valuasi perusahaan publik karena data pembanding dari perusahaan sejenis tersedia secara luas di pasar. Misalnya, jika sebuah perusahaan telekomunikasi publik diperdagangkan dengan rasio P/E 15x, maka analis bisa menggunakannya sebagai referensi untuk menilai perusahaan lain dalam sektor yang sama. Selain itu, metode *Discounted Cash Flow* (DCF) juga lebih dapat diandalkan karena proyeksi arus kas dapat dikaitkan dengan data historis yang valid.

Pada perusahaan private, valuasi sering menghadapi keterbatasan data sehingga prosesnya memerlukan pendekatan yang lebih konservatif dan fleksibel. Perusahaan private biasanya tidak memiliki kewajiban untuk menyajikan laporan keuangan yang diaudit secara berkala,

sehingga kualitas data yang tersedia bervariasi. Hal ini meningkatkan ketidakpastian dalam proyeksi arus kas dan estimasi risiko (beta) yang digunakan dalam DCF. Menurut Hitchner (2022), valuator sering kali menggunakan pendekatan berbasis aset atau metode “*guideline company transactions*” dalam valuasi perusahaan private untuk mengurangi bias data dan ketidakpastian. Lebih lanjut, pendekatan beta dalam menghitung *cost of equity* juga berbeda. Beta perusahaan publik dapat dihitung berdasarkan volatilitas saham terhadap pasar, sedangkan untuk perusahaan private, beta sering kali dihitung menggunakan “*bottom-up beta*” berdasarkan data industri (Damodaran, 2014). Hal ini mencerminkan tantangan tersendiri dalam pengukuran risiko.

2. Diskon terhadap Nilai Perusahaan Private (*Discount for Lack of Marketability and Control*)

Salah satu aspek unik dalam valuasi perusahaan private adalah kebutuhan untuk menerapkan discount tertentu terhadap hasil valuasi. Dua jenis diskon yang paling umum digunakan adalah *Discount for Lack of Marketability* (DLOM) dan *Discount for Lack of Control* (DLOC). Kedua diskon ini mencerminkan kenyataan bahwa investor cenderung menghindari investasi dalam perusahaan yang tidak likuid dan tidak memberikan hak kontrol yang signifikan. *Discount for Lack of Marketability* (DLOM) mengacu pada penyesuaian terhadap nilai perusahaan private karena sahamnya tidak dapat dijual dengan cepat di pasar terbuka. Investor biasanya menuntut kompensasi atas risiko dan biaya kesempatan karena tidak adanya pasar sekunder. Berdasarkan studi oleh Pratt dan Grabowski (2020), DLOM dapat berkisar antara 20% hingga 35%, tergantung pada ukuran perusahaan, kondisi industri, dan ketahanan arus kas.

Pada praktik, penilaian DLOM sering kali melibatkan model kuantitatif seperti Chaffe Model, Longstaff Model, atau analisis berbasis studi empiris dari transaksi saham perusahaan private sebelum dan sesudah IPO. Menurut Longstaff (1995), nilai dari *marketability* dapat dihitung berdasarkan model opsi, yang mengasumsikan bahwa hak untuk menjual saham pada waktu tertentu di masa depan dapat dihargai seperti sebuah opsi Eropa. Dengan demikian, semakin lama saham tidak dapat dijual, semakin besar nilai dari DLOM yang harus diterapkan. *Discount for Lack of Control* (DLOC) diterapkan ketika investor hanya memperoleh kepemilikan minoritas dalam perusahaan private. Tidak

seperti saham mayoritas, pemegang saham minoritas biasanya tidak memiliki wewenang dalam pengambilan keputusan strategis seperti pembagian dividen, penjualan aset, atau pengangkatan manajemen. Menurut Z. Christopher Mercer (2011), DLOC dapat berkisar antara 5% hingga 25%, tergantung pada seberapa besar hak kontrol yang hilang.

Kedua jenis diskon tersebut penting untuk memastikan bahwa valuasi yang dilakukan pada perusahaan private mencerminkan nilai pasar yang realistis. Jika tidak diterapkan, hasil valuasi bisa overestimate dan tidak sesuai dengan harga aktual di pasar transaksi, terutama dalam konteks merger atau akuisisi. Untuk perusahaan publik, diskon semacam ini biasanya tidak diperlukan karena likuiditas saham yang tinggi dan transparansi kontrol manajemen. Dalam konteks merger dan akuisisi, pembeli akan cenderung lebih berhati-hati dalam menentukan nilai perusahaan private karena risiko asimetri informasi yang lebih tinggi. Oleh karena itu, valuator sering kali menggunakan pendekatan triangulasi, yakni menggabungkan metode DCF, comparables, dan guideline transactions untuk mendapatkan nilai yang lebih akurat dan dapat dipertanggungjawabkan (Koller *et al.*, 2020).

B. Studi Kasus Valuasi Perusahaan Teknologi

1. Tantangan dan Dinamika Valuasi pada Perusahaan Teknologi

Perusahaan teknologi sering kali menjadi objek valuasi yang kompleks karena karakteristik bisnisnya yang berbeda secara fundamental dari sektor-sektor tradisional. Dalam banyak kasus, perusahaan teknologi memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi, aset fisik yang minimal, dan bergantung pada modal intelektual serta inovasi produk yang bersifat disruptif. Kombinasi faktor-faktor tersebut menimbulkan tantangan dalam penerapan metode valuasi konvensional seperti *Discounted Cash Flow* (DCF) atau *Price Multiples*.

Salah satu contoh konkret adalah valuasi perusahaan rintisan (startup) berbasis teknologi seperti PT GoTo Gojek Tokopedia Tbk di Indonesia. Sebelum melantai di bursa, valuasi GoTo mencapai lebih dari USD 28 miliar berdasarkan putaran pendanaan investor ventura. Namun, angka ini lebih banyak mencerminkan ekspektasi pertumbuhan masa depan daripada kinerja keuangan historis. Menurut laporan e-Conomy SEA 2021 oleh Google, Temasek, dan Bain & Company, sektor digital di Asia Tenggara diperkirakan tumbuh hingga USD 363 miliar pada

tahun 2025. Hal ini menjadikan valuasi perusahaan seperti GoTo bergantung besar pada asumsi ekspansi pasar dan akuisisi pelanggan.

Menurut Damodaran (2021), valuasi perusahaan teknologi sebaiknya menggunakan metode *story-driven valuation*, yakni kombinasi antara narasi bisnis dan model keuangan. Narasi seperti dominasi pasar, ekspansi regional, atau model pendapatan berulang akan mengarahkan parameter dalam valuasi seperti pertumbuhan pendapatan, margin EBITDA, dan *reinvestment rate*. Namun, karena mayoritas perusahaan teknologi muda belum menghasilkan laba, valuator cenderung memfokuskan analisis pada proyeksi *cash flow* dan potensi monetisasi di masa depan. Kendala lainnya adalah ketidakstabilan arus kas dan perubahan regulasi yang dapat memengaruhi valuasi secara signifikan. Contohnya adalah kebijakan pemerintah terkait keamanan data, peraturan pajak digital, atau risiko perubahan teknologi yang sangat cepat. Oleh karena itu, valuasi pada perusahaan teknologi membutuhkan sensitivitas terhadap variabel makroekonomi dan industri.

2. Studi Kasus: Valuasi Grab Holdings (Pra dan Pasca IPO)

Grab Holdings, perusahaan teknologi asal Singapura yang beroperasi di berbagai layanan transportasi, pengiriman makanan, dan keuangan digital, menjadi contoh menarik untuk studi kasus valuasi perusahaan teknologi. Pada Desember 2021, Grab melakukan IPO melalui mekanisme SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*) di NASDAQ dengan valuasi sebesar USD 40 miliar. Namun hanya dalam beberapa bulan, valuasi tersebut turun signifikan hingga di bawah USD 15 miliar, mencerminkan ketidakpastian dalam asumsi pertumbuhan dan profitabilitas. Valuasi pra-IPO Grab menggunakan gabungan metode DCF dan comparables. Namun, tantangan utamanya adalah proyeksi arus kas jangka panjang yang sangat bergantung pada keberhasilan Grab mencapai profitabilitas melalui skala ekonomi. Menurut proyeksi yang dirilis dalam presentasi investor (Grab Investor Presentation, 2021), Grab memperkirakan *Gross Merchandise Value* (GMV) akan tumbuh 3x lipat dalam lima tahun. Namun, kenyataannya, persaingan ketat dengan Gojek dan perubahan perilaku konsumen pasca pandemi membuat asumsi tersebut sulit dipertahankan.

Pada valuasi DCF yang disusun oleh analis Credit Suisse (2021), proyeksi arus kas Grab sangat sensitif terhadap asumsi margin EBITDA dan tingkat diskonto. Dengan margin EBITDA target sekitar 15% dan

WACC 10%, nilai sekarang (*present value*) dari arus kas di masa depan masih rentan terhadap fluktuasi asumsi. Penurunan valuasi pasca-IPO mencerminkan ketidakmampuan pasar untuk menjustifikasi ekspektasi tinggi dalam kondisi makro dan operasional yang berubah cepat. Selain itu, perbandingan dengan perusahaan sejenis juga menunjukkan tantangan dalam *relative valuation*. Grab dibandingkan dengan Uber, DoorDash, dan Sea Group yang memiliki karakteristik bisnis berbeda dan tingkat profitabilitas yang bervariasi. Dalam beberapa laporan analisis pasar, Grab dianggap overvalued karena price-to-sales ratio yang terlalu tinggi jika dibandingkan dengan performa aktual pendapatan (Bloomberg, 2022).

Dari studi kasus ini, pelajaran penting yang dapat diambil adalah bahwa valuasi perusahaan teknologi tidak bisa hanya bertumpu pada narasi pertumbuhan semata. Kebutuhan akan konsistensi antara narasi, angka proyeksi, dan fundamental bisnis menjadi kunci dalam melakukan penilaian yang lebih rasional. Menurut Koller *et al.* (2020), integrasi antara strategi perusahaan, data pasar, dan sensitivitas asumsi menjadi elemen penting dalam valuasi yang kredibel.

C. Studi Kasus Valuasi Perusahaan Manufaktur

1. Karakteristik Valuasi Perusahaan Manufaktur

Valuasi perusahaan manufaktur memiliki pendekatan yang relatif berbeda dibandingkan sektor teknologi atau jasa. Perusahaan manufaktur pada umumnya memiliki struktur aset fisik yang besar, arus kas yang lebih stabil, serta margin keuntungan yang dipengaruhi oleh efisiensi operasional, struktur biaya, dan kapasitas produksi. Oleh karena itu, metode valuasi seperti *Discounted Cash Flow* (DCF) dan *Asset-Based Valuation* menjadi lebih aplikatif dalam konteks industri ini. Menurut Damodaran (2012), valuasi sektor manufaktur idealnya menggunakan pendekatan DCF berbasis *Free Cash Flow to Firm* (FCFF), dengan mempertimbangkan variabel kunci seperti pertumbuhan penjualan, depresiasi aset, belanja modal (*capital expenditure*), dan perubahan modal kerja. Selain itu, pendekatan berbasis aset juga digunakan untuk menilai nilai bersih dari properti, pabrik, dan peralatan (PPE), terutama dalam konteks valuasi likuidasi atau saat perusahaan menghadapi kesulitan keuangan.

Salah satu tantangan utama dalam valuasi manufaktur adalah kepekaan terhadap siklus ekonomi. Kinerja perusahaan manufaktur sangat dipengaruhi oleh siklus permintaan industri, fluktuasi harga bahan baku, dan kebijakan perdagangan. Oleh karena itu, proyeksi keuangan harus didasarkan pada asumsi makro yang realistis serta didukung data historis yang cukup panjang. Selain itu, regulasi lingkungan hidup juga menjadi faktor penting, karena banyak perusahaan manufaktur perlu mengalokasikan anggaran untuk pemenuhan standar emisi dan limbah industri (KPMG, 2021).

2. Studi Kasus: Valuasi PT Indofood Sukses Makmur Tbk

Untuk menggambarkan bagaimana proses valuasi dijalankan dalam sektor manufaktur, kita dapat meninjau studi kasus valuasi atas PT Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF), salah satu perusahaan manufaktur makanan dan minuman terbesar di Indonesia. Indofood memiliki struktur bisnis yang terintegrasi dari hulu ke hilir, mulai dari produksi bahan baku seperti tepung terigu, hingga produk konsumen akhir seperti mie instan dan makanan ringan. Menurut laporan keuangan tahunan 2022 (Annual Report INDF), pendapatan perusahaan mencapai Rp 110 triliun dengan laba bersih sebesar Rp 6,4 triliun. Dengan struktur pendapatan dan profitabilitas yang stabil, valuasi Indofood cocok menggunakan pendekatan DCF dan *relative valuation*.

Untuk pendekatan DCF, proyeksi arus kas didasarkan pada asumsi pertumbuhan tahunan sebesar 6%, margin EBITDA sekitar 18%, serta belanja modal tahunan yang konsisten dengan ekspansi pabrik dan peremajaan aset. Dalam simulasi valuasi oleh analis Mandiri Sekuritas (2023), digunakan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) sebesar 10,5% yang mencerminkan struktur modal yang konservatif dengan debt-to-equity ratio sekitar 0,6. Hasil valuasi menunjukkan nilai intrinsik per saham sekitar Rp 8.200, sementara harga pasar saat itu berada di kisaran Rp 6.800, menunjukkan potensi undervaluation. Sementara itu, pada pendekatan *relative valuation*, digunakan rasio *Price-to-Earnings* (P/E) dan EV/EBITDA. Berdasarkan data Bloomberg (2023), Indofood memiliki P/E sebesar 11x, lebih rendah dari rata-rata industri makanan dan minuman di kawasan Asia Tenggara yang berkisar 15–18x. Hal ini menandakan valuasi pasar yang konservatif terhadap prospek pertumbuhan Indofood, mungkin dipengaruhi oleh ketergantungan pasar domestik dan tekanan inflasi bahan baku.

Valuasi Indofood juga harus mempertimbangkan risiko-risiko eksternal seperti ketergantungan pada impor gandum, fluktuasi harga komoditas global, serta tantangan daya beli konsumen. Namun keunggulan kompetitif berupa merek yang kuat (Indomie, Supermi), distribusi nasional yang luas, serta efisiensi operasional menjadikan Indofood tetap menarik dari perspektif valuasi fundamental. Studi kasus ini memperlihatkan bahwa valuasi perusahaan manufaktur dapat dilakukan dengan kombinasi pendekatan kuantitatif dan kualitatif yang kuat. Proyeksi keuangan harus dibangun secara konservatif dengan sensitivitas terhadap faktor eksternal, sementara pendekatan perbandingan dapat digunakan sebagai alat kalibrasi hasil valuasi DCF.

D. Faktor Eksternal yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan

1. Dinamika Makroekonomi dan Stabilitas Regulasi

Nilai sebuah perusahaan tidak hanya ditentukan oleh kinerja internal dan keunggulan strategisnya, tetapi juga sangat dipengaruhi oleh berbagai faktor eksternal yang berada di luar kendali langsung manajemen. Salah satu faktor eksternal utama adalah kondisi makroekonomi, yang mencakup pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB), inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar mata uang, serta kebijakan fiskal dan moneter. Menurut Brigham dan Houston (2016), fluktuasi dalam tingkat suku bunga memiliki dampak langsung terhadap nilai perusahaan karena memengaruhi biaya modal (*cost of capital*). Ketika suku bunga naik, tingkat diskonto dalam analisis DCF (*Discounted Cash Flow*) juga meningkat, sehingga menurunkan nilai sekarang arus kas masa depan. Selain itu, inflasi yang tinggi dapat menurunkan daya beli konsumen dan meningkatkan biaya operasional, yang pada akhirnya mengurangi margin keuntungan perusahaan.

Nilai tukar juga menjadi variabel penting, terutama bagi perusahaan yang terlibat dalam ekspor-impor. Pelemahan nilai mata uang domestik dapat meningkatkan biaya bahan baku impor, sementara bagi eksportir bisa menjadi keuntungan kompetitif. Dalam studi oleh World Bank (2022), ditemukan bahwa volatilitas nilai tukar yang tinggi sering kali menurunkan valuasi pasar perusahaan di negara berkembang karena ketidakpastian risiko usaha meningkat. Regulasi juga berperan penting. Misalnya, kebijakan pemerintah tentang upah minimum, pajak, atau lingkungan dapat meningkatkan atau mengurangi beban

operasional. Di sektor energi dan manufaktur, kebijakan karbon atau emisi gas rumah kaca kini menjadi komponen penting dalam valuasi jangka panjang (OECD, 2021). Investor semakin memperhatikan kesesuaian perusahaan terhadap kebijakan ESG (*Environmental, Social, and Governance*), yang mencerminkan orientasi terhadap keberlanjutan dan etika bisnis.

2. Perkembangan Teknologi, Persaingan Global, dan Geopolitik

Faktor eksternal lain yang sangat memengaruhi nilai perusahaan adalah kemajuan teknologi, perubahan lanskap persaingan global, serta kondisi geopolitik. Perusahaan yang gagal beradaptasi dengan teknologi baru, seperti digitalisasi, otomatisasi, dan kecerdasan buatan, akan kehilangan efisiensi dan relevansi pasar. Sebaliknya, perusahaan yang mampu mengintegrasikan teknologi dalam operasionalnya cenderung memiliki valuasi lebih tinggi karena prospek pertumbuhan yang lebih baik (Brynjolfsson & McAfee, 2014). Perubahan dalam struktur industri akibat teknologi juga dapat menciptakan efek disruptif. Contohnya, munculnya kendaraan listrik menggeser valuasi perusahaan otomotif tradisional dan membuka ruang bagi pemain baru seperti Tesla. Menurut laporan McKinsey (2023), valuasi perusahaan manufaktur yang mengadopsi teknologi otomasi cenderung meningkat karena peningkatan produktivitas dan penurunan biaya tenaga kerja jangka panjang.

Persaingan global mengharuskan perusahaan untuk memiliki keunggulan kompetitif yang kuat. Globalisasi memperbesar pasar tetapi juga meningkatkan tekanan dari pemain internasional. Valuasi perusahaan dalam pasar terbuka seperti Indonesia sangat bergantung pada seberapa besar daya saingnya dalam menghadapi kompetitor global, termasuk aspek kualitas produk, efisiensi rantai pasok, dan merek. Kondisi geopolitik juga memberikan dampak signifikan. Ketegangan dagang antara negara besar, seperti Amerika Serikat dan Tiongkok, serta perang atau konflik regional, sering kali menciptakan ketidakpastian pasar. Ketidakstabilan ini tercermin pada penurunan harga saham, pelemahan investasi asing langsung (FDI), dan perubahan strategi ekspansi perusahaan. Studi IMF (2022) menunjukkan bahwa perusahaan yang beroperasi di kawasan dengan ketidakstabilan politik memiliki risiko sistemik yang lebih tinggi, sehingga WACC-nya pun

lebih tinggi, dan berdampak menurunkan nilai perusahaan secara keseluruhan.

E. Kesalahan Umum dalam Valuasi dan Cara Menghindarinya

1. Kesalahan Umum dalam Proses Valuasi

Valuasi perusahaan adalah proses yang kompleks dan sangat bergantung pada asumsi, proyeksi, serta pemahaman mendalam terhadap kondisi internal dan eksternal perusahaan. Sayangnya, banyak kesalahan umum terjadi dalam proses ini, baik karena ketidaktepatan teknis maupun bias subjektif. Salah satu kesalahan paling mendasar adalah menggunakan asumsi pertumbuhan yang tidak realistis. Menurut Damodaran (2012), valuasi sering kali terdistorsi karena analisis terlalu optimis dalam memperkirakan tingkat pertumbuhan pendapatan atau laba, tanpa mempertimbangkan batasan pasar, kapasitas produksi, atau siklus industri. Sebagai contoh, memperkirakan pertumbuhan dua digit dalam jangka panjang untuk perusahaan yang sudah mapan sering kali tidak masuk akal dan menyebabkan overvaluation.

Kesalahan lain adalah mengabaikan risiko dan tidak menyesuaikan tingkat diskonto (*discount rate*) secara memadai. Banyak analisis menggunakan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) standar tanpa menyesuaikannya terhadap profil risiko perusahaan, struktur modal yang sebenarnya, atau risiko negara (*country risk premium*) jika perusahaan beroperasi di pasar negara berkembang (Bruner *et al.*, 2018). Ini menyebabkan estimasi nilai yang bias dan kurang mencerminkan kenyataan pasar. Selain itu, terdapat kecenderungan untuk menggunakan metode valuasi yang salah atau tidak sesuai dengan karakteristik perusahaan. Misalnya, valuasi perusahaan tahap awal (*startup*) menggunakan pendekatan *Price/Earnings* (P/E) yang tidak relevan karena perusahaan belum menghasilkan laba. Dalam kasus seperti ini, pendekatan berbasis pendapatan (*revenue multiples*) atau *real options* lebih tepat (Koller *et al.*, 2020).

Juga sering ditemui kesalahan dalam pemodelan keuangan, seperti proyeksi arus kas yang tidak konsisten, asumsi biaya modal yang berubah-ubah tanpa justifikasi logis, atau kesalahan teknis dalam spreadsheet (mislink formula, kesalahan rumus, dll). Kesalahan seperti ini dapat dengan mudah menyebabkan valuasi yang sangat menyimpang. Aspek lain yang kerap diabaikan adalah tidak memperhatikan kondisi

makroekonomi atau perubahan regulasi. Valuasi yang hanya fokus pada aspek internal perusahaan dan mengabaikan tren industri, kebijakan fiskal, atau kebijakan moneter akan kehilangan relevansi terhadap realitas pasar (Petersen & Plenborg, 2012).

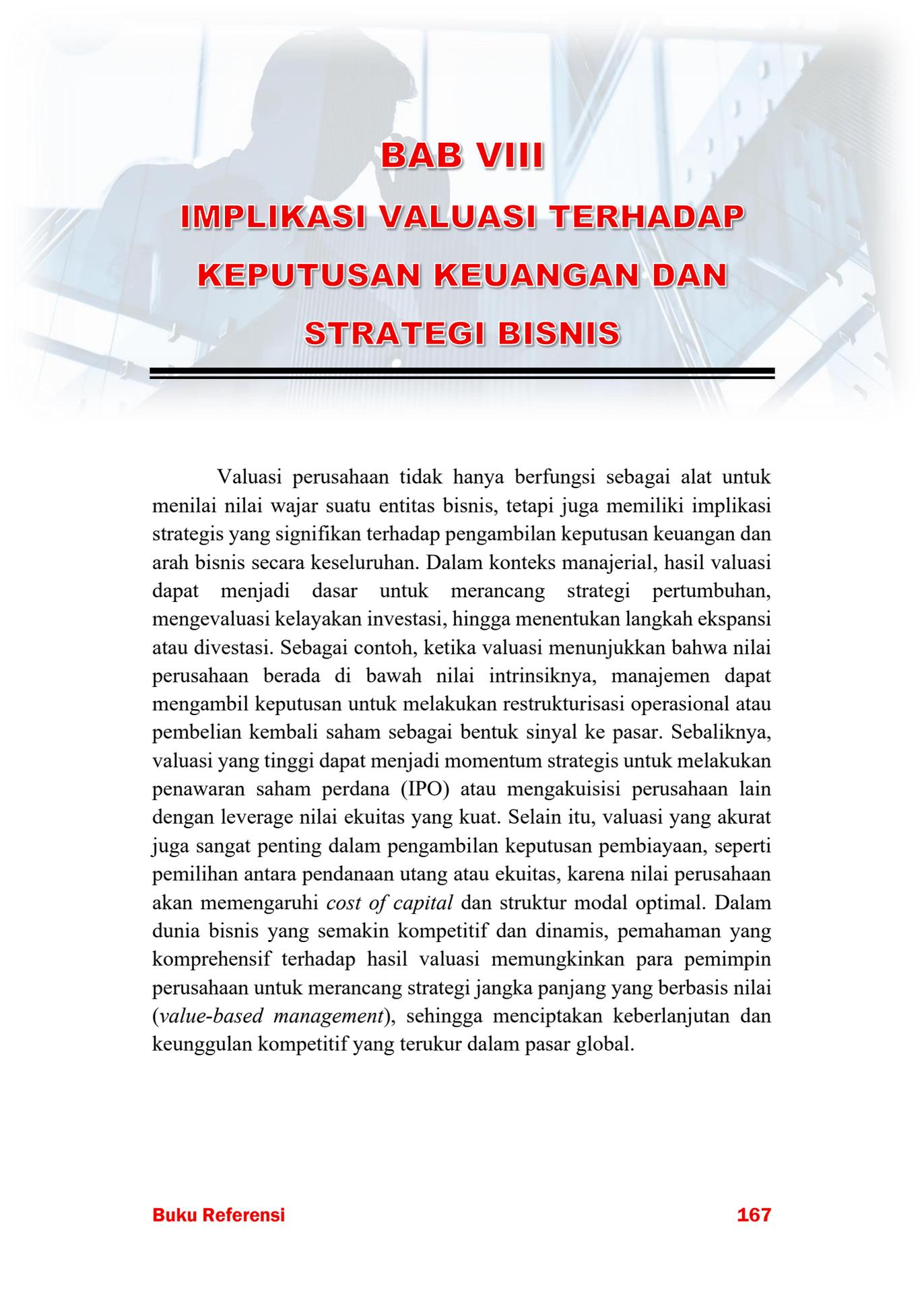
2. Strategi Menghindari Kesalahan Valuasi

Untuk menghasilkan valuasi yang lebih akurat dan andal, beberapa strategi dapat diterapkan dalam proses penilaian perusahaan. Penting untuk menggunakan pendekatan triangulasi, yaitu menggabungkan beberapa metode valuasi (DCF, *multiples*, *asset-based*) untuk memberikan pandangan yang lebih menyeluruh. Menurut Hitchner (2017), tidak ada satu metode yang sempurna, dan kombinasi metode dapat mengurangi risiko bias karena asumsi spesifik dari satu pendekatan. Misalnya, valuasi DCF dapat dibandingkan dengan valuasi relatif dari perusahaan sejenis untuk menguji kewajaran hasil.

Penggunaan skenario dan analisis sensitivitas adalah teknik yang sangat dianjurkan untuk menghadapi ketidakpastian. Dengan membuat beberapa skenario (optimis, moderat, pesimis) dan menganalisis sensitivitas nilai terhadap perubahan asumsi kunci seperti pertumbuhan, margin, atau WACC, valuator dapat memahami bagaimana variabel tertentu memengaruhi hasil akhir. Ini bukan hanya meningkatkan kualitas valuasi, tetapi juga memperkuat posisi negosiasi dalam transaksi bisnis (Damodaran, 2012). Menjaga objektivitas dan menghindari konflik kepentingan adalah fondasi utama valuasi yang etis. Valuator harus menjaga independensi dalam membuat asumsi dan tidak terpengaruh oleh tekanan pihak-pihak yang memiliki kepentingan tertentu (misalnya pemilik usaha, underwriter, atau pihak manajemen). Standar profesi seperti *International Valuation Standards* (IVS) dan AICPA Valuation Standards menekankan pentingnya integritas dan transparansi dalam proses valuasi.

Penggunaan data pembanding (*benchmarking*) yang relevan dan terkini juga sangat penting. Ketika menggunakan pendekatan *market-based* seperti P/E, EV/EBITDA, atau P/S ratio, perusahaan pembanding harus memiliki karakteristik bisnis, risiko, dan skala yang sebanding. Menggunakan data pasar dari perusahaan yang sangat berbeda akan menghasilkan valuasi yang menyesatkan (Koller *et al.*, 2020). Proses validasi dan review internal sangat dianjurkan, terutama dalam valuasi yang digunakan untuk keputusan strategis seperti merger, IPO, atau

restrukturisasi. Audit internal atau peer review dari valuator independen akan membantu mengidentifikasi kesalahan logika, inkonsistensi, dan asumsi yang lemah sebelum valuasi dipublikasikan. Melalui pemahaman terhadap kesalahan umum yang sering terjadi dan penerapan strategi pencegahan yang sistematis, proses valuasi dapat menjadi alat yang andal dalam pengambilan keputusan bisnis. Perusahaan dan investor akan mendapatkan gambaran yang lebih akurat mengenai nilai intrinsik perusahaan, serta dapat memitigasi risiko keputusan yang didasarkan pada valuasi yang menyesatkan.



BAB VIII

IMPLIKASI VALUASI TERHADAP KEPUTUSAN KEUANGAN DAN STRATEGI BISNIS

Valuasi perusahaan tidak hanya berfungsi sebagai alat untuk menilai nilai wajar suatu entitas bisnis, tetapi juga memiliki implikasi strategis yang signifikan terhadap pengambilan keputusan keuangan dan arah bisnis secara keseluruhan. Dalam konteks manajerial, hasil valuasi dapat menjadi dasar untuk merancang strategi pertumbuhan, mengevaluasi kelayakan investasi, hingga menentukan langkah ekspansi atau divestasi. Sebagai contoh, ketika valuasi menunjukkan bahwa nilai perusahaan berada di bawah nilai intrinsiknya, manajemen dapat mengambil keputusan untuk melakukan restrukturisasi operasional atau pembelian kembali saham sebagai bentuk sinyal ke pasar. Sebaliknya, valuasi yang tinggi dapat menjadi momentum strategis untuk melakukan penawaran saham perdana (IPO) atau mengakuisisi perusahaan lain dengan leverage nilai ekuitas yang kuat. Selain itu, valuasi yang akurat juga sangat penting dalam pengambilan keputusan pembiayaan, seperti pemilihan antara pendanaan utang atau ekuitas, karena nilai perusahaan akan memengaruhi *cost of capital* dan struktur modal optimal. Dalam dunia bisnis yang semakin kompetitif dan dinamis, pemahaman yang komprehensif terhadap hasil valuasi memungkinkan para pemimpin perusahaan untuk merancang strategi jangka panjang yang berbasis nilai (*value-based management*), sehingga menciptakan keberlanjutan dan keunggulan kompetitif yang terukur dalam pasar global.

A. Valuasi dalam Keputusan Investasi dan Pembiayaan

1. Valuasi sebagai Dasar Pengambilan Keputusan Investasi

Valuasi perusahaan memiliki peran strategis dalam proses pengambilan keputusan investasi, baik dari perspektif internal manajemen maupun dari sudut pandang investor eksternal. Dalam konteks manajemen, hasil valuasi menjadi dasar untuk menilai kelayakan proyek investasi jangka panjang, ekspansi usaha, pengembangan produk baru, atau akuisisi entitas lain. Sementara bagi investor, valuasi membantu menentukan apakah suatu aset keuangan atau ekuitas suatu perusahaan layak untuk diinvestasikan berdasarkan nilai intrinsik yang dihasilkan dari model valuasi.

Pendekatan yang paling banyak digunakan dalam analisis keputusan investasi adalah *Discounted Cash Flow* (DCF). Dalam metode ini, manajer keuangan atau investor menilai nilai sekarang dari arus kas masa depan yang diharapkan dari proyek atau aset tertentu. Jika nilai sekarang bersih (NPV) lebih besar dari nol, maka proyek dianggap layak dari sisi nilai (Damodaran, 2021). Sebagai contoh, sebelum memutuskan untuk membangun pabrik baru, perusahaan akan menghitung proyeksi arus kas yang dihasilkan dari pabrik tersebut, dan kemudian mendiskontokannya menggunakan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Hasil dari perhitungan ini akan menentukan apakah investasi tersebut menciptakan nilai bagi perusahaan.

Menurut Koller, Goedhart, dan Wessels (2020), pendekatan berbasis valuasi memungkinkan manajemen untuk memprioritaskan alokasi modal ke proyek-proyek yang memberikan tingkat pengembalian melebihi biaya modal perusahaan. Ini mendukung konsep value-based management, yakni keputusan investasi harus menghasilkan pertambahan nilai bersih (*economic value added*) yang terukur. Penekanan pada penciptaan nilai dalam jangka panjang juga mendorong pemilihan strategi investasi yang berkelanjutan, termasuk investasi pada inisiatif ESG (*Environmental, Social, Governance*).

Salah satu contoh penerapan valuasi dalam investasi nyata dapat dilihat dari kasus Amazon (2020), yang memutuskan untuk berinvestasi besar-besaran dalam sistem logistik dan jaringan gudang berdasarkan valuasi arus kas masa depan dari efisiensi pengiriman dan peningkatan loyalitas pelanggan. Hasilnya, investasi tersebut tidak hanya menciptakan nilai dalam bentuk margin operasional yang lebih tinggi,

tetapi juga meningkatkan valuasi pasar Amazon secara keseluruhan. Dalam konteks investor institusional, valuasi juga digunakan sebagai instrumen untuk menyaring peluang investasi. Manajer portofolio menggunakan kombinasi metode valuasi seperti P/E, EV/EBITDA, dan DCF untuk menentukan apakah saham suatu perusahaan diperdagangkan di bawah nilai wajarnya. Jika hasil valuasi menunjukkan undervaluation, maka saham tersebut dianggap sebagai peluang investasi yang layak.

Tantangan dalam menggunakan valuasi sebagai dasar keputusan investasi adalah ketergantungan pada asumsi proyeksi dan tingkat diskonto yang dapat bersifat subjektif. Oleh karena itu, analisis sensitivitas dan skenario harus dilakukan untuk menguji ketahanan nilai terhadap perubahan variabel utama, seperti pertumbuhan pendapatan, margin laba, dan perubahan suku bunga. Hal ini ditekankan oleh Berk dan DeMarzo (2019), yang menyatakan bahwa valuasi hanya akan memberikan panduan yang akurat jika asumsi dan input keuangan ditentukan secara realistis dan berbasis data empiris.

2. Valuasi dalam Keputusan Pembiayaan dan Struktur Modal

Valuasi perusahaan juga berperan penting dalam pengambilan keputusan pembiayaan, khususnya dalam menentukan struktur modal optimal antara utang dan ekuitas. Struktur modal yang ideal adalah yang mampu meminimalkan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) sekaligus memaksimalkan nilai perusahaan (*firm value*). Dalam konteks ini, valuasi digunakan untuk mengevaluasi bagaimana alternatif pembiayaan baik melalui penerbitan saham baru, pengambilan utang, maupun pembiayaan internal akan memengaruhi nilai perusahaan secara keseluruhan.

Menurut Modigliani dan Miller (1958, 1963), dalam kondisi pasar sempurna, struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Namun dalam kenyataan pasar yang tidak sempurna (adanya pajak, biaya kebangkrutan, dan asimetri informasi), struktur modal memengaruhi *cost of capital* dan valuasi perusahaan. Teori *Trade-off* menyatakan bahwa perusahaan harus menyeimbangkan manfaat penggunaan utang (seperti pengurangan pajak dari bunga) dengan biaya finansial tambahan (seperti risiko kebangkrutan dan konflik agensi). Oleh karena itu, valuasi diperlukan untuk mengukur dampak struktur modal terhadap nilai bersih perusahaan.

Pada praktiknya, valuasi menjadi dasar untuk menentukan kapan perusahaan harus melakukan refinancing utang, kapan waktu terbaik untuk menerbitkan saham baru, dan bagaimana kombinasi utang dan ekuitas dapat memaksimalkan nilai. Sebagai contoh, perusahaan yang memiliki valuasi ekuitas tinggi di pasar mungkin akan lebih memilih menerbitkan saham baru untuk menghindari beban bunga. Sebaliknya, ketika suku bunga rendah, utang menjadi pilihan yang lebih menarik karena *cost of debt* yang lebih rendah, yang dapat meningkatkan leverage keuangan tanpa menaikkan WACC secara signifikan.

Perusahaan besar seperti Apple Inc. (2021) bahkan menggunakan hasil valuasi internal untuk membiayai pembelian kembali saham (*stock buyback*) karena harga pasar saham dinilai lebih rendah dibandingkan dengan nilai intrinsiknya. Hal ini tidak hanya meningkatkan EPS (*earnings per share*), tetapi juga memberikan sinyal positif kepada investor bahwa manajemen yakin terhadap fundamental perusahaan. Valuasi juga penting dalam konteks restrukturisasi keuangan, seperti dalam kasus *leveraged buyout* (LBO), merger & akuisisi (M&A), atau *spin-off* unit bisnis. Dalam semua kasus tersebut, valuasi digunakan untuk menentukan harga transaksi yang adil dan mendukung negosiasi yang transparan. Dalam studi terbaru oleh PwC (2022), ditemukan bahwa perusahaan yang melakukan valuasi secara rutin dalam setiap keputusan pembiayaan memiliki tingkat keberhasilan implementasi strategi M&A yang lebih tinggi karena risiko overpaying dapat diminimalisir.

Valuasi membantu dalam menentukan peringkat kredit dan kelayakan pinjaman. Lembaga keuangan atau investor utang seperti bank dan pemegang obligasi sangat mempertimbangkan hasil valuasi sebagai indikator solvabilitas dan profitabilitas jangka panjang. Oleh karena itu, perusahaan dengan valuasi yang baik cenderung memiliki akses pembiayaan yang lebih luas dan suku bunga pinjaman yang lebih kompetitif. Namun demikian, keputusan pembiayaan berbasis valuasi tetap membutuhkan kehati-hatian karena perubahan eksternal seperti volatilitas pasar modal, fluktuasi suku bunga global, dan perubahan kebijakan moneter dapat memengaruhi *cost of capital* dan nilai perusahaan dalam waktu singkat. Oleh karena itu, integrasi antara valuasi dan strategi manajemen risiko menjadi penting dalam pengambilan keputusan pembiayaan.

1. Valuasi sebagai Landasan Strategis dalam Merger dan Akuisisi (M&A)

Di dunia korporasi yang kompetitif, merger dan akuisisi (M&A) menjadi instrumen strategis yang penting untuk mempercepat pertumbuhan, memperluas pasar, dan memperoleh keunggulan kompetitif. Namun, keberhasilan dari strategi ini sangat tergantung pada penilaian yang akurat terhadap nilai perusahaan target. Penilaian atau valuasi bukan hanya menjadi dasar dalam menetapkan harga akuisisi, tetapi juga menjadi fondasi dalam menilai apakah transaksi tersebut layak secara strategis dan finansial. Dalam praktiknya, valuasi yang tidak akurat dapat menyebabkan perusahaan pembeli membayar terlalu mahal atau justru melewatkan peluang akuisisi yang menguntungkan. Oleh karena itu, valuasi harus dilakukan secara sistematis dengan pendekatan yang sesuai dengan karakteristik bisnis yang terlibat. Menurut Gaughan (2017), valuasi berperan sebagai panduan utama dalam memahami nilai intrinsik perusahaan, menilai potensi sinergi, serta mengelola risiko dalam proses integrasi pasca-akuisisi.

Valuasi dalam konteks M&A melibatkan berbagai pendekatan metodologis, masing-masing dengan kekuatan dan keterbatasannya sendiri. Pendekatan yang umum digunakan meliputi metode *Discounted Cash Flow* (DCF), *Comparable Companies Analysis* (CCA), dan *Precedent Transactions*. Metode DCF menilai perusahaan berdasarkan proyeksi arus kas masa depan yang didiskontokan dengan tingkat biaya modal, memberikan gambaran nilai intrinsik dari perusahaan target. Sementara itu, metode CCA dan *Precedent Transactions* menggunakan perbandingan berupa perusahaan sejenis atau transaksi yang pernah terjadi dalam industri yang sama. Ketiga pendekatan ini digunakan secara kombinatif untuk memberikan hasil valuasi yang lebih komprehensif. Menurut Damodaran (2021), penggunaan pendekatan multi-metode tidak hanya memperkuat validitas valuasi, tetapi juga membantu mengurangi bias yang mungkin muncul jika hanya satu metode yang digunakan secara tunggal.

Di dunia nyata, sinergi menjadi elemen kunci yang membedakan valuasi M&A dari valuasi konvensional. Sinergi yang dimaksud meliputi efisiensi operasional, peningkatan pendapatan, atau penghematan biaya yang diperoleh dari integrasi dua entitas bisnis. Valuasi yang baik harus

mampu mengidentifikasi dan mengkuantifikasi sinergi ini, baik dalam bentuk peningkatan arus kas, pengurangan biaya, maupun penguatan posisi pasar. Namun, banyak kasus di mana sinergi hanya bersifat asumsi tanpa dukungan data konkret, sehingga menimbulkan valuasi yang overoptimistik. Oleh karena itu, valuasi sinergi memerlukan pendekatan konservatif yang realistis, serta pengujian sensitivitas terhadap perubahan variabel-variabel utama seperti pertumbuhan pendapatan dan margin laba. Dalam konteks ini, valuasi tidak hanya menjadi alat pengukuran, tetapi juga mekanisme kontrol terhadap ekspektasi strategis dari transaksi M&A itu sendiri.

Salah satu contoh nyata di mana valuasi strategis berperan krusial adalah akuisisi WhatsApp oleh Facebook pada tahun 2014. Meskipun pada saat itu WhatsApp belum menghasilkan pendapatan yang signifikan, Facebook menilai nilai strategisnya dalam menjangkau pasar pengguna global dan memperkuat ekosistem digital perusahaan. Seperti yang dicatat oleh Koller *et al.* (2020), valuasi tersebut mencerminkan pemahaman mendalam terhadap aset tak berwujud seperti loyalitas pengguna, potensi monetisasi, dan posisi pasar di masa depan. Hal ini menunjukkan bahwa valuasi dalam M&A tidak dapat dibatasi hanya pada angka-angka keuangan konvensional, tetapi juga harus mempertimbangkan aspek strategis dan intangible asset yang memiliki kontribusi besar terhadap nilai jangka panjang perusahaan.

Valuasi juga berperan penting dalam merancang struktur pembiayaan akuisisi. Perusahaan pembeli harus memutuskan apakah transaksi akan dibiayai melalui kas, penerbitan saham baru, atau kombinasi keduanya. Pilihan ini sangat bergantung pada hasil valuasi dan bagaimana nilai perusahaan target dibandingkan dengan nilai pasar perusahaan pembeli. Jika valuasi menunjukkan bahwa perusahaan target dinilai terlalu tinggi, maka pembeli mungkin lebih memilih menggunakan saham sebagai alat tukar untuk mengurangi beban kas. Sebaliknya, jika perusahaan target *undervalued*, maka penggunaan kas menjadi strategi yang lebih rasional. Struktur pembiayaan ini kemudian berdampak pada struktur kepemilikan pasca-akuisisi, pengendalian manajemen, serta risiko keuangan jangka panjang.

Valuasi yang tepat juga menjadi elemen kunci dalam membangun kepercayaan pemangku kepentingan, termasuk dewan direksi, pemegang saham, dan regulator. Dalam banyak kasus, transaksi M&A memerlukan persetujuan dari pemegang saham dan lembaga

pengawas. Proses persetujuan ini sangat bergantung pada argumentasi valuasi yang disusun secara transparan dan dapat dipertanggungjawabkan. Studi PwC (2022) menunjukkan bahwa lebih dari 67% transaksi M&A yang sukses dalam jangka panjang memiliki landasan valuasi yang ketat dan realistis sejak tahap perencanaan awal. Transparansi dalam metodologi dan asumsi valuasi tidak hanya meningkatkan kredibilitas manajemen, tetapi juga memperkecil kemungkinan konflik kepentingan dan reaksi negatif dari pasar.

Valuasi dalam M&A juga harus mempertimbangkan kondisi pasar dan dinamika industri yang sangat fluktuatif. Variabel seperti tingkat suku bunga, harga komoditas, perubahan regulasi, dan ekspektasi investor dapat mempengaruhi hasil valuasi secara signifikan. Oleh karena itu, analisis sensitivitas menjadi alat penting dalam menguji ketahanan valuasi terhadap berbagai skenario ekonomi dan industri. Perusahaan harus mampu mensimulasikan dampak dari perubahan kecil pada variabel-variabel kunci seperti *cost of capital*, tingkat pertumbuhan, dan margin operasional terhadap nilai akhir yang dihasilkan oleh model valuasi. Dengan demikian, manajemen dapat mengidentifikasi risiko utama dalam transaksi dan merancang strategi mitigasi yang sesuai sebelum akuisisi dilakukan.

Aspek penting lain yang sering diabaikan dalam valuasi M&A adalah integrasi pasca-akuisisi. Meskipun valuasi dilakukan sebelum transaksi, keakuratan estimasi akan tercermin dalam proses integrasi di kemudian hari. Banyak transaksi yang gagal memberikan nilai tambah karena integrasi yang buruk, yang bisa disebabkan oleh ketidaksesuaian budaya organisasi, sistem yang tidak kompatibel, atau ekspektasi sinergi yang tidak realistis. Dengan melakukan valuasi secara holistik dan mempertimbangkan tantangan integrasi sejak awal, perusahaan dapat menyusun rencana integrasi yang lebih efektif dan menghindari jebakan valuasi yang terlalu optimis.

2. Strategi Ekspansi Berbasis Nilai dan Peran Valuasi dalam Pengambilan Keputusan

Strategi ekspansi baik vertikal, horizontal, maupun geografis memerlukan kerangka valuasi sebagai landasan utama untuk memastikan bahwa pertumbuhan yang dihasilkan bersifat value-creating. Strategi ekspansi yang tidak dilandasi oleh penilaian finansial yang matang berisiko menciptakan beban keuangan berlebih,

overinvestasi, atau bahkan kegagalan pasar. Dalam hal ini, valuasi digunakan untuk memproyeksikan nilai tambah dari inisiatif ekspansi dan menilai apakah investasi tersebut akan memberikan return yang melebihi *cost of capital* perusahaan.

Menurut Brigham dan Ehrhardt (2016), dalam strategi ekspansi, manajemen harus mengevaluasi apakah ekspansi tersebut menghasilkan peningkatan nilai terminal (*terminal value*) dalam model valuasi. Misalnya, ekspansi pasar ke wilayah baru diharapkan akan meningkatkan volume penjualan dan penetrasi pasar. Namun, semua ini harus diterjemahkan ke dalam angka finansial yang dapat dihitung dampaknya terhadap nilai perusahaan melalui DCF atau metode *Economic Value Added* (EVA).

Strategi ekspansi berbasis valuasi juga memungkinkan manajemen untuk memilih jenis ekspansi yang paling efisien dari sisi penciptaan nilai. Contohnya, sebuah perusahaan manufaktur dapat mempertimbangkan ekspansi melalui pembangunan fasilitas baru (*greenfield investment*) atau melalui akuisisi pemain lokal (*brownfield acquisition*). Dengan melakukan valuasi atas dua skenario tersebut, manajemen dapat memilih jalur yang memberikan nilai bersih tertinggi. Ghosh dan Ruland (2019) mencatat bahwa perusahaan yang menerapkan pendekatan berbasis valuasi dalam ekspansi cenderung memiliki *return on invested capital* (ROIC) yang lebih stabil dan tinggi.

Valuasi juga digunakan dalam penyampaian strategi ekspansi kepada investor dan pasar. Rencana ekspansi yang dilandasi oleh proyeksi valuasi yang kredibel dapat meningkatkan kepercayaan pasar dan bahkan mendorong apresiasi harga saham sebelum ekspansi tersebut terealisasi. Ini sangat relevan dalam konteks perusahaan publik yang harus mempertanggungjawabkan strategi jangka panjang kepada pemegang saham dan analis pasar modal. Salah satu contoh nyata dari strategi ekspansi berbasis valuasi adalah strategi globalisasi Starbucks. Dalam setiap keputusan untuk memasuki pasar baru, Starbucks melakukan penilaian menyeluruh terhadap potensi pasar, biaya operasional lokal, dan profil risiko negara, yang kemudian dimasukkan dalam model valuasi untuk menentukan apakah ekspansi tersebut akan meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan (Starbucks Annual Report, 2022).

C. Valuasi dalam Konteks ESG dan Keberlanjutan

1. Integrasi Faktor ESG dalam Proses Penilaian Nilai Perusahaan

Pada dekade terakhir, pendekatan terhadap penilaian perusahaan telah mengalami transformasi signifikan seiring dengan meningkatnya perhatian terhadap isu-isu lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan (*Environmental, Social, and Governance/ESG*). Valuasi tradisional yang hanya berfokus pada data keuangan seperti pendapatan, laba bersih, atau arus kas, kini semakin dilengkapi oleh indikator-indikator non-finansial yang relevan terhadap keberlanjutan jangka panjang perusahaan. Sebagaimana dijelaskan oleh Khan, Serafeim, dan Yoon (2016), integrasi faktor ESG secara material terbukti berkorelasi positif dengan kinerja pasar saham serta memberikan sinyal nilai jangka panjang kepada investor.

Pada praktiknya, faktor ESG mulai dimasukkan dalam berbagai metode valuasi seperti *Discounted Cash Flow* (DCF) dengan menyesuaikan proyeksi arus kas dan tingkat diskonto berdasarkan profil risiko ESG perusahaan. Misalnya, perusahaan dengan emisi karbon tinggi kemungkinan besar akan menghadapi biaya regulasi dan risiko litigasi yang lebih tinggi di masa depan, yang secara langsung berdampak pada penurunan proyeksi kas masuk atau peningkatan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Studi oleh Friede, Busch, dan Bassen (2015) yang mengkaji lebih dari 2.000 penelitian empiris menemukan bahwa 90% dari penelitian menunjukkan hubungan positif antara praktik ESG dan kinerja keuangan maupun pasar.

Penilaian ESG juga mencakup aspek sosial seperti perlakuan terhadap karyawan, keragaman di tingkat manajemen, dan kontribusi terhadap komunitas. Sementara dalam aspek governance, fokus diberikan pada struktur dewan, transparansi, serta praktik anti-korupsi. Perusahaan dengan praktik ESG yang baik sering kali mendapat premium dalam valuasi karena dianggap lebih tangguh terhadap risiko reputasi, hukum, maupun volatilitas pasar. Lembaga pemeringkat seperti MSCI ESG Ratings dan Sustainalytics menyediakan skor ESG yang kemudian digunakan oleh analis dan investor sebagai dasar penyesuaian valuasi. Di beberapa model valuasi, pendekatan ESG Beta digunakan untuk merefleksikan eksposur risiko ESG dalam model CAPM atau bahkan sebagai penyesuaian tersendiri dalam penentuan tingkat pengembalian yang disyaratkan (*required rate of return*).

Penekanan terhadap ESG juga didorong oleh regulasi global seperti EU *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) yang mengharuskan manajer aset dan perusahaan untuk mengungkapkan dampak lingkungan dan sosial dari strategi investasinya. Hal ini pada akhirnya mendorong valuator dan manajemen perusahaan untuk lebih eksplisit dalam mengintegrasikan elemen keberlanjutan ke dalam valuasi. Valuasi berbasis ESG juga menunjukkan tren di pasar modal, di mana indeks-indeks seperti MSCI ESG Leaders atau FTSE4Good menjadi benchmark baru bagi investor institusi dalam menyusun portofolio berbasis keberlanjutan. Hal ini membuktikan bahwa nilai perusahaan kini tidak lagi dinilai semata-mata dari kapitalisasi pasar atau laporan laba rugi, tetapi juga dari bagaimana perusahaan tersebut menghadapi tantangan global seperti perubahan iklim, ketimpangan sosial, dan tata kelola yang tidak etis.

2. Keberlanjutan sebagai Pendorong Nilai Jangka Panjang dalam Strategi Valuasi

Pada beberapa tahun terakhir, dunia investasi dan keuangan telah mengalami pergeseran paradigma yang signifikan dalam cara menilai nilai suatu perusahaan. Perubahan ini didorong oleh meningkatnya kesadaran akan pentingnya keberlanjutan dalam operasional bisnis, yang tercermin melalui integrasi faktor-faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola atau yang dikenal sebagai *Environmental, Social, and Governance* (ESG) dalam proses valuasi. Jika sebelumnya valuasi perusahaan banyak ditentukan oleh metrik keuangan tradisional seperti pendapatan, arus kas, atau laba bersih, kini investor dan analis mulai menaruh perhatian besar pada bagaimana perusahaan mengelola isu-isu keberlanjutan yang dapat mempengaruhi prospek jangka panjangnya. Menurut Khan, Serafeim, dan Yoon (2016), integrasi faktor ESG yang material terbukti memberikan dampak positif terhadap kinerja pasar saham perusahaan, serta meningkatkan persepsi investor terhadap daya tahan dan nilai jangka panjang perusahaan.

Integrasi ESG dalam valuasi bukanlah sekadar pelengkap, melainkan transformasi fundamental dalam cara menilai risiko dan peluang bisnis. Dalam metode valuasi seperti *Discounted Cash Flow* (DCF), faktor-faktor ESG kini mulai dimasukkan secara eksplisit dengan memodifikasi proyeksi arus kas atau menyesuaikan tingkat diskonto. Misalnya, perusahaan dengan rekam jejak buruk dalam pengelolaan

limbah atau emisi karbon tinggi diproyeksikan akan menghadapi peningkatan biaya regulasi, risiko litigasi, atau bahkan kehilangan lisensi sosial untuk beroperasi. Konsekuensinya, arus kas masa depan akan terpengaruh, dan risiko yang lebih tinggi menyebabkan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) meningkat. Dampak ini pada akhirnya menghasilkan valuasi yang lebih rendah dibandingkan perusahaan dengan profil ESG yang lebih baik. Penyesuaian seperti ini menjadi cara yang lebih akurat untuk mencerminkan risiko bisnis masa depan yang tidak tertangkap oleh metrik keuangan tradisional.

Studi empiris yang dilakukan oleh Friede, Busch, dan Bassen (2015) yang mengkaji lebih dari 2.000 penelitian menunjukkan bahwa sekitar 90% dari studi tersebut menemukan adanya korelasi positif antara praktik ESG dengan kinerja keuangan dan pasar. Ini menunjukkan bahwa integrasi ESG dalam valuasi bukan hanya penting secara normatif, tetapi juga memiliki dasar empiris yang kuat. Perusahaan dengan peringkat ESG tinggi cenderung memiliki stabilitas pendapatan yang lebih baik, biaya modal yang lebih rendah, serta loyalitas pelanggan yang tinggi. Semua ini mendukung argumentasi bahwa ESG bukan hanya tentang tanggung jawab sosial, tetapi juga strategi bisnis yang rasional dan menguntungkan secara finansial.

Aspek sosial dalam ESG mencakup perlakuan terhadap karyawan, keamanan kerja, keberagaman dalam kepemimpinan, serta kontribusi terhadap komunitas lokal. Perusahaan yang memperhatikan dimensi sosial ini sering kali memiliki produktivitas yang lebih tinggi dan tingkat pergantian karyawan yang rendah, yang pada akhirnya berdampak positif terhadap profitabilitas. Sementara itu, aspek governance mencakup struktur dewan direksi, mekanisme pengawasan manajemen, transparansi keuangan, serta kebijakan anti-korupsi. Perusahaan dengan tata kelola yang kuat cenderung lebih dipercaya oleh investor karena dinilai lebih mampu menghindari skandal atau penyimpangan etis yang dapat merusak reputasi dan nilai pasar. Dalam hal ini, penilaian ESG menjadi alat penting untuk mengidentifikasi perusahaan yang memiliki manajemen yang bertanggung jawab dan sistem internal yang sehat.

Pada praktiknya, lembaga pemeringkat ESG seperti MSCI ESG Ratings dan Sustainalytics telah menjadi referensi utama bagi para investor dan analis dalam menilai kualitas ESG perusahaan. Skor yang diberikan mencakup penilaian terhadap kebijakan, inisiatif, dan kinerja

perusahaan dalam mengelola isu-isu keberlanjutan. Skor ini kemudian digunakan untuk menyesuaikan parameter valuasi, seperti risk premium dalam model CAPM atau sebagai koreksi terhadap proyeksi pendapatan masa depan. Beberapa model valuasi bahkan mengadopsi pendekatan ESG Beta untuk merefleksikan sensitivitas nilai perusahaan terhadap risiko ESG, menyesuaikan beta pasar tradisional dengan eksposur terhadap isu-isu lingkungan dan sosial yang relevan dengan sektor industri.

Tekanan untuk mengintegrasikan ESG dalam valuasi juga datang dari sisi regulasi. Salah satu contohnya adalah regulasi *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) yang diterapkan di Uni Eropa, yang mengharuskan manajer aset dan perusahaan untuk secara transparan melaporkan dampak sosial dan lingkungan dari strategi investasinya. Kebijakan ini mendorong perusahaan untuk lebih terbuka dalam menyampaikan data ESG serta memastikan bahwa strategi keberlanjutan terintegrasi dalam proses bisnis inti, termasuk dalam pelaporan keuangan dan perencanaan jangka panjang. Dengan demikian, valuasi tidak lagi hanya menjadi tugas analis atau investor, tetapi juga bagian dari strategi korporat secara menyeluruh.

Implikasi dari valuasi berbasis ESG semakin terlihat di pasar modal global. Indeks-indeks seperti MSCI ESG Leaders, *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI), dan FTSE4Good menjadi benchmark baru yang digunakan oleh investor institusi untuk membentuk portofolio yang berorientasi pada keberlanjutan. Perusahaan yang tergabung dalam indeks-indeks ini cenderung memiliki valuasi pasar yang lebih tinggi karena dianggap memiliki prospek jangka panjang yang lebih stabil dan tahan terhadap guncangan eksternal. Fenomena ini menunjukkan bahwa investor mulai mengadopsi pendekatan investasi yang lebih proaktif terhadap risiko lingkungan dan sosial, bukan hanya mengejar return finansial jangka pendek.

Tantangan terbesar dalam mengintegrasikan ESG dalam valuasi adalah masalah konsistensi data dan standar pelaporan. Tidak adanya standar global yang seragam menyebabkan perbedaan dalam penilaian ESG antar lembaga pemeringkat. Hal ini dapat menyebabkan kebingungan di kalangan investor dan memperumit proses penyesuaian valuasi. Namun, upaya harmonisasi sedang berlangsung melalui inisiatif seperti *International Sustainability Standards Board* (ISSB) yang bertujuan menyatukan kerangka kerja pelaporan ESG secara global. Jika

berhasil diimplementasikan, hal ini akan meningkatkan akurasi dan keandalan dalam proses valuasi berbasis ESG serta memberikan dasar yang kuat untuk pengambilan keputusan investasi yang lebih bertanggung jawab.

D. Peran Corporate Governance dalam Firm value

Corporate governance memiliki peran yang sangat penting dalam menentukan nilai suatu perusahaan. Konsep *corporate governance* merujuk pada sistem dan proses yang digunakan oleh perusahaan untuk mengelola, mengontrol, dan mengawasi kegiatan operasionalnya, dengan tujuan untuk melindungi kepentingan para pemangku kepentingan, termasuk pemegang saham, manajer, karyawan, dan pelanggan. *Good corporate governance* (GCG) secara langsung mempengaruhi stabilitas dan kinerja keuangan perusahaan, yang pada gilirannya akan mempengaruhi nilai perusahaan itu sendiri.

1. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Kinerja Keuangan dan Risiko Perusahaan

Corporate governance yang baik dapat mengurangi risiko operasional, hukum, dan reputasi yang berpotensi mengurangi nilai perusahaan. Sistem pengelolaan yang efektif, di mana terdapat pengawasan yang transparan dan akuntabilitas yang jelas, memungkinkan perusahaan untuk mengidentifikasi dan mengelola risiko dengan lebih baik. Sebagai contoh, dewan komisaris yang independen dan manajemen yang tidak terlibat dalam pengambilan keputusan yang dapat merugikan kepentingan pemegang saham dapat mengurangi potensi terjadinya tindakan fraud, penyalahgunaan dana, dan pengambilan keputusan yang tidak bijaksana yang bisa merugikan perusahaan.

Menurut teori yang dikemukakan oleh Shleifer dan Vishny (1997), perusahaan dengan struktur *corporate governance* yang baik akan mampu memaksimalkan nilai pemegang saham karena adanya pengawasan yang ketat terhadap tindakan manajerial dan penghindaran terhadap konflik kepentingan. Dengan demikian, perusahaan dapat lebih fokus pada tujuan jangka panjang, meningkatkan profitabilitas, dan memperkuat posisinya di pasar. Selain itu, tata kelola yang baik juga

berhubungan dengan pengelolaan arus kas dan alokasi modal yang efisien. Perusahaan dengan sistem governance yang transparan lebih mampu menarik investor karena merasa lebih aman berinvestasi di perusahaan yang memiliki manajemen yang solid dan dapat dipercaya. Hal ini dapat menurunkan biaya modal dan meningkatkan valuasi perusahaan.

Penelitian oleh Bhagat dan Bolton (2008) menunjukkan bahwa perusahaan dengan struktur governance yang lebih baik cenderung memiliki kinerja finansial yang lebih baik pula, juga menemukan bahwa kualitas *corporate governance* berhubungan dengan pengelolaan biaya modal yang lebih rendah dan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan akses ke sumber pendanaan yang lebih murah. Oleh karena itu, semakin baik *corporate governance* yang diterapkan, semakin rendah risiko yang dihadapi oleh investor, yang pada akhirnya dapat meningkatkan nilai pasar perusahaan.

2. *Corporate Governance* sebagai Faktor Penentu Keberlanjutan dan Nilai Jangka Panjang Perusahaan

Di lingkungan bisnis yang semakin kompleks dan dinamis, *corporate governance* atau tata kelola perusahaan yang baik menjadi salah satu elemen kunci dalam menjamin keberlanjutan dan peningkatan nilai perusahaan dalam jangka panjang. *Corporate governance* mencakup seperangkat mekanisme, proses, dan hubungan yang digunakan oleh berbagai pihak, terutama dewan direksi, manajemen, dan pemegang saham, untuk mengendalikan dan mengarahkan perusahaan. Tata kelola yang efektif tidak hanya memastikan kepatuhan terhadap regulasi dan standar etika, tetapi juga menciptakan struktur pengambilan keputusan yang transparan dan akuntabel. Dalam konteks ini, perusahaan yang mampu menerapkan prinsip-prinsip governance secara konsisten cenderung memiliki daya saing yang lebih tinggi, reputasi yang lebih baik, dan kepercayaan investor yang lebih besar, sehingga mendukung peningkatan nilai pasar dan kinerja keuangan yang berkelanjutan.

Corporate governance berperan penting dalam menciptakan mekanisme kontrol internal yang kuat, yang memungkinkan manajemen dan pemilik modal menjaga keselarasan tujuan dalam jangka panjang. Pengawasan yang efektif oleh dewan komisaris dan komite audit, misalnya, dapat mengurangi konflik kepentingan antara pemegang

saham dan manajer serta mencegah penyalahgunaan sumber daya perusahaan. Selain itu, penerapan sistem remunerasi berbasis kinerja akan memberikan insentif yang tepat bagi manajemen untuk mengoptimalkan nilai pemegang saham tanpa mengabaikan kepentingan pemangku kepentingan lainnya. Keberadaan sistem pengendalian internal yang kokoh juga memperkuat kepercayaan pihak eksternal, termasuk investor dan kreditor, terhadap integritas laporan keuangan perusahaan.

Pada praktiknya, *corporate governance* yang baik terbukti meningkatkan kemampuan perusahaan untuk menghadapi ketidakpastian dan risiko eksternal. Perusahaan yang dikelola secara etis dan bertanggung jawab lebih mampu menavigasi perubahan regulasi, tekanan pasar, dan transformasi teknologi. Tata kelola yang kokoh memungkinkan manajemen untuk mengambil keputusan strategis secara lebih hati-hati dan berdasarkan analisis risiko yang komprehensif. Ini juga mendorong perusahaan untuk menerapkan prinsip keberlanjutan dalam operasionalnya, seperti efisiensi energi, pengurangan emisi karbon, dan pengelolaan limbah yang bertanggung jawab. Dengan demikian, perusahaan yang menerapkan *corporate governance* secara efektif akan lebih siap menghadapi tantangan lingkungan bisnis masa kini dan masa depan.

Salah satu aspek penting dari *corporate governance* dalam konteks keberlanjutan adalah integrasinya dengan isu-isu lingkungan dan sosial yang relevan. Banyak investor institusi kini menaruh perhatian besar pada faktor ESG (*Environmental, Social, and Governance*) sebagai kriteria utama dalam keputusan investasi. Perusahaan yang menunjukkan komitmen terhadap keberlanjutan lingkungan, seperti penggunaan energi terbarukan, dan tanggung jawab sosial, seperti keberagaman dan inklusi dalam tenaga kerja, akan lebih dihargai oleh investor. Hal ini tidak hanya meningkatkan akses perusahaan terhadap modal, tetapi juga menurunkan *cost of capital* karena dianggap memiliki profil risiko yang lebih rendah. Dengan demikian, *governance* yang mendukung implementasi ESG menjadi nilai tambah yang nyata dalam penilaian perusahaan.

Keuntungan lain dari *corporate governance* yang kuat adalah kemampuannya dalam memperkuat hubungan dengan para pemangku kepentingan. Perusahaan yang menjunjung tinggi transparansi dan akuntabilitas akan lebih dipercaya oleh regulator, mitra bisnis,

konsumen, dan masyarakat luas. Kepercayaan ini penting dalam menjaga kelangsungan operasional perusahaan, terutama dalam industri yang sangat tergantung pada lisensi dan reputasi. Governance yang terbuka juga meningkatkan keterlibatan pemegang saham dalam pengambilan keputusan strategis, sehingga menciptakan rasa kepemilikan yang lebih besar dan mendorong komitmen jangka panjang terhadap visi perusahaan. Hal ini pada akhirnya menciptakan sinergi yang kuat antara perusahaan dan lingkungannya, yang menjadi fondasi penting bagi keberlanjutan jangka panjang.

Banyak penelitian empiris telah mengkonfirmasi hubungan positif antara praktik *corporate governance* dan nilai perusahaan. Sebagai contoh, Gompers, Ishii, dan Metrick (2003) menunjukkan bahwa perusahaan dengan tata kelola yang lebih baik cenderung memiliki nilai pasar yang lebih tinggi. Penelitian ini menunjukkan bahwa variabel governance seperti independensi dewan, hak pemegang saham, dan sistem pengawasan internal berkorelasi dengan peningkatan *Return on Assets* (ROA), *Return on Equity* (ROE), serta pertumbuhan harga saham. Temuan ini menjadi bukti bahwa tata kelola bukan sekadar aspek normatif, tetapi memiliki implikasi langsung terhadap performa keuangan. Dengan menerapkan governance yang kuat, perusahaan dapat meminimalisir risiko manipulasi laporan keuangan, meningkatkan efisiensi operasional, serta mendorong penciptaan nilai secara berkelanjutan.

Contoh perusahaan global seperti Microsoft dan Apple menjadi bukti nyata bagaimana tata kelola yang efektif mendukung pertumbuhan dan keberlanjutan jangka panjang. Kedua perusahaan ini menerapkan struktur dewan yang independen, transparansi dalam pelaporan, serta sistem manajemen risiko yang terintegrasi dengan strategi bisnis. Selain itu, keduanya juga memiliki komitmen yang kuat terhadap ESG, termasuk kebijakan keberagaman, pelatihan tenaga kerja, serta inisiatif lingkungan yang progresif. Hasilnya, perusahaan-perusahaan ini tidak hanya berhasil mengatasi krisis dan transformasi industri, tetapi juga tetap menjadi pemimpin pasar dengan kapitalisasi besar dan profitabilitas tinggi. Keberhasilan ini menunjukkan bahwa tata kelola bukan hanya alat kontrol, tetapi juga sumber daya strategis yang menciptakan nilai jangka panjang.

Sebaliknya, kasus Enron menjadi pelajaran penting mengenai konsekuensi dari kegagalan dalam *corporate governance*.

Ketidakmampuan dewan direksi untuk menjalankan pengawasan yang efektif, serta manipulasi laporan keuangan oleh manajemen, menyebabkan keruntuhan perusahaan secara dramatis. Skandal ini bukan hanya menghancurkan nilai perusahaan, tetapi juga menghilangkan kepercayaan publik terhadap sektor korporat dan sistem akuntansi di Amerika Serikat. Peristiwa ini menjadi titik balik bagi reformasi tata kelola melalui pengesahan *Sarbanes-Oxley Act* pada tahun 2002, yang memperketat pengawasan terhadap manajemen dan akuntabilitas perusahaan publik. Enron menjadi contoh tragis dari pentingnya *governance* dalam menjaga kelangsungan dan integritas perusahaan.

Pada era di mana keberlanjutan menjadi agenda utama dunia usaha, *corporate governance* yang efektif harus menjadi prioritas strategis perusahaan. *Governance* bukan lagi sekadar kewajiban hukum, tetapi instrumen penting dalam menciptakan nilai dan membangun kepercayaan. Perusahaan yang mampu mengintegrasikan prinsip tata kelola dengan strategi keberlanjutan dan orientasi jangka panjang akan lebih mampu bertahan dan berkembang dalam iklim bisnis yang kompetitif dan berisiko tinggi. Penguatan *governance* melalui edukasi dewan, perbaikan sistem pengawasan, serta peningkatan keterlibatan pemegang saham menjadi langkah konkret untuk mewujudkan perusahaan yang tidak hanya bernilai tinggi secara pasar, tetapi juga berkontribusi positif terhadap masyarakat dan lingkungan. Dalam jangka panjang, tata kelola yang baik bukan hanya menciptakan keuntungan, tetapi juga warisan yang berkelanjutan.

E. Tren Masa Depan dalam *Business Valuation*

Business valuation terus berkembang seiring dengan perubahan kondisi pasar, teknologi, serta tuntutan dari pemangku kepentingan yang semakin beragam. Dalam dekade terakhir, penilaian perusahaan tidak hanya melibatkan analisis finansial tradisional, tetapi juga faktor eksternal seperti keberlanjutan lingkungan, dampak sosial, dan teknologi yang mengubah cara perusahaan beroperasi. Beberapa tren yang diperkirakan akan mempengaruhi masa depan *business valuation* antara lain integrasi teknologi dalam penilaian, peningkatan penggunaan faktor keberlanjutan (ESG), dan pengaruh ekonomi digital terhadap model valuasi.

1. Teknologi dalam *Business Valuation*: *Big Data* dan AI

Di era digital yang berkembang pesat, peran teknologi dalam proses penilaian perusahaan menjadi semakin penting dan strategis. Kemajuan dalam bidang *big data* dan kecerdasan buatan (*artificial intelligence/AI*) telah mengubah pendekatan konvensional terhadap *business valuation* yang selama ini mengandalkan data historis dan asumsi subjektif. Dengan hadirnya teknologi ini, proses valuasi menjadi lebih canggih, responsif terhadap dinamika pasar, dan berpotensi menghasilkan estimasi nilai yang lebih akurat dan berbasis bukti. Data yang sebelumnya sulit diakses atau terlalu besar untuk dianalisis kini dapat diproses dengan efisien, memungkinkan analisis dan manajemen mendapatkan gambaran menyeluruh tentang kekuatan, kelemahan, peluang, serta risiko perusahaan secara real time.

Gambar 1. *Big Data*



Sumber: *Dqlab*

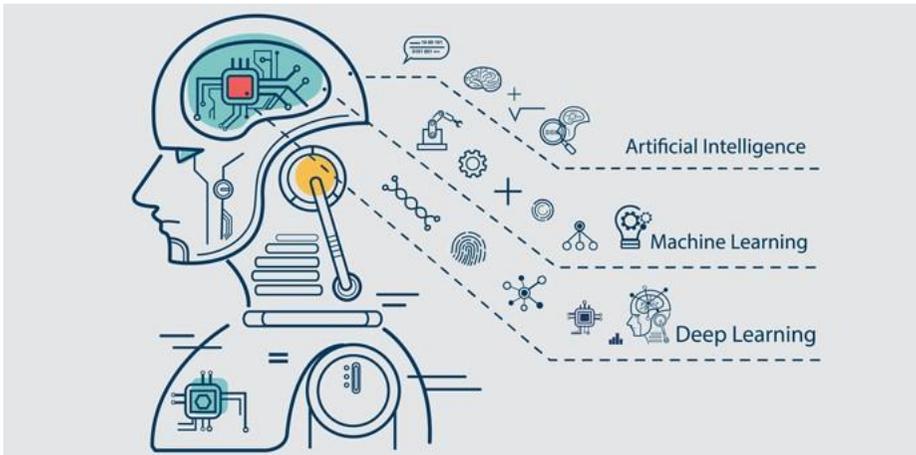
Big data, sebagai landasan utama teknologi modern, mengacu pada kumpulan data dalam volume besar dan dengan keragaman tinggi yang dihasilkan dalam kecepatan tinggi dari berbagai sumber seperti transaksi digital, media sosial, sensor industri, dan lainnya. Dalam konteks valuasi, data ini memungkinkan pengumpulan informasi tentang perilaku konsumen, preferensi pasar, tingkat kepuasan pelanggan, hingga tren industri dan kompetitor secara langsung dan aktual. Dengan

alat analitik yang tepat, informasi ini dapat diterjemahkan menjadi insight berharga tentang posisi kompetitif perusahaan dan potensi pertumbuhannya di masa depan. Kemampuan untuk mengidentifikasi pola atau anomali dalam data besar menjadi keunggulan tersendiri yang tidak mungkin dicapai melalui pendekatan valuasi tradisional.

Salah satu contoh penerapan *big data* dalam valuasi adalah pada perusahaan ritel berbasis e-commerce, di mana volume transaksi harian dapat mencapai jutaan unit data. Analis dapat menggunakan data ini untuk mengukur tingkat loyalitas pelanggan, efektivitas promosi, serta tren penjualan menurut demografi atau wilayah geografis tertentu. Semua informasi ini menjadi input penting dalam menentukan asumsi proyeksi pendapatan dan pertumbuhan yang lebih akurat. Lebih jauh, analisis sentimen publik melalui media sosial atau ulasan daring dapat dijadikan indikator tambahan terhadap reputasi dan persepsi nilai perusahaan di mata publik. Dengan pendekatan ini, valuasi tidak hanya mengandalkan laporan keuangan, tetapi juga mencerminkan “nilai tersembunyi” berbasis persepsi dan potensi.

Kecerdasan buatan, khususnya *machine learning*, berperan penting dalam mengolah dan memprediksi nilai perusahaan berdasarkan pola historis dan pembelajaran dari data masa lalu. Algoritma *machine learning* dapat digunakan untuk mengembangkan model prediktif yang secara otomatis menyesuaikan asumsi valuasi berdasarkan data baru yang masuk. Misalnya, model ini dapat memperkirakan arus kas masa depan berdasarkan kombinasi faktor internal seperti biaya produksi dan efisiensi operasional, serta faktor eksternal seperti harga komoditas global atau kebijakan suku bunga. AI juga dapat mendeteksi korelasi atau outlier yang sulit dikenali oleh analis manusia, sehingga meningkatkan akurasi dan mengurangi risiko bias dalam penilaian.

Gambar 2. Kecerdasan Buatan



Sumber: *Bhinneka*

Kelebihan lain dari penggunaan AI adalah kemampuannya untuk meningkatkan kecepatan proses valuasi secara signifikan. Proses yang sebelumnya memakan waktu berminggu-minggu kini dapat diselesaikan dalam hitungan jam atau bahkan menit. Ini sangat berguna dalam konteks pengambilan keputusan strategis seperti merger dan akuisisi, restrukturisasi perusahaan, atau penawaran saham perdana (IPO), di mana waktu menjadi faktor krusial. Selain itu, AI dapat digunakan untuk melakukan penilaian secara berulang dan dinamis, menyesuaikan valuasi perusahaan secara otomatis terhadap perubahan kondisi pasar, sehingga memberikan pembaruan nilai yang lebih relevan dan terkini.

Pada aspek mitigasi risiko, teknologi juga memberikan kontribusi signifikan. Sistem AI dapat dirancang untuk mengevaluasi risiko sistemik, risiko likuiditas, hingga risiko operasional dengan basis data yang luas dan pembelajaran yang terus berkembang. Misalnya, dalam industri keuangan, teknologi dapat memetakan hubungan antar perusahaan dan mendeteksi potensi risiko keuangan dari konektivitas jaringan antar institusi. Dengan begitu, valuasi menjadi tidak hanya menilai potensi pendapatan tetapi juga mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengelola risiko-risiko strategis. Peran teknologi dalam mengelola risiko ini menjadi penting di tengah ketidakpastian ekonomi global yang kian meningkat.

Studi Deloitte (2020) memperkuat argumen mengenai pentingnya adopsi teknologi dalam valuasi. Menurut studi tersebut, perusahaan yang menggunakan alat digital canggih dalam proses penilaian menunjukkan kualitas keputusan yang lebih baik dan waktu

respons yang lebih cepat terhadap peluang dan ancaman. Selain itu, teknologi terbukti mampu meningkatkan transparansi dalam proses valuasi, karena setiap asumsi dan langkah perhitungan dapat didokumentasikan dan ditelusuri secara sistematis. Ini berdampak positif terhadap kepercayaan investor, auditor, maupun regulator, karena proses valuasi menjadi lebih obyektif dan dapat dipertanggungjawabkan secara analitis.

Implementasi teknologi dalam valuasi juga memberikan dampak pada pengurangan bias manusia. Dalam praktik tradisional, banyak keputusan penilaian yang dipengaruhi oleh asumsi-asumsi subjektif atau pengalaman individu analis. Dengan dukungan algoritma dan data empiris, proses ini menjadi lebih terstandarisasi dan berbasis bukti. Meskipun demikian, peran analis manusia tetap krusial sebagai penafsir hasil dan pengambil keputusan akhir. Sinergi antara teknologi dan keahlian manusia inilah yang menjadi model ideal dalam *business valuation* modern. Teknologi menyajikan data dan hasil simulasi, sementara analis menempatkannya dalam konteks strategis dan kebijakan perusahaan.

Meski potensinya besar, tantangan dalam penerapan teknologi dalam valuasi tetap ada, termasuk keterbatasan akses terhadap data berkualitas tinggi, kebutuhan akan keahlian teknis, serta masalah keamanan dan privasi data. Selain itu, model AI sangat bergantung pada data historis, yang dalam beberapa kasus mungkin tidak relevan untuk memprediksi kondisi masa depan yang benar-benar baru. Oleh karena itu, penting bagi perusahaan untuk mengembangkan kerangka kerja etis dan tata kelola teknologi yang kuat agar teknologi yang digunakan dalam valuasi benar-benar mendukung tujuan strategis jangka panjang, bukan sekadar efisiensi jangka pendek.

Dengan semua perkembangan ini, tidak diragukan lagi bahwa peran teknologi dalam *business valuation* akan terus berkembang dan menjadi komponen sentral dalam strategi perusahaan ke depan. *Big data* dan AI telah membuka jalan menuju valuasi yang lebih akurat, cepat, dan relevan. Namun keberhasilan transformasi ini tetap bergantung pada bagaimana perusahaan dan analis keuangan mampu mengintegrasikan teknologi ke dalam sistem penilaian yang komprehensif dan berorientasi masa depan. Dengan kata lain, teknologi bukan hanya alat bantu, tetapi mitra strategis dalam memahami dan mengoptimalkan nilai sejati dari

suatu entitas bisnis di tengah lanskap ekonomi global yang semakin kompleks dan dinamis.

2. Peningkatan Fokus pada Faktor ESG (*Environmental, Social, and Governance*)

Pada beberapa dekade terakhir, pendekatan terhadap valuasi perusahaan mengalami evolusi signifikan, khususnya dalam memperhitungkan faktor non-keuangan yang sebelumnya sering diabaikan. Salah satu pendekatan yang kini menjadi sorotan utama adalah integrasi aspek ESG (*Environmental, Social, and Governance*) dalam proses penilaian nilai perusahaan. ESG mencerminkan komitmen perusahaan terhadap keberlanjutan lingkungan, tanggung jawab sosial, dan tata kelola yang etis dan transparan. Dalam dunia bisnis modern yang semakin terdigitalisasi dan terhubung, keberlanjutan tidak hanya menjadi sebuah pilihan moral, tetapi juga menjadi parameter penting yang berpengaruh langsung terhadap risiko, peluang, dan akhirnya nilai pasar suatu perusahaan.

Aspek lingkungan dalam ESG berkaitan dengan bagaimana perusahaan mengelola dampaknya terhadap alam, seperti emisi karbon, penggunaan energi, pengelolaan limbah, serta konservasi sumber daya alam. Perusahaan yang menunjukkan kinerja lingkungan yang baik dinilai memiliki potensi jangka panjang yang lebih baik karena lebih mampu bertahan di tengah regulasi yang semakin ketat dan kesadaran publik yang meningkat terhadap isu lingkungan. Misalnya, perusahaan energi terbarukan atau produsen barang konsumen yang berkomitmen pada penggunaan bahan ramah lingkungan lebih disukai oleh investor karena dianggap berada di jalur yang tepat untuk menghadapi tantangan masa depan seperti transisi energi dan tekanan dari konsumen yang sadar lingkungan.

Aspek sosial dalam ESG membahas bagaimana perusahaan memperlakukan karyawannya, berinteraksi dengan komunitas tempatnya beroperasi, serta menjalankan tanggung jawab sosial terhadap pelanggan dan mitra bisnis. Faktor ini mencakup isu-isu seperti hak asasi manusia, keadilan gender, inklusi, dan keselamatan kerja. Dalam dunia bisnis yang semakin mengutamakan keadilan dan etika, perusahaan yang tidak memberikan perhatian serius terhadap aspek sosial berisiko mengalami boikot konsumen, perlawanan tenaga kerja, hingga kerugian reputasi yang dapat berdampak langsung terhadap valuasi. Sebaliknya,

perusahaan yang berinvestasi dalam kesejahteraan sosial cenderung lebih dipercaya oleh pasar, memiliki loyalitas pelanggan yang lebih tinggi, serta mampu menarik dan mempertahankan talenta terbaik.

Dimensi tata kelola dalam ESG mencakup sistem dan praktik yang mengarahkan serta mengawasi jalannya perusahaan agar tetap dalam koridor hukum, etika, dan profesionalisme. Praktik tata kelola yang baik mencakup transparansi laporan keuangan, independensi dewan direksi, sistem pengendalian internal yang kuat, serta integritas dalam pengambilan keputusan strategis. Ketika perusahaan menerapkan tata kelola yang lemah, seperti adanya konflik kepentingan, manipulasi laporan, atau dominasi oleh pihak tertentu, maka risiko kegagalan operasional dan skandal korporasi akan meningkat, sebagaimana terlihat pada kasus Enron, Wirecard, dan lainnya. Oleh karena itu, governance yang kuat menjadi fondasi utama bagi keberlangsungan bisnis jangka panjang dan menjadi indikator penting dalam penilaian oleh investor institusional.

Pengaruh ESG terhadap valuasi perusahaan semakin terasa seiring meningkatnya tekanan dari pemangku kepentingan global, termasuk pemerintah, investor, konsumen, dan lembaga multilateral. Salah satu manifestasi nyata dari tekanan ini adalah meningkatnya permintaan akan pelaporan keberlanjutan dan rating ESG dari lembaga pemeringkat independen. Investor besar seperti BlackRock dan Vanguard telah menyatakan secara terbuka bahwa akan mengalihkan dana investasi ke perusahaan-perusahaan yang menunjukkan komitmen nyata terhadap prinsip ESG. Hal ini mencerminkan perubahan paradigma dalam strategi investasi, dari fokus semata pada profitabilitas jangka pendek ke arah penciptaan nilai jangka panjang yang berkelanjutan dan bertanggung jawab.

Studi dari *Global Sustainable Investment Alliance* (2020) mengungkapkan bahwa lebih dari 30% aset yang dikelola secara global kini mempertimbangkan faktor ESG dalam proses investasi. Angka ini menunjukkan bahwa tren ESG bukan lagi sebuah inisiatif minor, tetapi telah menjadi bagian integral dari arsitektur keuangan global. Lembaga keuangan kini menggunakan parameter ESG sebagai komponen penting dalam *due diligence*, pemeringkatan risiko, serta model valuasi internal. Ketika perusahaan memiliki skor ESG yang tinggi, tidak hanya lebih mudah mengakses pendanaan, tetapi juga cenderung mendapatkan

penilaian pasar yang lebih premium karena dinilai lebih tangguh dalam menghadapi ketidakpastian dan perubahan jangka panjang.

Perusahaan yang secara aktif mengelola dan mengungkapkan inisiatif ESG juga berpeluang menikmati premi reputasi yang signifikan, dianggap lebih proaktif dalam menghadapi tantangan global seperti perubahan iklim, kesenjangan sosial, dan penyalahgunaan kekuasaan korporat. Sebagai contoh, perusahaan seperti Unilever, Tesla, dan Patagonia dikenal luas karena strategi keberlanjutan dan berhasil menjadikan ESG sebagai keunggulan kompetitif. Valuasi pun mencerminkan sentimen positif dari pasar dan komunitas global, membuktikan bahwa keberlanjutan dapat diterjemahkan menjadi nilai ekonomi yang konkret. Dalam konteks ini, ESG bukan hanya indikator kinerja moral, tetapi juga cerminan nilai pasar aktual.

Tantangan dalam mengintegrasikan ESG ke dalam valuasi masih cukup besar. Salah satu tantangan utama adalah ketidakkonsistenan standar pelaporan dan penilaian ESG antar negara dan lembaga pemeringkat. Meskipun banyak organisasi seperti SASB (*Sustainability Accounting Standards Board*) dan GRI (*Global Reporting Initiative*) telah berupaya menciptakan kerangka kerja standar, namun praktik di lapangan masih beragam. Perbedaan dalam metodologi penilaian ESG dapat menghasilkan perbedaan nilai yang cukup signifikan terhadap penilaian akhir perusahaan. Oleh karena itu, transparansi dan harmonisasi dalam sistem pelaporan ESG menjadi agenda penting untuk meningkatkan efektivitas integrasi ESG dalam valuasi.

Di tengah tantangan tersebut, teknologi kembali berperan penting sebagai katalis dalam mengoptimalkan integrasi ESG dalam valuasi. Platform digital kini mampu mengumpulkan, mengolah, dan menganalisis data ESG dari berbagai sumber, mulai dari laporan perusahaan, berita, media sosial, hingga data satelit. Dengan kecanggihan ini, analisis keuangan dapat memperoleh gambaran yang lebih objektif dan menyeluruh tentang kinerja ESG perusahaan. Bahkan, integrasi antara *big data* dan *machine learning* kini memungkinkan prediksi dampak faktor ESG terhadap performa keuangan jangka panjang, yang sebelumnya sulit diukur secara kuantitatif.

Integrasi ESG dalam *business valuation* tidak lagi menjadi wacana, tetapi telah menjadi keniscayaan dalam dunia bisnis modern. Perusahaan yang mengabaikan faktor-faktor keberlanjutan berisiko tertinggal dalam kompetisi, kehilangan kepercayaan investor, dan

menghadapi biaya kepatuhan yang tinggi di masa depan. Sebaliknya, perusahaan yang mampu menjadikan ESG sebagai bagian dari strategi inti akan memiliki keunggulan kompetitif, reputasi yang baik, dan valuasi yang lebih tinggi. Dengan demikian, masa depan valuasi tidak hanya ditentukan oleh angka-angka laporan keuangan, tetapi juga oleh seberapa besar perusahaan berkomitmen terhadap lingkungan, masyarakat, dan tata kelola yang bertanggung jawab.



BAB IX

KESIMPULAN

Buku referensi ini telah membahas berbagai aspek penting terkait dengan *Firm value* dan *Business Valuation* dalam konteks keuangan perusahaan, mulai dari dasar teori dan konsep, hingga aplikasinya dalam praktik bisnis yang nyata. Keseluruhan pembahasan menunjukkan bahwa valuasi perusahaan bukan hanya tentang menghitung nilai finansial saat ini, tetapi juga mencakup penilaian terhadap potensi masa depan, faktor risiko, dan strategi jangka panjang yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan tersebut.

Konsep-konsep seperti *fair value*, *market value*, dan *book value* telah dijelaskan secara mendalam, menekankan perbedaan dan keterbatasan masing-masing dalam memberikan gambaran yang tepat tentang kondisi perusahaan. Di sisi lain, pembahasan mengenai *cost of capital* menunjukkan bagaimana biaya modal, baik itu ekuitas maupun utang, mempengaruhi keputusan investasi dan nilai perusahaan. Faktor eksternal seperti perubahan regulasi, perkembangan teknologi, dan kesadaran terhadap keberlanjutan (ESG) juga semakin menentukan dalam menentukan nilai sebuah perusahaan.

Buku referensi ini juga membahas berbagai metode valuasi yang umum digunakan, seperti *Discounted Cash Flow* (DCF), *Relative Valuation*, dan *Asset-Based Valuation*, serta memberikan wawasan tentang kapan masing-masing metode tersebut tepat digunakan berdasarkan jenis perusahaan dan kondisi pasar. Selain itu, pembahasan tentang studi kasus valuasi pada perusahaan publik dan private, perusahaan teknologi, dan manufaktur memberikan gambaran praktis mengenai penerapan teori-teori valuasi dalam konteks dunia nyata.

Buku referensi ini menyimpulkan bahwa valuasi perusahaan adalah alat yang sangat penting dalam pengambilan keputusan keuangan dan strategi bisnis, baik untuk keperluan investasi, pembiayaan, merger & akuisisi (M&A), maupun analisis risiko. Dengan terus berkembangnya teknologi dan semakin tingginya perhatian terhadap

faktor-faktor keberlanjutan, pemahaman yang mendalam tentang valuasi perusahaan akan semakin krusial bagi para profesional keuangan di masa depan.

DAFTAR PUSTAKA

- American Institute of CPAs (AICPA). (2020). Statement on Standards for Valuation Services.
- Apple Inc. (2021). Annual Report 2021. www.apple.com
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2019). Corporate Finance (5th ed.). Pearson.
- Black, F., & Scholes, M. (1973). "The Pricing of Options and Corporate Liabilities." *Journal of Political Economy*, 81(3), 637-654.
- Bloomberg. (2022). Grab Holdings Post-IPO Analysis. www.bloomberg.com
- Bloomberg. (2023). Indofood Valuation Dashboard. www.bloomberg.com
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). Principles of Corporate Finance (10th ed.). McGraw-Hill.
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2013). Intermediate Financial Management (11th ed.). South-Western Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2014). Financial Management: Theory & Practice (14th ed.). Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2016). Fundamentals of Financial Management (14th ed.). Cengage Learning.
- Bruner, R. F., Eades, K. M., Harris, R. S., & Higgins, R. C. (2018). Best Practices in Estimating the *Cost of Capital*: Survey and Synthesis. *Journal of Applied Finance*.
- Brynjolfsson, E., & McAfee, A. (2014). The Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies. W. W. Norton & Company.
- CFA Institute. (2020). ESG Integration in Investment Analysis. www.cfainstitute.org
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33.
- Credit Suisse. (2021). Grab SPAC Valuation Report.
- Damodaran, A. (2006). Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance (2nd ed.). Wiley.

- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.
- Damodaran, A. (2014). *Applied Corporate Finance*. Wiley.
- Damodaran, A. (2020). *Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business*. Columbia University Press.
- Damodaran, A. (2021). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (4th ed.). Wiley.
- Damodaran, A. (2021). *Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business*. Columbia University Press.
- Davila, A., Foster, G., & Gupta, M. (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing*, 18(6), 689–708.
- Eccles, R. G., & Klimentko, S. (2019). The Investor Revolution. *Harvard Business Review*, May–June.
- EU SFDR Regulation. (2021). Sustainable Finance Disclosure Regulation. www.eur-lex.europa.eu
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427–465.
- FASB (2006). Statement of Financial Accounting Standards No. 157: *Fair Value* Measurements. Financial Accounting Standards Board.
- FASB (2006). Statement of Financial Accounting Standards No. 157: *Fair Value* Measurements. Financial Accounting Standards Board.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
- Goh, C. F., & Chong, J. (2019). *Practical Guide to IFRS Fair Value Measurement*. Springer.
- Google, Temasek, Bain & Company. (2021). *e-Conomy SEA 2021*.
- Grab Holdings. (2021). Investor Presentation. <https://www.grab.com>
- Hitchner, J. R. (2017). *Financial Valuation: Applications and Models* (4th ed.). Wiley.
- Hitchner, J. R. (2017). *Financial Valuation: Applications and Models* (4th ed.). Wiley.

- Hitchner, J. R. (2017). *Financial Valuation: Applications and Models* (4th ed.). Wiley.
- Hitchner, J. R. (2022). *Financial Valuation: Applications and Models*. Wiley.
- IFRS Foundation (2011). *International Financial Reporting Standards (IFRS) 13: Fair Value Measurement*.
- IFRS Foundation (2011). *International Financial Reporting Standards (IFRS) 13: Fair Value Measurement*.
- Indofood Sukses Makmur Tbk. (2022). *Annual Report 2022*. www.indofood.com
- International Monetary Fund (IMF). (2022). *World Economic Outlook: Navigating Geopolitical Uncertainty*.
- International Valuation Standards Council (IVSC). (2021). *International Valuation Standards*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). McKinsey & Company, Inc., John Wiley & Sons.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. McKinsey & Company.
- KPMG. (2021). *Manufacturing Industry Outlook*.
- Laux, C., & Leuz, C. (2009). "The Crisis of Fair Value Accounting: Making Sense of the Recent Debate." *Accounting, Organizations and Society*, 34(6-7), 826-834.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Longstaff, F. A. (1995). "How Much Can Marketability Affect Security Values?" *The Journal of Finance*, 50(5), 1767–1774.
- Mandiri Sekuritas. (2023). *Indofood Equity Research Report*.
- McKinsey & Company. (2023). *The Future of Manufacturing and Automation*.
- Mercer, Z. C. (2011). *Business Valuation: An Integrated Theory*. Wiley.

- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2018). *Financial Markets and Institutions* (9th ed.). Pearson.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Morningstar Equity Research. (2023). *Apple Inc. Valuation Analysis*.
- MSCI Inc. (2023). *ESG Ratings Methodology*. www.msci.com
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- OECD. (2021). *Corporate Governance and Sustainability Reporting*.
- Penman, S. H. (2012). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5th ed.). McGraw-Hill.
- Petersen, C., & Plenborg, T. (2012). *Financial Statement Analysis: Valuation, Credit Analysis, and Executive Compensation*. Pearson.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. Free Press.
- Pratt, S. P., & Grabowski, R. J. (2014). *Cost of Capital: Applications and Examples* (5th ed.). Wiley.
- Pratt, S. P., & Niculita, A. V. (2008). *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* (5th ed.). McGraw-Hill.
- PwC. (2022). *M&A Integration Survey*. www.pwc.com
- PwC. (2022). *Sustainability Reporting and ESG Disclosures: Global Trends*. www.pwc.com
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2016). *Corporate Finance* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
- Schilling, M. A. (2020). *Strategic Management of Technological Innovation* (6th ed.). McGraw-Hill Education.

- Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.
- Trugman, G. R. (2012). *Understanding Business Valuation: A Practical Guide to Valuing Small to Medium-Sized Businesses* (4th ed.). AICPA.
- Unilever. (2022). *Annual Report and Accounts 2022*. www.unilever.com
- White, G. I., Sondhi, A. C., & Fried, D. (2003). *The Analysis and Use of Financial Statements* (3rd ed.). Wiley.
- White, G. I., Sondhi, A. C., & Fried, D. (2003). *The Analysis and Use of Financial Statements* (3rd ed.). Wiley.
- World Bank. (2022). *Global Economic Prospects*. <https://www.worldbank.org>

GLOSARIUM

- Nilai:** Nilai keseluruhan dari suatu perusahaan atau aset yang mencerminkan besarnya kekayaan atau potensi keuntungan yang dapat dihasilkan.
- Kas:** Uang tunai atau setara kas yang tersedia dan siap digunakan oleh perusahaan untuk keperluan operasional harian atau investasi jangka pendek.
- Saham:** Surat berharga berupa saham yang menunjukkan kepemilikan seseorang atau entitas dalam suatu perusahaan.
- Rasio:** Rasio keuangan yang digunakan untuk menilai kinerja perusahaan, termasuk profitabilitas, solvabilitas, dan efisiensi.
- Net:** Nilai bersih yang diperoleh setelah seluruh biaya, pajak, dan beban dikurangkan dari pendapatan atau aset.
- Hutang:** Kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak ketiga, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.
- Ekuitas:** Ekuitas atau modal sendiri yang mencerminkan hak pemilik atas aset perusahaan setelah dikurangi kewajiban.
- Piutang:** Piutang atau klaim perusahaan terhadap pihak lain atas transaksi penjualan secara kredit.
- Likuiditas:** Likuiditas, yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka pendeknya tepat waktu.

| | |
|------------------|---|
| Arus Kas: | Arus kas, yaitu pergerakan uang masuk dan keluar dalam suatu periode yang mencerminkan kesehatan keuangan perusahaan. |
| Biaya: | Biaya yang timbul dalam kegiatan operasional, produksi, atau pemasaran yang mengurangi laba perusahaan. |
| Laba: | Laba atau keuntungan yang diperoleh perusahaan setelah mengurangi semua beban dari pendapatan. |
| Dividen: | Dividen atau pembagian laba kepada pemegang saham sesuai dengan porsi kepemilikannya. |
| Tukar: | Nilai tukar mata uang asing yang memengaruhi penilaian bisnis lintas negara atau transaksi internasional. |
| Ril: | Hal-hal nyata atau bersifat fisik yang dapat dihitung dalam valuasi perusahaan, seperti aset tetap. |

INDEKS

A

agensi, 4, 8, 15, 66, 169
akademik, 4, 7, 89, 155
akuntansi, 8, 26, 27, 29, 30, 33,
35, 36, 46, 49, 91, 93, 94, 117,
118, 119, 121, 183
asimetri, 14, 18, 43, 158, 169
audit, 27, 180
auditor, 8, 156, 187

B

behavior, 18, 197
big data, 184, 185, 190

C

cash flow, 1, 3, 8, 31, 36, 81, 82,
92, 159

D

deduksi, 72
diferensiasi, 18
digitalisasi, 5, 11, 163
discounted, 1, 3, 8, 31, 36, 81, 92
diskonto, 2, 4, 11, 17, 21, 31, 51,
52, 63, 65, 67, 81, 82, 89, 93,

94, 95, 98, 101, 105, 107, 110,
112, 122, 126, 148, 150, 159,
162, 164, 169, 175, 176
distribusi, 15, 55, 90, 93, 97, 103,
104, 106, 108, 109, 110, 114,
118, 144, 162
dividen, 7, 14, 15, 16, 34, 55, 70,
71, 75, 77, 78, 80, 89, 90, 91,
94, 96, 103, 104, 107, 109, 110,
112, 114, 116, 118, 120, 158
domestik, 161, 162

E

e-commerce, 185
ekonomi, 3, 9, 10, 11, 13, 16, 17,
18, 19, 20, 22, 23, 24, 25, 26,
31, 33, 35, 36, 37, 38, 39, 40,
41, 42, 44, 45, 51, 58, 60, 67,
71, 74, 75, 76, 78, 79, 83, 84,
87, 92, 94, 96, 102, 121, 123,
124, 131, 140, 159, 161, 173,
183, 186, 188, 190
ekspansi, 11, 12, 13, 15, 17, 33,
49, 56, 62, 80, 89, 91, 92, 97,
100, 101, 120, 147, 148, 159,
161, 163, 167, 168, 173, 174

emisi, 19, 161, 163, 175, 177, 181,
188
empiris, 2, 81, 157, 169, 175, 177,
182, 187
entitas, 3, 5, 7, 9, 10, 11, 13, 14,
16, 17, 20, 21, 25, 29, 32, 33,
35, 38, 39, 40, 41, 43, 93, 127,
155, 156, 167, 168, 171, 188,
201

F

finansial, 1, 9, 21, 57, 58, 59, 61,
71, 76, 90, 91, 93, 94, 95, 97,
99, 103, 104, 105, 110, 118,
120, 123, 142, 145, 146, 147,
148, 169, 171, 173, 174, 175,
177, 178, 180, 183, 193
fiskal, 17, 45, 80, 124, 162, 165
fleksibilitas, 19, 91, 92, 106, 121,
142, 143, 144, 149, 151
fluktuasi, 26, 46, 51, 60, 61, 67,
70, 74, 76, 78, 80, 83, 84, 95,
96, 101, 109, 113, 114, 116,
119, 121, 122, 131, 140, 160,
161, 162, 170
fundamental, 13, 18, 19, 22, 30,
31, 34, 35, 36, 43, 52, 55, 81,
90, 92, 96, 126, 129, 131, 158,
160, 162, 170, 176

G

geografis, 22, 173, 185
globalisasi, 11, 174

I

implikasi, 17, 115, 167, 182
inflasi, 17, 44, 61, 70, 74, 79, 161,
162
infrastruktur, 39
inovatif, 14, 134
integrasi, 32, 52, 160, 170, 171,
173, 175, 176, 177, 183, 188,
190
integritas, 15, 165, 181, 183, 189
investasi, 2, 6, 7, 8, 11, 15, 16, 17,
18, 19, 21, 25, 29, 31, 32, 33,
34, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 50,
51, 55, 56, 57, 59, 62, 65, 66,
67, 69, 71, 72, 75, 76, 78, 79,
86, 89, 90, 91, 92, 96, 97, 103,
104, 106, 108, 110, 111, 112,
114, 116, 117, 118, 119, 121,
123, 125, 126, 129, 139, 140,
142, 143, 144, 145, 147, 149,
151, 157, 163, 167, 168, 169,
174, 176, 178, 179, 181, 189,
193, 201
investor, 1, 2, 3, 6, 8, 9, 10, 13, 15,
16, 18, 21, 22, 23, 24, 27, 29,

32, 33, 34, 35, 36, 38, 41, 42,
43, 44, 45, 46, 47, 49, 51, 52,
53, 55, 56, 57, 58, 59, 60, 61,
62, 64, 66, 69, 70, 71, 72, 73,
74, 75, 76, 77, 78, 79, 80, 81,
82, 85, 86, 89, 90, 91, 92, 93,
94, 96, 100, 102, 103, 107, 110,
111, 112, 114, 116, 117, 118,
119, 123, 126, 129, 139, 140,
142, 148, 152, 157, 158, 159,
166, 168, 169, 170, 173, 174,
175, 176, 177, 178, 180, 181,
187, 188, 189, 190

K

komoditas, 19, 45, 51, 101, 162,
173, 185
komparatif, 115
komprehensif, 4, 7, 19, 27, 35, 37,
38, 50, 56, 96, 111, 137, 141,
154, 155, 167, 171, 181, 187
konkret, 5, 158, 172, 183, 190
konsistensi, 38, 99, 160, 178
kredit, 12, 26, 62, 73, 74, 170, 201
kreditor, 38, 56, 72, 74, 75, 86, 90,
92, 93, 97, 98, 99, 104, 105,
106, 123, 181

L

likuiditas, 2, 15, 16, 38, 39, 41, 49,
50, 80, 89, 90, 91, 92, 118, 120,
158, 186

M

manajerial, 1, 5, 8, 12, 13, 15, 26,
29, 34, 48, 51, 84, 91, 94, 121,
140, 146, 156, 167, 179
manifestasi, 189
manipulasi, 94, 182, 183, 189
manufaktur, 8, 18, 21, 51, 101,
150, 152, 155, 160, 161, 162,
163, 174, 193
metodologi, 33, 37, 102, 173, 190
moneter, 17, 41, 44, 58, 80, 83,
124, 162, 165, 170

N

negosiasi, 24, 32, 165, 170
neraca, 25, 26, 35, 46, 51

O

otoritas, 7, 38, 42

P

politik, 45, 79, 163
proyeksi, 4, 10, 11, 12, 14, 20, 21,
23, 27, 31, 38, 49, 51, 52, 57,
60, 61, 81, 82, 92, 94, 95, 100,

101, 102, 106, 107, 108, 109,
110, 111, 112, 116, 119, 120,
121, 122, 123, 124, 125, 126,
127, 129, 137, 138, 140, 141,
142, 146, 147, 148, 149, 150,
152, 153, 155, 156, 157, 159,
160, 161, 164, 168, 169, 171,
174, 175, 176, 178, 185

R

rasional, 6, 11, 18, 20, 160, 172,
177
regulasi, 7, 17, 19, 42, 45, 80, 101,
124, 134, 156, 159, 161, 165,
173, 175, 176, 177, 178, 180,
181, 188, 193
relevansi, 7, 18, 29, 33, 38, 41,
152, 163, 165

S

solvabilitas, 26, 31, 170, 201
stabilitas, 35, 36, 43, 57, 69, 75,
77, 78, 79, 177, 179
stakeholder, 8
suku bunga, 11, 17, 40, 42, 44, 58,
60, 67, 72, 73, 74, 75, 79, 83,
84, 87, 113, 140, 162, 169, 170,
173, 185

T

tarif, 64, 65, 73, 97, 100, 102
transformasi, 6, 175, 176, 181,
182, 187
transparansi, 3, 7, 12, 15, 31, 32,
38, 40, 43, 156, 158, 165, 175,
177, 181, 182, 187, 189, 190

U

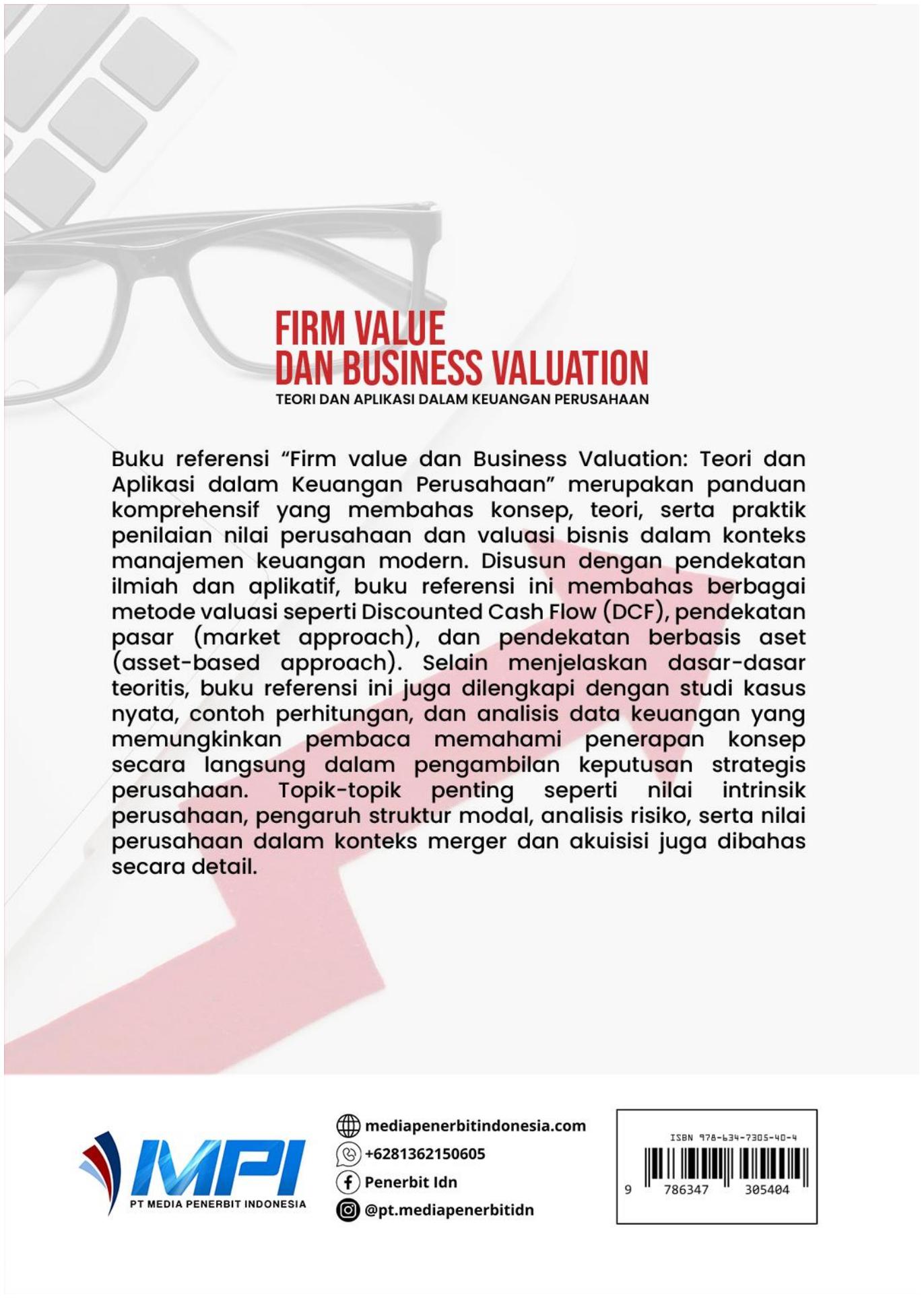
universal, 121

BIOGRAFI PENULIS



Anton Adventus Kacaribu, S.E., Akt., MMPP., CPA Australia., CA., Asean CPA., CSRS., CSRA.

Penulis lahir di Medan, menerima gelar sarjananya dari Universitas Sumatera Utara (USU) , Jurusan Akuntansi dan Magister pada Sekolah Pasca Sarjana Universitas Sumatera Utara konsentarasasi Properti dan Penilaian Bisnis.Telah memiliki pengalaman secara Teoritis sebagai Dosen dan praktisi sebagai profesional di Institusi Keuangan/Perbankan dalam bidang Akuntansi, Finance, Management Strategi, Management Resiko serta Penilaian Bisnis selama lebih dari 18 tahun. Menjadi anggota organisasi professional di sekor Akuntansi dengan gelar CPA Australia, CA (Chartered Accountant), Asean CPA serta anggota dari beberapa organsisasi professional lainnya dengan gelar CSRS,CSRA serta Anggota aktif di MAPPI (Masyarakat Profesi Penilai Indonesia), Ikatan Akuntan Indonesia (IAI), National Center for Corporate Reporting (NCCR).



FIRM VALUE DAN BUSINESS VALUATION

TEORI DAN APLIKASI DALAM KEUANGAN PERUSAHAAN

Buku referensi “Firm value dan Business Valuation: Teori dan Aplikasi dalam Keuangan Perusahaan” merupakan panduan komprehensif yang membahas konsep, teori, serta praktik penilaian nilai perusahaan dan valuasi bisnis dalam konteks manajemen keuangan modern. Disusun dengan pendekatan ilmiah dan aplikatif, buku referensi ini membahas berbagai metode valuasi seperti Discounted Cash Flow (DCF), pendekatan pasar (market approach), dan pendekatan berbasis aset (asset-based approach). Selain menjelaskan dasar-dasar teoritis, buku referensi ini juga dilengkapi dengan studi kasus nyata, contoh perhitungan, dan analisis data keuangan yang memungkinkan pembaca memahami penerapan konsep secara langsung dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan. Topik-topik penting seperti nilai intrinsik perusahaan, pengaruh struktur modal, analisis risiko, serta nilai perusahaan dalam konteks merger dan akuisisi juga dibahas secara detail.



 mediapenerbitindonesia.com
 +6281362150605
 Penerbit Idn
 @pt.mediapenerbitidn

