

**PENDEKATAN ECONOMIC PROFIT UNTUK PENILAIAN
PERUSAHAAN PADA PT. AQUA GOLDEN MISSISSIPPI
Tbk. DI JAKARTA**

SKRIPSI



Diajukan sebagai salah satu syarat guna memperoleh
gelar Sarjana Ekonomi Pada Fakultas Ekonomi
Universitas Jember

Oleh :

M. Khoirul Saroni

NIM : 960810201342

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS JEMBER**

2001

Asal : ...
Terima : 27 AUG 2001

Klass
E58.15
SAR
p

JUDUL SKRIPSI

PENDEKATAN ECONOMIC PROFIT UNTUK PENILAIAN PERUSAHAAN
PADA PT. AQUA GOLDEN MISSISSIPPI
TBK. DI JAKARTA

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

N a m a : Muhammad Khoirul Saroni

N. I. M. : 960810201342

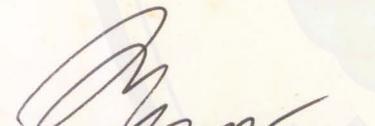
Jurusan : Manajemen

telah dipertahankan di depan Panitia Penguji pada tanggal :

dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai kelengkapan guna memperoleh gelar **S a r j a n a** dalam Ilmu Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Jember.

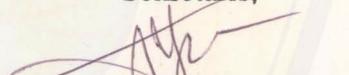
Susunan Panitia Penguji

Ketua,


Drs. Kamarul Imam, M.Sc
NIP. 13 935 418



Sekretaris,


Drs. Sudaryanto, MBA
NIP. 131 960 495
Anggota,


Drs. H. Sukusni, M.Sc
NIP. 13 350 764

Mengetahui/Menyetujui
Universitas Jember
Fakultas Ekonomi
Dekan,

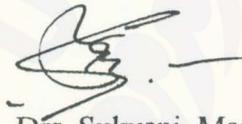



Drs. H. Liakip, SU
NIP. 130 531 976

TANDA PERSETUJUAN

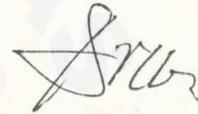
Judul skripsi : Pendekatan Economic Profit Untuk Penilaian Perusahaan
Pada PT. Aqua Golden Mississippi Tbk. di Jakarta
Nama Mahasiswa : Muhammad Khoirul Saroni
NIM : 960810201342
Jurusan : Ekonomi
Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Pembimbing I



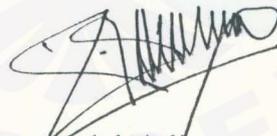
Drs. Sukusni, Msc.
NIP 130 350 764

Pembimbing II



Dra. Elok Sri Utami, Msi.
NIP 131 877 449

Ketua Jurusan



Drs. Abdul Halim
NIP 130 674 838

Tanggal persetujuan : 28 Mei 2001

PERSEMBAHAN



Skripsi ini kupersembahkan untuk :
Bapak dan Ibu tercinta
Saudara-saudaraku tercinta
Tanah airku tercinta
Bpk & Ibu **guruku** tercinta
Orang-orang yang kucinta, dan
Orang-orang yang mencintaiku

MOTTO

Orang yang bijak adalah orang yang bisa menahan dirinya dari hawa nafsu, mengerti akan tujuan hidup, mau belajar dari kehidupan, dan menganggap bahwasannya **perbedaan adalah hal yang wajar.**

(Irul sendiri)

Selagi ada waktu **berbuatlah yang terbaik**, jangan sampai waktu akan mengalahkanmu

(Irul Sendiri)

It's Nothing as it Seems

(Irul sendiri)

Segala apa yang kita lakukan akan terasa menyenangkan jika tidak ada penyesalan

(Beach Boy)

Walau hidup di tempat serendah dan segelap apapun, **tak ada kehidupan yang** tak bisa diperbaiki

(Yosaburo Kanari & Fumiya Sato)

Keadilan bukanlah hal kecil yang bisa **diucapkan sembarangan**, melainkan yang dipendam teguh dalam hati kita sendiri

(Aoyama Goshō)

Jangan mencari **kebenaran** dari suatu kesalahan

(Irul sendiri)

kepercayaan itu dilahirkan dari kejujuran

(Irul sendiri)

ABSTRAKSI

Penilaian dilakukan atas PT. Aqua Golden Mississippi Tbk. adalah nilai *going concern* (kesinambungan usaha), yaitu nilai operasi perusahaan jika dioperasikan apa adanya oleh manajemen yang ada sekarang. Pendekatan yang digunakan adalah pendekatan *economic profit* yang merupakan salah satu pendekatan untuk penilaian perusahaan dengan menggunakan *economic profit*, yaitu konsep untuk menghitung keuntungan bersih (*net income*) dimana perusahaan secara tegas dibebani atas biaya semua modalnya bukan hanya hutang, dimasa masa yang akan datang yang didiscount atas biaya modal rata-rata tertimbang (*WACC*). Untuk mengetahui nilai *economic profit* terlebih dahulu dilakukan analisa laporan keuangan periode yang akan datang, menghitung laba operasi perusahaan setelah pajak (*NOPLAT*), modal yang diinvestasikan (*Invested Capital*), tingkat pengembalian atas modal yang diinvestasikan (*ROIC*), dan biaya modal rata-rata tertimbangnya (*WACC*).

Tujuan penelitian adalah untuk menentukan besarnya nilai pasar yang wajar atas nilai sekarang operasi perusahaan, nilai perusahaan, nilai keseluruhan saham perusahaan, dan nilai pasar per lembar saham (*equity per - share*) saat ini.

Penelitian dilakukan dengan menganalisa laporan keuangan perusahaan serta laporan harga saham pada waktu penilaian, yaitu berupa annual report (laporan tahunan) tahun 1994 sampai tahun 1999, serta harga saham perusahaan saat itu.

Dari hasil penilaian yang dilakukan atas PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan diketahui nilai sekarang operasi perusahaan sebesar Rp 51.715.671.403,00, yang merupakan banyaknya modal yang diinvestasikan ditambah nilai sekarang *economic profit* dari nilai yang tercipta setiap tahun dimasa-masa yang akan datang, nilai sekarang *economic profit* diperoleh dengan cara mendiscount dengan biaya modal rata-rata tertimbang (*WACC*). Nilai perusahaan sebesar Rp 77.805.639.922,00, yang merupakan nilai sekarang operasi perusahaan ditambah nilai sekarang nonoperasi perusahaan. Nilai keseluruhan saham sebesar Rp 60.700.633.780,00, yaitu nilai sekarang perusahaan dikurangi nilai sekarang kewajiban berbeban bunga, nilai sekarang kewajiban jangka panjang, dan saham preferen. Harga per saham perusahaan hasil penilaian sebesar Rp 4.611,64 lebih tinggi dari harga pasar sesungguhnya di bursa yaitu sebesar Rp 4.450,00, atau harga pasar per saham yang sesungguhnya 3,5 % lebih rendah.

KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadiran Allah yang maha kuasa, atas segala rahmat taufik dan hidayah Nya, serta atas ijin dan kehendak Nya sehingga penelitian dengan judul “ Pendekatan *economic profit* untuk penilaian perusahaan pada PT. Aqua Golden Mississippi Tbk. di Jakarta “ dapat terselesaikan.

Penulis sepenuhnya menyadari bahwasannya skripsi ini masih jauh dari kata sempurna, untuk itu saran dan kritik yang bersifat membangun demi kesempurnaan skripsi ini sangat diharapkan.

Selanjutnya tidak lupa saya sampaikan banyak terima kasih kepada segenap pihak yang telah membantu penulis baik secara langsung maupun tidak langsung kepada penulis, yaitu kepada :

1. Bpk. H. Achmad dan ibu Hj. Mutmainah, yang telah mencurahkan segenap kasih dan sayang, dorongan moril dan spirituil, yang telah memberikan segala jerih payah nya demi masa depan dan kebahagiaan penulis.
2. Bpk. Drs. Sukusni, Msc, selaku pembimbing I, yang telah memberikan waktu dan perhatian demi kesempurnaan penulisan ini.
3. Ibu Dra. Elok Sri Utami, Msi, selaku pembimbing II, yang telah banyak membantu penulis dengan sabar dan perhatian dalam meneliti, mengoreksi, dan menghadapi masa-masa sulit demi kesempurnaan dan diterimanya penulisan ini.
4. Bpk Drs. H. Liakip, SU, selaku dekan fakultas ekonomi.
5. Bpk. Drs. Abdul Halim, selaku ketua jurusan manajemen.
6. Saudara-saudaraku yang telah banyak membantuku selama ini.
7. Pihak-pihak perpustakaan BES di Surabaya yang telah membantu penulis.
8. Segenap sobat-sobat DAMAGE 96 dalam kebersamaan, tali persahabatan, persaudaraan yang erat, saling memberi dan menerima, memberi arti dalam persahabatan untuk meraih impian dalam suka-duka di kampus ekonomi tercinta.
9. Segenap teman-teman Bukit permai 6A (Karsanto, Untung, Aan, Bony, Pipik, Bambang), Heri, Hendri, pak kos (Bpk. Prayitno dan ibu Prayitno), serta

sobat-sobat yang selalu memberi semangat dalam menyelesaikan permasalahan yang dihadapi penulis (Joko, Soni, Nur rohman, Bobby, Andre, Yuyun, Sapto, dll).

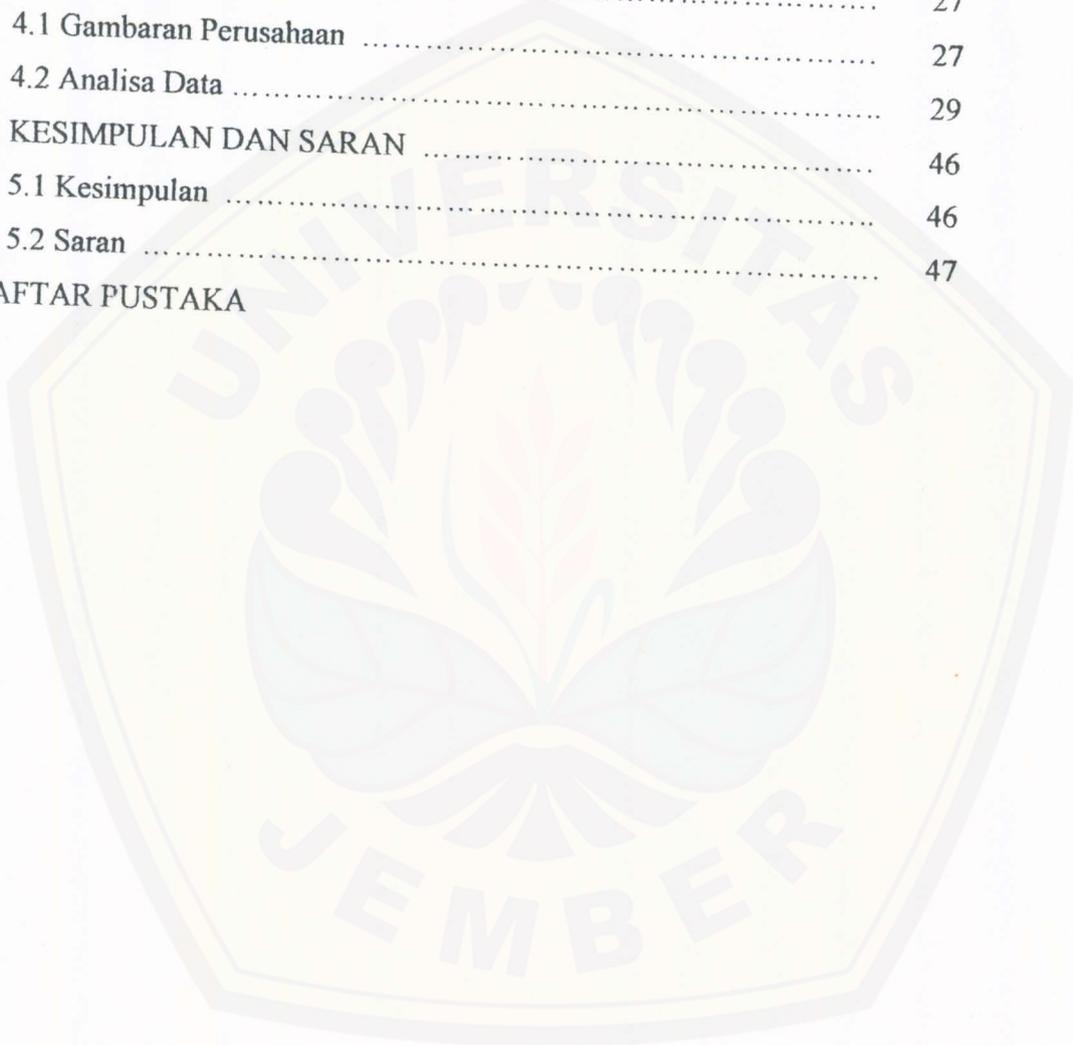
10. Enjoy dan sobat-sobatnya yang selalu memberi semangat dan nuansa warna dalam hidup penulis, semangat tak kenal menyerah, putus asa dalam menghadapi permasalahan dan tantangan hidup.
11. Bpk. dan Ibu Ustadzi dan adik-adik (Romi, Lita, dan Arjun) yang telah menerima dan menganggap penulis seperti saudara sendiri dan yang telah ku anggap keluargaku.
12. Mas Nanang dan keluarga yang telah memberi banyak nasehat dan pengalaman hidup padaku.

Harapan penulis semoga penelitian ini dapat digunakan atau dikaji lebih lanjut sehingga dapat memberikan manfaat sebagaimana mestinya.

DAFTAR ISI

JUDUL	
LEMBAR PENGESAHAN	i
LEMBAR PERSETUJUAN	ii
PERSEMBAHAN	iii
MOTTO	iv
ABSTRAKSI	v
KATA PENGANTAR	vi
DAFTAR ISI	vii
DAFTAR TABEL	ix
DAFTAR LAMPIRAN	x
I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Pokok Permasalahan	3
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian	4
II TINJAUAN PUSTAKA	5
2.1 Tinjauan Hasil Penelitian Sebelumnya	5
2.2 Landasan Teori	5
2.2.1 Pendekatan Keuntungan Ekonomi (<i>Economic Profit Approach</i>)	5
2.2.2 Memperkirakan Laporan Keuangan	7
2.2.3 Laba Operasi Dikurangi Pajak yang D disesuaikan (<i>NOPLAT</i>)	8
2.2.4 Modal yang Diinvestasikan (<i>Invested Capital</i>)	10
2.2.5 Pengerak Nilai	14
2.2.6 Estimasi Biaya Modal	16
2.2.7 Estimasi Nilai Kelanjutan	18
2.2.8 Arus Kas Nonoperasi	19
2.2.9 Nilai Hutang	19
2.2.10 Nilai Ekuitas	19

III METODE PENELITIAN	20
3.1 Rancangan Penelitian	20
3.2 Jenis dan Sumber Data	20
3.3 Definisi Variabel Operasional	20
3.4 Metode Analisa Data	22
IV HASIL DAN PEMBAHASAN	27
4.1 Gambaran Perusahaan	27
4.2 Analisa Data	29
V KESIMPULAN DAN SARAN	46
5.1 Kesimpulan	46
5.2 Saran	47
DAFTAR PUSTAKA	



DAFTAR TABEL

Tabel 4.1	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Rasio Operasi Forecast	32
Tabel 4.2	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Rasio Pembiayaan dan Rasio Lain Serta Nilai Forecast	33
Tabel 4.3	Lembar Kerja Laporan Rugi Laba Konsolidasi Untuk PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Forecast per 31 Desember Untuk Tahun 2000 - perpetuity	34
Tabel 4.4	Lembar Kerja Neraca Konsolidasi Untuk PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Forecast per 31 Desember 2000 - Perpetuity	35
Tabel 4.5	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Forecast NOPLAT	37
Tabel 4.6	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Modal Yang Diinvestasikan Awal Tahun (Forecast)	38
Tabel 4.7	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Perhitungan ROIC (Forecast)	38
Tabel 4.8	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Perhitungan Biaya Saham Biasa	39
Tabel 4.9	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Perhitungan Biaya Rata-rata Tertimbang (WACC)	40
Tabel 4.10	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan <i>Forecast Economic Profit</i>	42
Tabel 4.11	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Perhitungan Nilai Operasi	43
Tabel 4.12	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Perhitungan Nilai Nonoperasi	44
Tabel 4.13	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Perhitungan Nilai Ekuitas	44

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Lembar Kerja Laporan Rugi Laba Untuk PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Historis per 31 Desember Untuk Tahun 1994 – 1999
- Lampiran 2 Lembar Kerja Neraca Konsolidasi Untuk PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Historis per 31 desember 1994 – 1999
- Lampiran 3 PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Rasio Operasi Historis
- Lampiran 4 PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Rasio Pembiayaan dan Rasio Lain Serta Nilai Historis
- Lampiran 5 PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan Perkiraan Pertumbuhan Penjualan yang Akan Datang

I. PENDAHULUAN

1.1 Latar belakang

Seluruh keputusan manajerial harus ditujukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan atas para pemegang andilnya (*stockholder*) (Weston dan Copeland, 1997b:180). Maksimumkan nilai perusahaan merupakan tujuan dari perusahaan (Weston dan Copeland, 1997a:10). Perlu diketahui maksimisasi nilai bermakna lebih luas daripada “ maksimumkan laba “. Pernyataan ini dapat diterima kebenarannya atas dasar beberapa alasan. Pertama, memaksimalkan nilai berarti mempertimbangkan pengaruh waktu terhadap nilai uang. Kedua, maksimumkan nilai berarti mempertimbangkan berbagai resiko terhadap arus pendapatan perusahaan. Ketiga, mutu dari arus dana yang diharapkan diterima dimasa yang akan datang mungkin beragam. Maksimalisasi nilai dibatasi oleh klaim-klaim yang sah dari pemegang andil yang berbeda-beda. Maksimisasi nilai memberikan kriteria untuk menetapkan harga pemanfaatan sumber-sumber daya seperti investasi modal dalam pabrik dan peralatan. Tanpa aturan-aturan untuk menetapkan harga dan mengalokasikan sumber-sumber daya yang terbatas pengalokasian akan bersifat *arbitrer* dan tidak efisien.

Penilaian merupakan hal yang penting dalam proses perencanaan, pengendalian, dan proses transaksional seperti *merger*, *akuisisi*, dan *emisi* saham serta nilai saham perusahaan yang sebenarnya.

Untuk penilaian perusahaan, laporan keuangan merupakan kartu angka untuk mencatat dan mengevaluasi kinerja suatu organisasi saat ini dan yang akan datang. Laporan-laporan itu sebagai dasar untuk memberikan kompensasi kepada para partisipan atau pemegang saham. Dari laporan-laporan keuangan tersebut dapat dilakukan penilaian perusahaan, mengenai nilai operasi perusahaan, nilai perusahaan, dan nilai atau harga saham perusahaan yang wajar saat ini.

Pendekatan *economic profit* merupakan salah satu pendekatan yang digunakan untuk penilaian perusahaan, meliputi nilai operasi perusahaan, nilai perusahaan, dan nilai atau harga saham perusahaan yang wajar saat ini. Nilai operasi perusahaan sama dengan banyaknya modal yang diinvestasikan ditambah

nilai sekarang keuntungan ekonomi dari nilai yang tercipta setiap tahun dimasa-masa mendatang. Nilai perusahaan sama dengan nilai operasi ditambah nilai nonoperasi. Nilai saham perusahaan sama dengan nilai perusahaan dikurangi nilai sekarang kewajiban berbeban bunga, nilai sekarang kewajiban jangka panjangnya, dan saham preferen.

Economic profit adalah semacam konsep untuk menghitung keuntungan bersih (*net income*), dimana perusahaan secara tegas dibebani biaya atas semua modalnya, tidak hanya hutang. *Economic profit* adalah ukuran yang penting karena menghubungkan hasil pengembalian atas modal yang diinvestasikan (*ROIC*) dengan biaya modal rata-rata tertimbang (*WACC*) dan modal yang diinvestasikan (*invested capital*), atau keuntungan operasi bersih atau laba operasi perusahaan setelah pajak (*NOPLAT*) dengan biaya atas semua modalnya (*capital charge*). Memfokuskan dalam salah satu ukuran *earning* atau pertumbuhan *earning* akan merusak nilai jika *return on capital rendah*, atau memfokuskan hanya pada *Return on Invested Capital (ROIC)* akan merusak nilai jika *ROIC* tinggi dalam dasar modal yang diinvestasikan rendah.

ROIC adalah alat yang lebih baik untuk memahami kinerja perusahaan daripada ukuran pengembalian lain, seperti *Return on Sales (ROS)*, *Return on Equity (ROE)*, atau *Return on Asset (ROA)*, karena *ROIC* memfokuskan pada kinerja nyata operasi perusahaan. Aspek terpenting dalam perhitungan *ROIC* adalah membatasi pembilang dan penyebut secara konsisten. Dalam kata lain, jika kita memasukkan sebuah asset dalam *invested capital*, pendapatan yang diperoleh dari penggunaan asset tersebut juga dimasukkan dalam *NOPLAT*. Perusahaan yang memfokuskan pada hasil pengembalian atas penjualan (*Return on Sales*) sama sekali menabaikan manajemen neracanya, misalnya manajemen modal kerja, karena perusahaan hanya melihat laporan rugi labanya. *Return on Equity (ROE)* mencampurkan kinerja operasi dengan struktur keuangan, membuat analisa trend tersendiri atau analisa trend kurang difokuskan. *Return on Asset (ROA)* tak selaras karena memasukkan sebuah angka yang tidak konsisten antara pembilang (laba bersih) dan penyebut (total asset), meskipun demikian ongkos

pembiayaan implisit atas kewajiban-kewajiban dimasukkan dalam beban perusahaan, karena itu mengurangi pembilang.

Ada tiga faktor yang bersama-sama bekerja untuk menciptakan nilai (Weston dan Copeland, 1997b:181) :

1. $ROIC > WACC$. Hasil pengembalian atas modal yang diinvestasikan (*Return On Invested Capital, ROIC*) harus lebih besar daripada biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost Of Capital, WACC*). Kondisi ini adalah kondisi yang benar-benar diperlukan untuk penciptaan nilai.
2. Jumlah investasi. Unit-unit usaha dengan hasil pengembalian yang tinggi tidak dapat menciptakan banyak nilai kecuali jika sejumlah besar modal dapat diinvestasikan ke dalam unit-unit tersebut.
3. Interval keunggulan kompetitif ini adalah periode waktu dimana *ROIC* diharapkan akan melebihi *WACC* sebelum persaingan menarik turun dari hasil pengembalian ketingkat ekuilibrium-ekuilibrium jangka panjang.

Berbagai kombinasi ketiga unsur ini bersama-sama menciptakan nilai. Harus benar-benar dipahami bahwa ketiganya secara fundamental bersifat memandang ke depan dan didasarkan pada arus kas masa depan atau keuntungan ekonomi yang diharapkan.

1.2 Pokok Permasalahan

PT. Aqua Golden Mississippi Tbk adalah sebuah perusahaan yang bergerak dalam industri air minum dalam kemasan yang berkedudukan di Jakarta. Selama beroperasi perusahaan tentunya banyak menemui permasalahan dan kendala dalam pengambilan keputusan yang tepat agar perusahaan dapat beroperasi pada tingkatan skala ekonomis. Keputusan-keputusan itu berakibat pada kinerja operasi perusahaan yang juga tentunya nilai perusahaan. Untuk itu diperlukan suatu analisa kinerja yang telah berjalan guna penilaian lebih lanjut kinerja yang akan datang.

Bertitik tolak dari uraian di atas dapat disusun suatu permasalahan sebagai berikut :

1. Berapakah nilai operasi perusahaan (*value of operation*) ?
2. Berapakah nilai perusahaan (*value of company*) ?

3. Berapakah nilai saham perusahaan (*equity value*) ?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Dari apa yang akan diuraikan dan dibahas dalam penulisan skripsi ini mempunyai beberapa tujuan, yaitu :

1. untuk menentukan nilai operasi perusahaan (*value of operation*),
2. untuk menentukan nilai perusahaan (*company value*),
3. untuk menentukan nilai saham (*equity value*),

1.3.2 Kegunaan Penelitian

1. Bagi peneliti dan analis

Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai dasar pertimbangan dan referensi untuk melakukan penelitian lebih lanjut. Sedangkan bagi analis penelitian ini dapat digunakan untuk memberikan sumbang saran bagi pihak manajemen dan pemegang andil dalam perusahaan.

2. Bagi manajemen perusahaan

Hasil penelitian diharapkan dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan lebih lanjut guna mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan

3. Bagi pemegang andil (*share holder*)

Dari hasil penelitian diharapkan dapat digunakan oleh para pemegang andil dalam perusahaan dalam menentukan nilai harga yang wajar yang semestinya mereka berikan pada perusahaan.

2.1 Tinjauan Hasil Penelitian Sebelumnya

Dalam bukunya (*Manajemen Keuangan*, jilid 2) J. Fred Weston dan Thomas E. Copeland melakukan penelitian atas perusahaan W.R. Grace dengan menggunakan lembar kerja untuk memperkirakan arus kas yang didiskontokan, dengan periode prakiraan eksplisit selama 10 tahun untuk memperkirakan nilai entitas perusahaan.

Dari hasil penilaian kemudian dibandingkan dengan nilai pasar sesungguhnya, diperoleh perbedaan antara harga saham berdasarkan penilaian dan harga pasar saham sesungguhnya sebesar 3,5 % atau harga pasar saham sesungguhnya lebih rendah sebesar 3,5 % dari harga saham berdasarkan penilaian.

Thomas E. Copeland bersama Tim Koller dan Jack Murrin dalam bukunya yang berjudul “ *Valuation, Measuring and Managing The Value of Companies* “, menggunakan lembar kerja untuk melakukan penilaian atas Preston Corporation dengan pendekatan arus kas bebas yang didiskontokan dan *economic profit approach* untuk memperkirakan nilai entitas dan ekuitas perusahaan.

Dari hasil penilaian dengan menggunakan kedua metode itu kemudian dibandingkan, ternyata menghasilkan nilai yang sama atas nilai entitas dan ekuitas perusahaan.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Pendekatan Keuntungan Ekonomi (*economic profit approach*)

Dalam pendekatan ini, nilai sebuah perusahaan sama dengan banyaknya modal yang diinvestasikan ditambah premium yang disamakan dengan nilai sekarang dari nilai yang tercipta setiap tahun yang akan datang. Konsep keuntungan ekonomi kembali apa yang dikatakan ekonom Alfred Marshall, “ apakah yang tersisa untuknya (pemilik atau manajer) keuntungan setelah pengurangan bunga atas modalnya pada tingkat lancarnya yang dinamakan keuntungan perusahaan atau manajemen “.

Marshal mengatakan bahwa nilai diciptakan oleh perusahaan selama beberapa periode (keuntungan ekonomi) yang harus diambil dalam perhitungan tidak hanya catatan biaya dalam catatan akuntansi tetapi juga biaya kesempatan yang dipakai perusahaan.

Keunggulan dalam *economic profit model* atas *DCF model* adalah penggunaan pengukuran untuk memahami kinerja perusahaan tiap-tiap tahun, yang mana arus kas bebas tidak. Contoh kita tidak dapat menarik kemajuan sebuah perusahaan dengan membandingkan aktual dengan prakiraan arus kas bebas, karena arus kas bebas dalam beberapa tahun ditentukan semata-mata oleh investasi dalam aktiva tetap dan modal kerja. Manajemen dapat secara mudah menunda investasi semata-mata untuk memperbaiki arus kas bebas dalam tahun yang memberikan beban jangka panjang penciptaan nilai.

Pengukuran *economic profit* dari nilai yang diciptakannya dalam sebuah perusahaan atas tiap-tiap periode ditunjukkan di bawah ini (Copeland at al, 1996:150) :

$$\begin{aligned} \text{Economic profit} &= \text{NOPLAT} - \text{Capital charge} \\ &= \text{NOPLAT} - (\text{Invested capital} \times \text{WACC}) \end{aligned}$$

Pendekatan ini menunjukkan keuntungan ekonomi itu adalah semacam konsep untuk menghitung keuntungan bersih (*net income*), tetapi dimana perusahaan secara tegas dibebani biaya atas semua modalnya, tidak hanya bunga hutang.

Economic profit approach menyatakan bahwa nilai sebuah perusahaan sama dengan jumlah modal yang diinvestasikan, ditambah *premium* atau *discount* yang sebanding dengan nilai sekarang prakiraan keuntungan ekonomi (copeland at al, 1996:150) :

$$\text{Value} = \text{Invested capital} + \text{Present value of projected economic profit}$$

secara logika ini adalah sederhana jika sebuah perusahaan memperoleh pengembalian tepat sama dengan *WACC* setiap periode, lalu nilai dari prakiraan arus kas bebas yang didiscount semestinya tepat sama dengan modal yang diinvestasikannya. Dalam lain kata, perusahaan seharga tepat sama investasi

asalnya (*originally invested*). Sebuah perusahaan lebih atau kurang berharga dari modal yang diinvestasikannya hanya pada jumlah perolehan pengembaliannya lebih atau kurang dibandingkan *WACC* nya. Jadi *premium* atau *discount rate* relatif terhadap modal yang diinvestasikannya sama dengan nilai sekarang keuntungan ekonomi (*economic profit*) perusahaan mendatang.

2.2.2 Memperkirakan Laporan Keuangan

Penyusunan laporan keuangan ke depan memerlukan banyak asumsi (seperti tingkat pertumbuhan penjualan, perilaku biaya dari sejumlah pos rekening, tingkat investasi pada modal kerja dan aktiva tetap, dll). Pengambilan keputusan ingin melihat sensitivitas laporan keuangan ke depan terhadap perubahan-perubahan asumsi dan pengaruh asumsi-asumsi tersebut terhadap laporan keuangan ke depan.

Langkah dasar dalam memprediksikan laporan keuangan adalah sebagai berikut (Halim dan Mamduh, 1996:239) :

1. Memperkirakan pendapatan penjualan dan biaya operasional periode yang akan datang.
2. Mengestimasi tingkat investasi dalam *current* dan *fixed asset* yang dibutuhkan dalam mendukung penjualan.
3. Menentukan kebutuhan seluruh pembiayaan pada periode yang akan datang.

a. Memproyeksikan penjualan

Kunci pokok dalam proses perencanaan perusahaan adalah memprakirakan penjualan ini. Prakiraan penjualan ini kemudian dipakai untuk menurunkan angka-angka dalam laporan keuangan.

Untuk memproyeksikan pertumbuhan penjualan per periode yang akan datang digunakan pendekatan rata-rata ukur sederhana (Geometrik mean, *Gm*) (Dajan, 1993a:152) :

$$Gm = \sqrt[n]{\frac{Xn}{Xo}}$$

dimana : Xo = Penjualan periode pertama pengamatan.

Xn = Penjualan periode terakhir pengamatan.

n = Jumlah periode pengamatan dikurangi satu.

b. Metode Persentase Penjualan

Metode persentase penjualan melibatkan estimasi tingkat biaya, asset, atau kewajiban untuk periode yang akan datang sebagai persentase dari prakiraan penjualan. Persentase tersebut diperoleh dari pos rekening laporan keuangan yang lalu sebagai persentase atas penjualan, dari rata-rata perhitungan beberapa tahun, dari penyesuaian atas analisa, atau dari beberapa kombinasi sumber-sumber itu (Martin at al, 1991:472).

Kita telah melihat bahwa perputaran penjualan terhadap aktiva merupakan variabel pengendalian yang penting dan mencerminkan proposisi yang secara fundamental penting dalam manajemen keuangan – bahwa volume penjualan perusahaan adalah prediktor yang baik untuk investasi yang dibutuhkan dalam aktiva. Prakiraan penjualan, oleh karena itu, merupakan langkah pertama dalam memprakirakan kebutuhan keuangan.

Metode persentase penjualan memberikan metode yang praktis untuk memprakirakan laporan keuangan. Terdapat logika dasar di balik penjualan dan perilaku setiap pos aktiva. Misalnya, untuk melakukan penjualan, sebuah perusahaan harus mempunyai investasi dalam pabrik dan peralatan untuk memproduksi barang. Persediaan barang dalam pengerjaan dan barang jadi juga diperlukan untuk melakukan penjualan. Bila penjualan telah dilakukan, biasanya terdapat selang waktu pembayaran diterima. hal ini menimbulkan piutang dagang. Perhatikan bahwa investasi dalam aktiva tetap dan persediaan mendahului penjualan, sedangkan investasi dalam piutang membelakangi penjualan. Dengan adanya fluktuasi penjualan, hubungan mendahului dan membelakangi ini menghasilkan pola yang rumit yang hanya dimengerti jika logika dasar dari hubungan itu selalu diingat. Hal lain yang harus diperhitungkan adalah apakah hubungan antara penjualan dan pos-pos neraca menunjukkan manajemen yang baik atau sedikit banyak optimum.

2.2.3 Laba Operasi Bersih Dikurangi Pajak yang Disesuaikan (*NOPLAT*)

NOPLAT merupakan laba operasi perusahaan setelah pajak, setelah penyesuaian pajak ke dalam basis kas. Angka ini penting karena digunakan dalam

perhitungan tingkat hasil pengembalian atas modal yang diinvestasikan. *NOPLAT* sama dengan *EBIT* $(1 - T)$ atau *NOI* $(1 - T)$ dalam model penilaian rumus, T merupakan tarif pajak atas *EBIT*.

Hal-hal yang perlu diperhatikan dalam perhitungan *NOPLAT*, meliputi :

a. Laba sebelum bunga dan pajak (*EBIT*)

EBIT adalah laba pra-pajak yang seharusnya diperoleh perusahaan jika tidak ada hutang. *EBIT* meliputi seluruh jenis laba “ operasi “. *EBIT* seringkali sama dengan baris “ laba operasi “ dalam perhitungan laba perusahaan. Penyusutan harus dikurangkan dalam menghitung *EBIT* tetapi *amortisasi goodwill* tidak boleh dikurangkan.

b. Pajak atas *EBIT*

Pajak atas *EBIT* menunjukkan pajak penghasilan yang dikenakan pada *EBIT*. Pajak ini adalah pajak yang akan dikenakan oleh perusahaan jika tidak ada hutang atau kelebihan surat berharga. Jumlahnya sama dengan total provisi pajak penghasilan (tahun berjalan dan yang ditangguhkan) disesuaikan dengan pajak penghasilan yang dikenakan atas beban bunga, pendapatan bunga, dan pos-pos nonoperasi.

Pajak atas *EBIT* dihitung sebagai berikut (Copeland at al, 1996:161) :

Total provisi pajak penghasilan dari perhitungan rugi laba	xx
+ Perlindungan pajak atas beban bunga	xx
- Pajak atas pendapatan bunga	xx
- Pajak atas laba nonoperasi	<u>xx</u>
= Pajak atas <i>EBIT</i>	xx

Pajak yang berhubungan dengan beban bunga, pendapatan bunga, dan pos-pos nonoperasi dihitung dengan mengalikan tarif pajak marginal dengan pos-pos tersebut. (Akan tetapi, perusahaan dengan kompensasi kerugian pajak ke depan atau perusahaan yang terkena pajak minimum alternatif mungkin mempunyai tarif marginal yang berbeda).

c. Perubahan pajak yang ditangguhkan

Untuk tujuan penilaian, pajak harus dinyatakan dengan basis kas. Provisi pajak penghasilan dalam perhitungan rugi laba biasanya tidak sama dengan

pajak sesungguhnya dibayarkan secara tunai oleh perusahaan karena adanya perbedaan antara akuntansi yang berdasarkan prinsip-prinsip yang lazim dan akuntansi untuk pajak. Penyesuaian menjadi basis kas dapat dihitung dari perubahan dalam akumulasi pajak penghasilan yang ditangguhkan pada neraca perusahaan. Kenaikan pajak yang ditangguhkan merupakan sumber kas.

2.2.4 Modal yang diinvestasikan (*invested capital*)

Modal yang diinvestasikan adalah jumlah modal kerja operasi; *net property, plant, dan equipment*; dan aset bersih lain (*net of noncurrent*, kewajiban tanpa bunga lain). *Invested capital* ditambah beberapa investasi non operasi merupakan total modal yang diinvestasikan oleh investor perusahaan, yang juga disebut total *investor fund*. Total *investor fund* juga dapat dihitung dari sisi kewajiban pada neraca sebagai jumlah atas semua ekuitas (ditambah pos *quasi-equity* seperti penangguhan pajak) dan hutang berbeban bunga. Sedangkan dari sisi kekayaan meliputi pos-pos dalam aset operasi lancar; kewajiban lancar tanpa bunga; PPE bersih; aktiva lainnya, kewajiban bersih lainnya; dan aset nonoperasi.

Hal-hal yang perlu diperhatikan dalam perhitungan *invested capital* adalah sebagai berikut :

a. Aktiva lancar operasi (*operating current asset*)

Modal kerja operasi sama dengan aktiva lancar operasi dikurangi kewajiban lancar tanpa bunga. Aktiva lancar operasi termasuk semua aktiva yang digunakan untuk operasi perusahaan, termasuk beberapa keseimbangan kas, piutang dagang, dan persediaan.

Secara istimewa tidak memasukkan kelebihan kas dan surat berharga. Kelebihan kas dan surat berharga (kita akan menggunakan "surat berharga" sebagai short hand) secara umum menggambarkan ketidak seimbangan sementara aliran kas perusahaan. Contoh, perusahaan yang kelebihan kas maka akan mengambil kebijakan mengenai bagaimana menginvestasikan atau mendistribusikannya. Kelebihan surat berharga ini secara umum tidak berhubungan secara langsung dengan operasi perusahaan.

Mempertimbangkan surat berharga sebagai nonoperasi membuat penilaian lebih mudah. Surat berharga umumnya memiliki resiko yang lebih

rendah daripada operasi perusahaan. Pertumbuhan atau penurunan surat berharga hubungannya dengan ukuran perusahaan, tingkat resiko dan biaya modal keseluruhan perusahaan akan meningkat atau menurun. Model perubahan biaya modal adalah komplek. Lebih mudah untuk mempertimbangkan nilai perusahaan sebagai jumlah aliran kas bebas operasi ditambah nilai sekarang aliran kas yang dihubungkan kelebihan surat berharga, dimana resiko masing-masing komponen relatif stabil dari waktu ke waktu.

Kelebihan surat berharga adalah kas jangka pendek dan menahan kelebihan investasi dan kelebihan target keseimbangan kas untuk mendukung operasi. Target keseimbangan dapat diestimasi dengan mengamati perubahan kas perusahaan dan keseimbangan surat berharga dari waktu ke waktu dan membandingkannya kembali dengan perusahaan yang sama. Sebagaimana aturan pokok, kita sering menimbang beberapa kas dan keseimbangan surat berharga di atas 0,5 persen sampai 2 persen kelebihan pendapatan, tergantung pada industri. Ini konsisten dengan penerapan tidak memasukkan pendapatan bunga dari perhitungan *NOPLAT*. Dengan mengeluarkan bunga dan kelebihan kas, kita dapat mendapat pemikiran yang lebih baik bagaimana modal kerja operasi berubah dari waktu ke waktu, relatif terhadap pendapatan dan bagaimana membandingkannya dengan pesaing.

Investasi dalam surat berharga jangka pendek nilai sekarang investasinya adalah nol (ini dapat juga menjadikan *NPV* investasinya negatif jika double taxation pendapatan perusahaan perusahaan dipertimbangkan). Pengembalian investasi ini hanya mengganti resikonya. Karena itu, nilai sekarang aliran kas yang dihubungkan dengan surat berharga harus sama dengan nilai pasar kelebihan surat berharga atas buku perusahaan pada waktu penilaian (Copeland at al, 1996:166). Kelebihan surat berharga ke dalam nilai perusahaan sebagai pos khusus. Tidak mengikut sertakan kelebihan surat berharga adalah penting, karena kita memandang perusahaan dengan keseimbangan kas itu adalah secara jelas tidak dibutuhkan untuk jalannya perusahaan. Tidak mengikutsertakan kelebihan kas dan surat berharga memberikan kita kejelasan pandang operasi perusahaan.

b. Kewajiban lancar tanpa bunga

Kewajiban lancar tanpa bunga, seperti *accounts payable* dan *accrued expenses* serta kewajiban tanpa bunga lainnya, dikurangkan pada perhitungan modal kerja operasi. Alasannya mengurangi kewajiban ini adalah untuk menyelesaikan secara konsisten dengan definisi *NOPLAT*. Ongkos pembiayaan implisit menggabungkan dengan kewajiban-kewajiban ini dimasukkan dalam biaya yang dikurangkan dalam perhitungan *NOPLAT*. Contoh bunga implisit perusahaan oleh kelalaian sendiri ketika membayar wesel (*bills*) untuk barang dan jasa dalam 30 hari lebih dari pembayaran dalam penyerahan dimasukkan dalam harga pokok penjualan produk. Oleh karena itu mengurangi kewajiban tanpa beban bunga dalam perhitungan modal, kita menyelesaikannya secara konsisten dengan *NOPLAT*. Alternatifnya kita dapat menambah kembali biaya pembiayaan yang digabungkan yang diperkirakan dengan kewajiban tanpa beban bunga dan tidak mengurangi kewajiban dari modal, tetapi pendekatan ini menambah semakin kompleks, tanpa menyediakan beberapa tambahan kebijakan kedalam ekonomi perusahaan.

Beberapa kewajiban lancar berbeban bunga, seperti hutang jangka pendek dan jangka panjang yang jatuh tempo, tidak dikurangkan dari *invested capital*. Sejak ongkos pembiayaan yang digabungkan (*financing cost associated*) dengan kewajiban ini secara eksplisit dikeluarkan dari perhitungan *NOPLAT*.

c. *Net property, plant dan equipment*

Net property, plant dan equipment adalah nilai buku aset tetap perusahaan.

d. Asset operasi lain, kewajiban bersih lain

Beberapa aset lain atau kewajiban tanpa berbeban bunga dihubungkan dengan operasi perusahaan, tidak memasukkan investasi khusus, juga dimasukkannya *invested capital*. Dalam memutuskan apakah sebuah pos adalah operasi atau nonoperasi, membuat keyakinan perlakuan aset konsisten dengan perlakuan beberapa pendapatan atau biaya yang dikumpulkan dalam

perhitungan *NOPLAT*. Juga, menimbang ukuran industri sehingga perhitungan *ROIC* konsisten dengan perusahaan itu sendiri.

e. Aset nonoperasi

Beberapa aset nonoperasi tidak dimasukkan dalam modal operasi yang diinvestasikan hendaknya ditambahkan ketika menghitung jumlah *investor fund*, jika tidak mereka ditangkap bertentangan dengan *equity* atau hutang (contoh, *deferred debt*).

Dari sisi kewajiban, pos-pos yang dimasukkan dalam modal operasi yang diinvestasikan adalah *ekuitas*, penangguhan pajak pendapatan, penyesuaian *ekuitas*, dan hutang berbeban bunga.

f. *Ekuitas*

Ekuitas meliputi jumlah semua *common equity account*, seperti sebagaimana pembayaran dalam modal dan laba ditahan, *other equity account*, seperti *preferred share* dan kepentingan minoritas dalam *consolidated subsidiaries* (yang mana tidak boleh diklasifikasikan sebagai *ekuitas* dalam *account* perusahaan)

g. Pajak pendapatan yang ditangguhkan

Pajak pendapatan yang ditangguhkan adalah sebuah *quasi-equity account*. Untuk tujuan penilaian diperlakukan seperti kewajiban. Untuk analisa ekonomi diperlakukan seperti *ekuitas* sampai pajak yang telah dibayarkan kepada pemerintah, termasuk dana *share holder*, dan harapan *share holder* untuk memperoleh pengembalian atas dana-dana ini. Oleh karena itu perlakuan mereka seperti *ekuitas*. Untuk konsistensi, biaya pajak pendapatan juga diubah dalam basis kas dalam perhitungan *NOPLAT*.

h. Penyesuaian saham

Penyesuaian saham adalah jumlah atas *equity account* ditambah beberapa *quasi-equity account* (seperti, penangguhan pajak).

i. Hutang berbeban bunga

Hutang berbeban bunga meliputi hutang jangka panjang, hutang jangka pendek, hutang jangka panjang yang jatuh tempo, dan *lease* yang dikapitalisasi.

2.2.5 Penggerak nilai

a. *Return on invested capital*

Hasil pengembalian atas modal yang diinvestasikan didefinisikan sebagaimana di bawah ini :

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{Invested\ Capital}$$

Invested capital umumnya diukur pada awal periode atau sebagai rata-rata awal dan akhir periode. Aspek terpenting dalam perhitungan *ROIC* adalah membatasi pembilang dan penyebut secara konsisten. Dalam kata lain, jika kita memasukkan sebuah aset dalam *invested capital*, pendapatan dalam aset hendaknya dalam *NOPLAT*.

ROIC adalah alat analisa yang lebih baik untuk memahami kinerja perusahaan daripada ukuran pengembalian lain, seperti *Return on Equity (ROE)* atau *Return on Asset (ROA)*, karena *ROIC* memfokuskan pada kinerja operasi nyata perusahaan. *Return on equity* mencampurkan kinerja operasi dengan struktur keuangan, membuat analisa group tersendiri atau analisa trend kurang difokuskan. *Return on total asset* tak selaras karena memasukkan sebuah angka yang tidak konsisten antara pembilang dan penyebut. Kewajiban tanpa beban bunga tidak dikurangkan dari penyebut, total asset. Meskipun demikian ongkos pembiayaan implisit atas kewajiban-kewajiban ini di masukkan dalam beban perusahaan, karena itu mengurangi pembilang.

Kita secara eksplisit mengeluarkan *goodwill*, kedua asset dan *amortisasi*, dari perhitungan *ROIC*. Pengukuran *ROIC* dengan mengeluarkan *goodwil* pada kinerja operasi perusahaan berguna untuk membandingkan kinerja operasi perusahaan dan menganalisa trend dari waktu ke waktu. Tidak didistorsikannya atas harga premium yang dibayarkan untuk akuisisi bangunan perusahaan. Pengukuran *ROIC* dengan mengikutsertakan *goodwill* bagaimana baiknya perusahaan telah menggunakan dana-dana investor. Khususnya, apakah pengembalian perusahaan atas biaya modalnya, mengambil pertimbangan *premium* yang telah dibayarkan untuk *akuisisi*.

Tidak biasanya perusahaan mendapatkan pengembalian yang tinggi atas dasar operasi seraya kegagalan untuk memperoleh biaya atas modalnya ketika premium akuisisi dipertimbangkan.

Dalam teknik pencatatan, agaknya cara-cara memasukkan goodwill dalam perhitungan ROIC adalah menambah goodwill pada jumlah *invested capital* sebelum amortisasi kumulatif dan tidak mengurangi dari NOPLAT dan beberapa amortisasi goodwill. Pada hakekatnya, ini kebalikan amortisasi goodwill. Alasan untuk tidak mengamortisasi goodwill dalam analisa ekonomi adalah goodwill tidak seperti aset tetap lainnya, tidak memakainya sampai lusuh sekali dan tidak diganti. Untuk aset lain, depresiasi atau amortisasi adalah dibenarkan untuk aset yang secara fisik semakin buruk dan harus diganti jika perusahaan mengharapkan untuk tetap berkembang.

b. Economic profit

Ukuran *economic profit*, nilai ekonomi yang diciptakan oleh perusahaan dalam *single year* diartikan sebagaimana di bawah ini :

$$\text{Economic profit} = \text{Invested capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

$$\text{Economic profit} = \text{NOPLAT} - \text{Capital charge}$$

dimana :

$$\text{Capital charge} = \text{Invested capital} \times \text{WACC}$$

Sebagai sebuah hal yang praktis, kita secara umum menggunakan ukuran modal yang diinvestasikan pada awal periode atau rata-rata awal dan akhir periode. Secara teknik, untuk *economic profit valuation* tepat sama dengan *DCF valuation*, kamu harus menggunakan awal *capital*. Jika menggunakan rata-rata *capital*, penyimpangan umumnya sangat kecil.

Economic profit adalah ukuran yang sangat penting karena menghubungkan besarnya ROIC ke dalam sebuah hasil tunggal. Juga sering perusahaan memfokuskan dalam salah satu ukuran (*earning*) atau ROIC. Memfokuskan dalam ukuran (katakanlah *earning* atau pertumbuhan *earning*) dapat merusak nilai jika *return on capital* juga rendah. Sebaliknya *earning*

sebuah *ROIC* tinggi dalam dasar modal rendah boleh bermaksud kehilangan kesempatan.

Sebuah pertanyaan sering timbul, apakah *invested capital* hendaknya diukur atas dasar nilai buku, nilai pasar, atau pengganti biaya. Kita menganjurkan menggunakan nilai buku, kecuali kalau nilai pasar dapat dicapai (Copeland at al, 1996:178).

2.2.6 Estimasi Biaya Modal

Disini kita hanya akan menjelaskan biaya modal yang berasal dari tiga komponen pembiayaan yang berasal dari tiga cara pembiayaan yang biasa digunakan, yaitu hutang, saham preferen, dan saham biasa, yang dijelaskan di bawah ini :

a. Biaya hutang

Biaya hutang dapat ditentukan sebagai tingkat yang seharusnya diterima dari sebuah investasi dalam derajat untuk mencapai tingkat pengembalian yang diinginkan kreditor.

Biaya hutang (obligasi) sebelum pajak dapat ditentukan melalui pendekatan (Martin at al, 1991:112) :

$$V_b = \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1 + kd)^t} + \frac{M}{(1 + kd)^n}$$

Dimana :

V_b = nilai hutang.

I_t = bunga yang dibayarkan pada tahun ke t.

Kd = tingkat pengembalian yang diharapkan investor.

M = nilai hutang pada saat jatuh tempo.

Biaya hutang sesudah pajak ditentukan berdasarkan pendekatan (Martin at al, 1991:262) :

$$Kd = kd (1 - T)$$

Dimana : T = tarif pajak marjinal.

b. Biaya saham preferen

Saham preferen adalah gabungan hutang dan saham biasa. Saham preferen membebani kewajiban tetap kepada perusahaan untuk melakukan pembayaran secara periodik. Biaya dari saham preferen dapat ditentukan melalui pendekatan (Martin at al, 1991:115) :

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

Dimana :

V_p = nilai (nilai sekarang) atas saham preferen.

D_t = deviden yang dibayarkan pada tahun ke- t .

R_p = tingkat pengembalian yang diharapkan investor.

Jika deviden yang dibayarkan untuk tiap tahun sama (konstan) maka biaya dari saham preferen dapat ditentukan melalui pendekatan (Martin at al, 1991:112) :

$$V_p = \frac{\text{annual deviden}}{\text{required rate of return}} = \frac{D}{R_p}$$

c. Biaya saham biasa

Model penilaian saham biasa untuk *multiple holding periods* dapat ditentukan sebagaimana di bawah ini (Martin at al, 1991:118) :

$$V_c = \frac{D_1}{(1 + R_c)^1} + \frac{D_2}{(1 + R_c)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + R_c)^n} + \dots + \frac{D_{\infty}}{(1 + R_c)^{\infty}}$$

dimana :

V_c = nilai (nilai sekarang) saham biasa.

D = deviden saham biasa yang dibayarkan.

R_c = tingkat pengembalian yang diinginkan.

Dari pendekatan diatas jika deviden tumbuh untuk setiap tahun pada tingkat yang konstan, g , model penilaian saham biasa dengan pertumbuhan konstan ditentukan sebagaimana di bawah ini (Martin at al, 1991:119) :

$$V_c = \frac{D_1}{R_c - g}$$

d. Biaya modal marjinal tertimbang (WACC)

Biaya modal rata-rata yang berasal dari tiga cara pembiayaan yang biasa digunakan, yaitu hutang, saham preferen, dan saham biasa, ditentukan sebagaimana pendekatan di bawah ini (Copeland at al, 1996:291) :

$$WACC = Kd(1 - T) \frac{V_b}{V} + R_p \frac{V_p}{V} + R_c \frac{V_c}{V}$$

dimana :

$$V = \text{nilai pasar atas kesatuan nilai (} V = V_b + V_p + V_c \text{)}$$

2.2.7 Estimasi nilai kelanjutan

a. *Economic profit technique*

Dengan pendekatan keuntungan ekonomi, nilai kelanjutan tidak menggambarkan nilai perusahaan setelah periode prakiraan eksplisit, melainkan menggambarkan kelebihan nilai *incremental* modal yang diinvestasikan perusahaan pada akhir periode prakiraan eksplisit. Total nilai perusahaan adalah sebagaimana di bawah ini (Copeland at al, 1996:291) :

$$\text{Value} = \begin{array}{l} \text{Invested capital at} \\ \text{Beginning of} \\ \text{Forecast} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Present value of forecasted} \\ \text{economic profit during explicit} \\ \text{forecast period} \end{array}$$

Nilai kelanjutan *economic profit* ditentukan melalui pendekatan (Copeland at al, 1996:291) :

$$Cv \text{ of economic profit} = \frac{\text{Economic profit}_{t+1}}{WACC} + \frac{(\text{NOPLAT}_{t+1}) \left(\frac{g}{\text{ROIC}} \right) (\text{ROIC} - WACC)}{WACC (WACC - g)}$$

dimana :

Economic profit = *economic profit* dalam tahun pertama setelah periode prakiraan eksplisit.

NOPLAT_{t+1} = *NOPLAT* dalam tahun pertama setelah periode prakiraan eksplisit.

- ROIC* = tingkat pengembalian yang diharapkan atas investasi bersih baru.
- WACC* = *Weighted average cost of capital*.
- g* = Tingkat pertumbuhan *NOPLAT* yang diharapkan atas investasi baru.

Pendekatan ini menyatakan *value of economic profit* setelah periode prakiraan eksplisit sama dengan *present value of economic profit* dalam tahun pertama sesudah prakiraan eksplisit dalam perpetuitas, ditambah beberapa *incremental economic profit* setelah tahun yang diciptakan oleh pertumbuhan atas pengembalian yang melebihi biaya modalnya.

2.2.8 Arus kas Nonoperasi

Arus kas nonoperasi merupakan arus kas setelah pajak yang tidak berhubungan dengan operasi perusahaan. Setiap arus kas nonoperasi harus tercermin dalam nilai perusahaan secara eksplisit sebagaimana halnya dengan aset nonoperasi.

2.2.9 Nilai Hutang

Nilai hutang perusahaan sama dengan nilai sekarang aliran kas untuk pemberi hutang. Tingkat discount menggambarkan resiko aliran kasnya. Tingkat discount hendaknya sama dengan *current market rate* dalam resiko hutang yang sama dalam waktu yang dapat diperbandingkan. Dalam kebanyakan kasus, hanya hutang yang dikeluarkan perusahaan dalam waktu penilaian yang dinilai. Hutang yang akan datang dapat diasumsikan mempunyai nilai sekarang bersih sama dengan nol, karena aliran ke dalam kas (*cash inflow*) dari hutang ini akan tepat sama dengan nilai sekarang dari pembayaran hutang yang akan datang, yang didiscount pada biaya kesempatan atas hutang.

2.2.10 Nilai ekuitas

Nilai ekuitas perusahaan sama dengan nilai operasi, dikurangi nilai hutang, dan penyesuaian untuk beberapa aset nonoperasi atau kewajiban.

III. METODE PENELITIAN

PTK UPT Perpustakaan
UNIVERSITAS JEMBER

3.1 Rancangan Penelitian

Penelitian dilakukan dengan melakukan analisa laporan keuangan perusahaan serta laporan harga saham pada waktu penilaian, yaitu berupa *annual report* (laporan keuangan perusahaan) dan laporan harga saham tahun 1994 sampai tahun 1999.

Penilaian yang dilakukan atas PT. Aqua Golden Mississippi Tbk adalah nilai *going concern* (kesinambungan usaha), yaitu nilai operasi perusahaan jika dioperasikan apa adanya oleh manajemen yang sekarang.

Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui nilai operasi perusahaan (*value of operation*), nilai perusahaan (*company Value*), dan nilai saham (*Equity value*).

3.2 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data skunder yang berasal dari laporan tahunan (*annual report*) atas laporan keuangan konsolidasi " PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan anak perusahaan " dan laporan tahunan Institut for Economic and Financial Research yang terkemas dalam " Indonesian Capital Market Directory ".

Untuk mendukung analisa ini, periode data yang digunakan dari tahun 1994 sampai tahun 1999 diperoleh dari Bursa Efek Surabaya (BES) di Surabaya.

3.3 Definisi Variabel Operasional

Penelitian dilakukan untuk menentukan nilai operasi, nilai perusahaan, dan nilai saham atas PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dengan menggunakan pendekatan *economic profit model*. Hal-hal yang perlu mendapat perhatian dalam pendekatan ini adalah :

1. memperkirakan laporan keuangan ke depan,
2. analisa *economic profit*, dan
3. estimasi nilai ekuitas.

Digital Repository Universitas Jember

Untuk menganalisa laporan keuangan yang akan datang digunakan metode persentase penjualan, variabel variabel yang digunakan adalah :

a. Penjualan

Prakiraan besarnya penjualan yang akan datang.

b. Pos rekening laporan keuangan

Yaitu pos-pos rekening dalam laporan keuangan yang berkaitan / dipengaruhi oleh besarnya penjualan.

Untuk menentukan nilai *economic profit* variabel-variabel yang diperlukan adalah sebagai berikut :

a. Laba operasi bersih dikurangi pajak yang disesuaikan (NOPLAT)

NOPLAT merupakan laba operasi perusahaan setelah pajak.

b. Modal yang diinvestasikan (invested capital)

Invested capital adalah jumlah modal kerja operasi bersih dan aset bersih lain. *invested capital* yang dimaksud adalah modal yang berkaitan dengan kegiatan operasi perusahaan.

c. Return on Invested Capital (ROIC)

ROIC merupakan ukuran tingkat hasil pengembalian atas modal yang diinvestasikan.

d. Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC)

WACC merupakan biaya tertimbang dari komponen-komponen pembiayaan yang digunakan oleh perusahaan,

Nilai Ekuitas ditentukan dengan menggunakan variabel-variabel :

a. Nilai perusahaan

Nilai perusahaan diperoleh dengan menjumlahkan nilai operasi dan nilai non operasi perusahaan.

b. Nilai kewajiban

Nilai kewajiban berupa kewajiban berbeban bunga (hutang), serta kewajiban jangka panjang lainnya, dan saham preferen.

3.4 Metode Analisa Data

3.4.1 Forecast Kinerja Mendatang

Untuk melakukan forecast kinerja mendatang selama periode prakiraan eksplisit (5 th) dan perpetuity dilakukan melalui langkah-langkah :

- a. Untuk memproyeksikan pertumbuhan penjualan per periode yang akan datang digunakan pendekatan rata-rata ukur sederhana (*Geometrik mean*, G_m) (Dajan, 1993a:152) :

$$G_m = \sqrt[n]{\frac{X_n}{X_0}}$$

dimana :

X_0 = Penjualan periode pertama pengamatan.

X_n = Penjualan periode terakhir pengamatan.

n = Jumlah periode pengamatan dikurangi satu.

- b. Analisa laporan keuangan (laporan Rugi laba dan neraca).

Untuk menganalisa laporan keuangan yang akan datang digunakan metode persentase atas penjualan, dimana pada metode ini melibatkan estimasi tingkat biaya, asset, atau kewajiban yang akan datang sebagai persentase dari prakiraan penjualan. Metode persentase penjualan menggunakan rata-rata rasio tingkat biaya, asset, dan kewajiban terhadap penjualan untuk prediksi ke tahun yang akan datang (Weston dan Copeland, 1996a:323).

- c. Analisa *NOPLAT*, melalui pendekatan (Weston dan Copeland, 1997b:203) :

$$NOPLAT = EBIT \times (1 - T)$$

atau :

$$NOPLAT = NOI \times (1 - T)$$

Dimana :

$NOPLAT$ = Laba operasi bersih dikurangi pajak yang disesuaikan.

NOI = Laba operasi bersih.

T = Tarif Pajak atas EBIT.

- d. Analisa modal yang diinvestasikan, melalui pendekatan (Copeland at al, 1997b:164) :

$$\text{Modal yang diinvestasikan} = \text{Modal kerja operasi} + \text{PPE bersih} \\ + \text{Aset bersih Lainnya}$$

Atau :

$$\text{Modal yang diinvestasikan} = \text{Ekuitas} + \text{Kuasi Ekuitas} + \text{Hutang} \\ \text{berbeban bunga} - \text{Investasi non} \\ \text{operasi..}$$

Dimana :

PPE = Property, pabrik, dan peralatan (Property, Plant, and Equipment).

- e. Analisa hasil pengembalian atas modal yang diinvestasikan (ROIC), didefinisikan sebagaimana di bawah ini (Copeland at al, 1996:169) :

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{\text{Invested Capital}}$$

3.4.2 Estimasi Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang (WACC)

Langkah-langkah yang dilakukan adalah sebagai berikut :

- a. Estimasi biaya komponen pembiayaan berdasarkan basis sesudah pajak,
1) Estimasi biaya modal yang berasal dari pinjaman (obligasi) sebelum pajak dapat ditentukan melalui pendekatan (Martin at al, 1991:112) :

$$Vb = \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1 + kd)^t} + \frac{M}{(1 + kd)^n}$$

Dimana :

Vb = nilai hutang.

I_t = bunga yang dibayarkan pada tahun ke t.

Kd = tingkat pengembalian yang diharapkan investor.

M = nilai hutang pada saat jatuh tempo.

Biaya hutang sesudah pajak ditentukan berdasarkan pendekatan (Martin at al, 1991:262) :

$$Kd = kd (1 - T)$$

Dimana : T = tarif pajak marjinal.

- 2) Estimasi biaya modal dari saham preferen, dapat ditentukan melalui pendekatan (Martin at al, 1991:115) :

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

Dimana :

- Vp = nilai (nilai sekarang) atas saham preferen.
 Dt = deviden yang dibayarkan pada tahun ke- t.
 Rp = tingkat pengembalian yang diharapkan investor.

Jika deviden yang dibayarkan untuk tiap tahun sama (konstan) maka biaya dari saham preferen dapat ditentukan melalui pendekatan (Martin at al, 1991:112)

$$Vp = \frac{\text{annual deviden}}{\text{required rate of return}} = \frac{D}{Rp}$$

- 3) Estimasi biaya modal saham biasa untuk *multiple holding periods* dapat ditentukan sebagaimana di bawah ini (Martin at al, 1991:118) :

$$Vc = \frac{D_1}{(1 + Rc)^1} + \frac{D_2}{(1 + Rc)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + Rc)^n} + \dots + \frac{D_{\infty}}{(1 + Rc)^{\infty}}$$

dimana :

- Vc = nilai (nilai sekarang) saham biasa.
 D = deviden saham biasa yang dibayarkan.
 Rc = tingkat pengembalian yang diinginkan.

Model penilaian saham biasa dengan pertumbuhan konstan (g) ditentukan sebagaimana di bawah ini (Martin at al, 1991:119) :

$$V_c = \frac{D_1}{R_c - g}$$

b. Menentukan besarnya biaya rata-rata modal tertimbang (WACC), dengan pendekatan (Copeland at al, 1996:248) :

$$WACC = K_d(1 - T) \frac{V_b}{V} + R_p \frac{V_p}{V} + R_c \frac{V_c}{V}$$

dimana :

V = nilai pasar atas kesatuan nilai ($V = V_b + V_p + V_c$)

3.4.3 Estimasi Nilai *Economic Profit*

a. Analisa *economic profit*, melalui pendekatan (Copeland at al, 1996:150) :

Economic Profit = Modal yang diinvestasikan x ($ROIC - WACC$)

atau :

Economic Profit = NOPLAT – Ongkos modal

Dimana :

Ongkos modal = Modal yang diinvestasikan x $WACC$

b. Nilai kelanjutan *economic profit* ditentukan melalui pendekatan (Copeland at al, 1996:291) :

$$Cv \text{ of } economic \text{ profit} = \frac{Economic \ profit_{t+1}}{WACC} + \frac{(NOPLAT_{t+1}) \left(\frac{g}{ROIC} \right) (ROIC - WACC)}{WACC (WACC - g)}$$

dimana :

Economic profit = economic profit dalam tahun pertama setelah periode prakiraan eksplisit.

$NOPLAT_{t+1}$ = $NOPLAT$ dalam tahun pertama setelah periode **perkiraan eksplisit**.

$ROIC$ = tingkat pengembalian yang diharapkan atas investasi bersih baru.

g = Tingkat pertumbuhan *NOPLAT* yang diharapkan atas investasi baru.

3.4.4 Estimasi nilai ekuitas

Langkah – langkah :

- a. Estimasi nilai operasi (*value of operation*), yang merupakan jumlah modal yang diinvestasikan, ditambah nilai sekarang prakiraan keuntungan ekonomi, sebagaimana dinyatakan di bawah ini :

$$Value\ of\ Operation = Invested\ Capital + \sum_{t=1}^n \frac{Economic\ profit_t}{(1+WACC)^t}$$

- b. Estimasi nilai sekarang atas nilai nonoperasi.

- c. Estimasi nilai entitas (*company value*) :

$$Nilai\ entitas = Value\ of\ Operation + PV\ Nilai\ Nonoperasi$$

- d. Estimasi nilai ekuitas

$$= nilai\ entitas - nilai\ sekarang\ kewajiban\ berbeban\ bunga + \\ Kewajiban\ jangka\ panjang\ tak\ berbeban\ bunga \\ +\ saham\ Preferen.$$

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Perusahaan

PT. Aqua Golden Mississippi Tbk (perusahaan) didirikan dalam rangka Undang-undang Penanaman Modal Dalam Negeri. Ruang lingkup kegiatan usaha perusahaan adalah industri air minum dalam kemasan. Perusahaan berkedudukan di Jakarta dan pabriknya berlokasi di Bekasi, Citeureup, dan Mekarsari. Anak perusahaan (IBIC Sendirian Berhad) berkedudukan di Brunei Darussalam dalam bidang yang sejenis dengan perusahaan.

Dalam kegiatan usaha normal, perusahaan melakukan transaksi usaha dengan pihak-pihak yang mempunyai hubungan istimewa terutama yang berhubungan dengan transaksi penjualan dan pembelian air minum dalam kemasan termasuk uang jaminan botol dan krat, pembelian botol dan sebagian bahan kemasan yang dilaksanakan pada tingkat harga dan prasyarat yang normal. Saldo transaksi penjualan disajikan sebagai bagian dari piutang usaha, sedangkan saldo transaksi pembelian disajikan sebagai bagian dari hutang usaha pada neraca konsolidasi. Pihak-pihak yang mempunyai hubungan istimewa berada dalam satu pengendalian oleh pemegang saham yang sama dan / atau mempunyai dewan direksi atau komisaris yang sama dengan perusahaan. Adapun pihak-pihak yang mempunyai hubungan istimewa dengan perusahaan adalah sebagai berikut :

1. PT. Tirta Graha Parama,
2. PT. Varia Industri Tirta,
3. PT. Tirta Subyakindo,
4. PT. Tirta Investama,
5. PT. Tirtababakan Pari,
6. PT. Wirabuana Intern,
7. PT. Tirta Darmaga Pasanggrahan,
8. PT. Tirtasulut Klabatindo,
9. PT. Tirta Jayamas Unggul,
10. PT. Tirta Menara Nusa,

11. PT. Tirta Dewata Semesta,
12. PT. Tirta Mangli,
13. PT. Windu Inti Expo,
14. PT. Wirabuana Agung,
15. PT. Tiyatama Tirta Indah,
16. PT. Tirta Cisantana,
17. PT. Tirta Sarana Mutiara.

Dengan pihak-pihak yang mempunyai hubungan istimewa perusahaan mengadakan perjanjian jasa manajemen, jasa bantuan teknik, dan pemakaian merk dagang. Jasa manajemen berkaitan dengan masalah ketenagakerjaan, pelatihan dan penerimaan karyawan, keamanan, hukum, dan perijinan. Jasa bantuan teknik berupa standar produk, metode produksi, metode pengendalian mutu penyimpanan, spesifikasi peralatan yang dipergunakan dan informasi lain yang diperlukan dengan memberikan pendidikan dan latihan agar dapat memproduksi air minum dalam kemasan merk "AQUA" yang sesuai dengan standar yang ditentukan perusahaan. Pemakaian merk dagang berupa pemberian lisensi merk dagang. Dari kegiatan ini perusahaan memperoleh penghasilan jasa bantuan teknik, jasa manajemen, dan *royalty*. Perusahaan juga mengadakan perjanjian sewa, perusahaan sebagai pihak yang menyewakan, mengadakan perjanjian sewa mesin pembuat botol plastik. Dari kegiatan ini perusahaan memperoleh penghasilan sewa. Penghasilan dari kegiatan-kegiatan ini dimasukkan sebagai penghasilan di luar usaha (penghasilan nonoperasi)

Dalam menghadapi dampak memburuknya kondisi ekonomi, perusahaan telah mengambil tindakan sebagai berikut :

- a. Meningkatkan produksi dan penjualan produk dengan margin laba yang tinggi,
- b. Memperluas pangsa pasar dalam negeri,
- c. Meningkatkan penjualan ekspor,
- d. Menggiatkan usaha-usaha pemasaran.

Sampai sekarang jumlah saham yang listed di bursa efek sebanyak 13.162.473 lembar saham dengan nilai nominal sebesar Rp 1000,00.

4.2 Analisa Data

4.2.1 Forecast Kinerja Mendatang

Langkah awal dalam forecast kinerja mendatang adalah memproyeksikan besarnya penjualan. Proyeksi penjualan ini kemudian dipakai sebagai dasar dalam menentukan kebutuhan-kebutuhan keuangan, input utama dalam membuat proyeksi laporan keuangan perusahaan. Untuk mengetahui besarnya penjualan pada periode yang akan datang digunakan pendekatan rata-rata ukur sederhana (*Geometrik mean, Gm*). Sebagaimana terlihat pada lampiran 5 besarnya penjualan untuk tahun 2000 sebesar Rp 525.198.316.280,00, tahun 2001 sebesar Rp 671.466.047.364,00, tahun 2002 sebesar Rp 858.469.341.555,00, tahun 2003 Rp 1.097.553.053.178,00, tahun 2004 Rp 1.403.221.578.488,00, dan Penjualan *perpetuity* (setelah periode perkiraan eksplisit) Rp 1.794.018.788.097,00 serta mengalami pertumbuhan yang sama untuk tahun-tahun berikutnya sebagaimana terlihat pada tabel 4.1, yaitu sebesar 27,85 %. Besarnya penjualan ini juga dapat dilihat pada laporan rugi laba perusahaan (tabel 4.3).

Untuk memproyeksikan laporan keuangan yang akan datang digunakan pendekatan persentase atas penjualan, dimana pada metode ini melibatkan estimasi tingkat biaya, asset, dan kewajiban yang akan datang sebagai persentase atas proyeksi penjualan. Persentase tersebut diperoleh dari pos rekening laporan keuangan yang lalu sebagai persentase atas penjualan, dari rata-rata perhitungan beberapa tahun (Martin at al, 1991:472). Angka-angka dalam pos-pos laporan keuangan itu merupakan hasil perkalian persentase atas penjualan setiap pos saat itu dengan penjualan saat itu juga.

Untuk membuat laporan keuangan, laporan rugi laba dan neraca, yang akan datang, tabel 4.1 dan 4.2 digunakan sebagai pendukung untuk menentukan angka-angka dalam pos-pos laporan keuangan tersebut. Pada tabel 4.1, rasio operasi forecast, terdapat rasio operasi, modal kerja per penjualan (persentase pos-

pos yang berhubungan dengan modal kerja terhadap penjualan), dan *PPE (Property, Plant, and Equipment)*. Rasio operasi menyajikan pos-pos yang berhubungan dengan operasi perusahaan, yaitu persentase pertumbuhan penjualan dan persentase pos-pos operasi terhadap penjualan. Angka-angka ini nantinya digunakan dalam membuat laporan rugi laba, yaitu dengan mengalikan angka-angka tersebut dengan besarnya penjualan saat itu. Angka-angka dalam modal kerja per penjualan digunakan untuk menentukan besarnya pos-pos yang berhubungan dengan modal kerja dalam neraca, yaitu dengan mengalikan angka-angka persentase pos-pos tersebut dengan penjualan saat itu. *PPE (Property, Plant, And Equipment)* adalah nilai buku asset tetap perusahaan. Angka-angka dalam *PPE* digunakan dalam menentukan besarnya *PPE* kotor sebagai persentase terhadap penjualan saat itu dan penyusutan sebagai persentase terhadap *PPE* kotor saat itu dalam proyeksi laporan neraca yang akan datang.

Angka-angka dalam tabel 4.2, rasio pembiayaan dan rasio lain serta nilai forecast, meliputi perhitungan pajak, besarnya beban masing masing pembiayaan, *minority interest*, rasio lain, serta nilai lain. *Minority interest* (kepentingan minoritas) merupakan pihak ketiga yang memiliki persentase tertentu atas salah satu dari anak perusahaan yang dikonsolidasikan (IBIC Sendirian Berhad). Perhitungan pajak meliputi tarif pajak atas *EBIT* dan perhitungan pajak penghasilan. Tarif pajak *EBIT* didasarkan pada perhitungan pajak atas *EBIT* pada perhitungan *NOPLAT* (tabel 4.5) dan perhitungan pajak penghasilan berdasarkan laba sebelum pajak penghasilan pada laporan rugi laba (tabel 4.3), dihitung berdasarkan tarif *progresif* pajak penghasilan yang berlaku untuk badan usaha. Hasilnya yang berupa total pajak penghasilan dimasukkan kembali dalam laporan rugi laba pada tahun yang berkaitan. Besarnya beban masing-masing pembiayaan diasumsikan sama dengan besarnya beban masing-masing pembiayaan tahun sebelumnya (lampiran 4). Pada bagian pembiayaan terdapat pos baru yaitu suku bunga hutang jangka panjang baru, diproyeksikan sama dengan suku bunga hutang jangka panjang sebesar 16,07 %. *Minority interest* untuk kepemilikan minoritas atas laba perusahaan merupakan rata-rata kepemilikan minoritas atas laba perusahaan historis (lampiran 4). Rasio lain terdapat pertumbuhan laba

nonoperasi, aktiva lain-lain per penjualan, dan pertumbuhan *NOPLAT*. Pertumbuhan laba nonoperasi diasumsikan sebesar nol, tidak mengalami pertumbuhan, karena didasarkan kesulitan untuk memproyeksikan besarnya laba nonoperasi yang akan datang. Pada periode kelanjutan (*perpetuity*) besarnya laba nonoperasi diproyeksikan sama dengan nol, karena pada periode kelanjutan perusahaan akan lebih berkonsentrasi pada kegiatan operasinya. Nilai aktiva lain-lain per penjualan merupakan rata-rata nilai aktiva lain-lain per penjualan historis. Pertumbuhan *NOPLAT* berdasarkan tabel 4.5, yaitu *NOPLAT* tahun itu dikurangi *NOPLAT* tahun sebelumnya dibagi *NOPLAT* tahun sebelumnya dikalikan 100 %. Nilai lain meliputi *amortisasi* harga perolehan atas aktiva bersih anak perusahaan sebesar Rp 24.652.500,00 untuk setiap tahunnya. Kepentingan minoritas besarnya sama untuk setiap tahunnya, sama dengan tahun sebelumnya (historis), hal ini dikarenakan tidak ada tambahan ataupun pengurangan oleh pihak ketiga yang memiliki persentase tertentu atas salah satu anak perusahaan yang dikonsolidasikan. Hutang jangka pendek diproyeksikan sebesar nol, karena pada periode perkiraan tidak ada tambahan hutang jangka pendek. Hutang pemegang saham merupakan hutang jangka panjang yang tidak ditentukan jangka waktu pembayarannya, perusahaan hanya mempunyai kewajiban untuk membayar bunga setiap tahunnya, maka dari itu besarnya diproyeksikan tidak mengalami perubahan. Besarnya hutang jangka panjang dan hutang jangka panjang baru didasarkan pada apa yang tercantum dalam laporan neraca perusahaan tahun yang bersangkutan (tabel 4.4). Hutang jangka panjang baru digunakan sebagai penyumbang dalam memproyeksikan laporan keuangan neraca pada bagian kewajiban, bagian ini membesar karena perusahaan tidak cukup memperoleh arus kas untuk bisa berswadana (membiayai sendiri). Karena hutang merupakan arus pembiayaan setiap kenaikan tidak berpengaruh pada biaya modal rata-rata tertimbang (*WACC*) (Weston dan Copeland, 1996b:216). Laba nonoperasi sama dengan laba nonoperasi $(1 - T)$, dimana T merupakan tarif pajak marginal perusahaan.

Tabel 4.1 sampai 4.4 disajikan di halaman berikut :

Tabel 4.1 PT. Aqua Golden Mississippi Tbk. dan Anak Perusahaan
Rasio Operasi Forecast

	2000	2001	2002	2003	2004	Perpetuity
Ratio Operasi						
Pertumbuhan Penjualan	27.85%	27.85%	27.85%	27.85%	27.85%	27.85%
Beban pokok penjualan / Penjualan	84.88%	84.88%	84.88%	84.88%	84.88%	84.88%
Beban Penj., Umum & Adm. / Penjualan	8.16%	8.16%	8.16%	8.16%	8.16%	8.16%
Penyusutan / Penjualan	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%
Margin Operasi	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
Sal Kerja / Penjualan	1.43%	1.43%	1.43%	1.43%	1.43%	1.43%
Biaya Operasi	22.31%	22.31%	22.31%	22.31%	22.31%	22.31%
Utang Usaha	3.69%	3.69%	3.69%	3.69%	3.69%	3.69%
Utang Afiliasi	1.63%	1.63%	1.63%	1.63%	1.63%	1.63%
Persediaan	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%
Biaya Dibayar di Muka	7.77%	7.77%	7.77%	7.77%	7.77%	7.77%
Pewajiban Lancar Lainnya	15.87%	15.87%	15.87%	15.87%	15.87%	15.87%
Utang Usaha	49.98%	49.98%	49.98%	49.98%	49.98%	49.98%
PE Kotor / Penjualan	52.98%	52.98%	52.98%	52.98%	52.98%	52.98%
Penyusutan / PPE kotor						
Referensi : Lampiran 3 & 5						

4.2 PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan
Rasio Pembiayaan dan Rasio Lain Serta Nilai Forecast

	2000	2001	2002	2003	2004	Perpetuity
Surplus Pajak EBIT	29.95%	29.95%	29.96%	29.97%	29.97%	29.98%
Surplus - Rp 50.000.000 (10%)	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000
Surplus - Rp 100.000.000 (15%)	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000
Surplus - Rp 100.000.000 (30%)	10,432,737,967	10,625,964,738	12,833,237,710	15,586,881,065	19,032,960,875	21,595,741,605
Surplus Pajak Penghasilan	10,445,237,967	10,638,464,738	12,845,737,710	15,599,381,065	19,045,460,875	21,608,241,605
Surplus Pajak Marginal	29.95%	29.95%	29.96%	29.97%	29.97%	29.98%
Biaya :						
Bunga Investasi Jangka Pendek	8.94%	8.94%	8.94%	8.94%	8.94%	8.94%
Bunga Hutang Jangka Pendek	16.07%	16.07%	16.07%	16.07%	16.07%	16.07%
Bunga Hutang Jangka Panjang (Ba	16.07%	16.07%	16.07%	16.07%	16.07%	16.07%
Bunga Hutang Jangka Panjang Bar	16.07%	16.07%	16.07%	16.07%	16.07%	16.07%
Bunga Hutang Sewa Usaha	8.10%	8.10%	8.10%	8.10%	8.10%	8.10%
Bunga Hutang Pemegang Saham	26.08%	26.08%	26.08%	26.08%	26.08%	26.08%
Bunga Pembayaran Dividen	18.81%	18.81%	18.81%	18.81%	18.81%	18.81%
Pertumbuhan Deviden	13.68%	1.85%	20.70%	21.39%	22.06%	0.00%
Debt Interest :						
Debt Interest / Income after tax	2.32%	2.32%	2.32%	2.32%	2.32%	2.32%
Lain :						
Pertumbuhan Laba Nonoperasi	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Pertumbuhan Lain-lain / Penjualan	0.86%	0.86%	0.86%	0.86%	0.86%	0.86%
Pertumbuhan NOPLAT	27.85%	27.85%	27.83%	27.84%	27.84%	27.84%
Biaya Lain :						
Biaya Perolehan Atas Aktiva						
Biaya Anak Perusahaan	24,652,500	24,652,500	24,652,500	24,652,500	24,652,500	24,652,500
Biaya Minoritas	3,181,656,432	3,181,656,432	3,181,656,432	3,181,656,432	3,181,656,432	3,181,656,432
Biaya Jangka Pendek	0	0	0	0	0	0
Biaya Pemegang Saham	13,500,000,000	13,500,000,000	13,500,000,000	13,500,000,000	13,500,000,000	13,500,000,000
Biaya Jangka Panjang	-	35,446,937,963	35,446,937,963	35,446,937,963	35,446,937,963	35,446,937,963
Biaya Jangka Panjang Baru	44,308,672,454	32,897,957,759	65,046,131,442	107,691,923,720	163,896,695,747	239,748,413,382
Biaya Nonoperasi Setelah Pajak	4,114,133,317	4,114,079,878	4,113,583,352	4,113,160,692	4,112,803,774	0

Referensi : Lampiran 4, tabel 4.3, 4.4, & 4.5

Lembar Kerja Laporan Rugi Laba Konsolidasi Untuk PT Aqua Golden Mississippi Tbk. dan Anak Perusahaan Forecast Per 31 Desember Untuk Tahun 2001 - Perpetuity

	2000	2001	2002	2003	2004	Perpetuity
Perhitungan Rugi Laba						
Penjualan Bersih	525,198,316,280	671,466,047,364	858,469,341,555	1,097,553,053,178	1,403,221,578,488	1,794,018,788,097
Biaya Pokok Penjualan	(445,788,330,859)	(569,940,381,003)	(728,668,777,112)	(931,603,031,537)	(1,191,054,475,821)	(1,522,763,147,337)
Biaya Penjualan, Umum dan Administrasi	(42,856,182,608)	(54,791,629,465)	(70,051,098,271)	(89,560,329,139)	(114,502,880,805)	(146,391,933,109)
Biaya Penyusutan	(5,041,903,836)	(6,446,074,055)	(8,241,305,679)	(10,536,509,311)	(13,470,927,153)	(17,222,580,366)
Biaya Operasi	31,511,898,977	40,287,962,842	51,508,160,493	65,853,183,191	84,193,294,709	107,641,127,286
Biaya Non Operasi :						
Penghasilan sewa	1,180,750,000	1,180,750,000	1,180,750,000	1,180,750,000	1,180,750,000	0
Pengh. Jasa bantuan Teknis manaj. & Royalty	2,950,949,016	2,950,949,016	2,950,949,016	2,950,949,016	2,950,949,016	0
Labanya (rugi) penjualan aktiva tetap-bersih	39,566,624	39,566,624	39,566,624	39,566,624	39,566,624	0
lain-lain bersih	1,701,857,641	1,701,857,641	1,701,857,641	1,701,857,641	1,701,857,641	0
Pendapatan Bunga :						
Piutang Afiliasi	0	0	0	0	0	0
Investasi jangka pendek	1,045,862,292	0	0	0	0	0
lain-lain	0	0	0	0	0	0
Bunga :						
Hutang Pemegang Saham	(3,520,800,000)	(3,520,800,000)	(3,520,800,000)	(3,520,800,000)	(3,520,800,000)	(3,520,800,000)
Hutang Jangka Pendek	0	0	0	0	0	0
Hutang Jangka Panjang (Bank)	0	0	(5,696,322,931)	(5,696,322,931)	(5,696,322,931)	(5,696,322,931)
Hutang Jangka Panjang Baru	0	(7,120,403,663)	(5,286,701,812)	(10,452,913,323)	(17,306,092,142)	(26,338,199,007)
Hutang Sewa Guna Usaha	(34,291,327)	0	0	0	0	0
sebelum Rugi Selisih Kurs Luar Biasa	34,875,793,223	35,519,882,460	42,877,459,032	52,056,270,218	63,543,202,918	72,085,805,349
Selisih Kurs Luar Biasa	0	0	0	0	0	0
Sebelum Pajak Penghasilan	34,875,793,223	35,519,882,460	42,877,459,032	52,056,270,218	63,543,202,918	72,085,805,349
Pajak Penghasilan	10,445,237,967	10,638,464,738	12,845,737,710	15,599,381,065	19,045,460,875	21,608,241,605
sebelum Pemilikan Minoritas	24,430,555,256	24,881,417,722	30,031,721,322	36,456,889,153	44,497,742,042	50,477,563,744
Pajak Pemilikan Minoritas	(566,788,882)	(577,248,891)	(696,735,935)	(845,799,828)	(1,032,347,615)	(1,171,079,479)
Bersih	23,863,766,374	24,304,168,831	29,334,985,388	35,611,089,324	43,465,394,427	49,306,484,265
Saldo Awal Laba Ditahan Konsolidasi						
Awal Laba Ditahan	55,260,920,058	74,635,911,977	94,368,466,651	118,185,541,287	147,098,184,710	182,387,738,445
Bersih	23,863,766,374	24,304,168,831	29,334,985,388	35,611,089,324	43,465,394,427	49,306,484,265
Bersih	0	0	0	0	0	0
Bersih	(4,488,774,455)	(4,571,614,157)	(5,517,910,751)	(6,698,445,902)	(8,175,840,692)	(8,175,840,692)
Bersih	74,635,911,977	94,368,466,651	118,185,541,287	147,098,184,710	182,387,738,445	223,518,382,018

Referensi : Lampiran 1, 2, tabel 4.1, 4.2, & 4.3

4.4 Lembar Kerja Neraca Konsolidasi Untuk PT. Aqua Golden Mississippi Tbk. dan Anak Perusahaan (Forecast)
Per 31 Desember Untuk Tahun 2001 - Perpetuity

	2000	2001	2002	2003	2004	Perpetuity
Perusahaan	7,510,335,923	9,601,964,477	12,276,111,584	15,695,008,660	20,066,068,572	25,654,468,670
Perusahaan Jangka Pendek	0	0	0	0	0	0
Perusahaan Sahaja	117,171,744,362	149,804,075,167	191,524,510,101	244,864,086,164	313,058,734,161	400,245,591,624
Perusahaan Afiliasi	19,379,817,871	24,777,097,148	31,677,518,703	40,499,707,662	51,778,876,246	66,199,293,281
Perusahaan Afiliasi	8,560,732,555	10,944,896,572	13,993,050,267	17,890,114,767	22,872,511,729	29,242,506,246
Dibayar Dimuka	840,317,306	1,074,345,676	1,373,550,946	1,756,084,885	2,245,154,526	2,870,430,061
Perusahaan Aktiva Lancar	153,462,948,017	196,202,379,040	250,844,741,602	320,705,002,139	410,021,345,234	524,212,289,882
Perusahaan Aktiva	262,494,118,477	335,598,730,473	429,062,976,909	548,557,015,978	701,330,144,928	896,650,590,291
Perusahaan Aktiva	(139,069,383,969)	(177,800,207,404)	(227,317,565,166)	(290,825,507,065)	(371,564,710,783)	(475,045,482,736)
Perusahaan Aktiva	123,424,734,508	157,798,523,068	201,745,411,743	257,931,508,913	329,765,434,145	421,605,107,555
Perusahaan Aktiva	4,516,705,520	5,774,608,007	7,382,836,337	9,438,956,257	12,067,705,575	15,428,561,578
Perusahaan Aktiva	271,177,500	246,525,000	221,872,500	197,220,000	172,567,500	147,915,000
Perusahaan Aktiva	0	0	0	0	0	0
Perusahaan Aktiva	281,675,565,545	360,022,035,115	460,194,862,182	588,272,687,309	752,027,052,455	961,393,874,014
Perusahaan Aktiva	0	0	0	0	0	0
Perusahaan Aktiva	83,348,972,794	106,561,661,717	136,239,084,505	174,181,669,539	222,691,264,506	284,710,781,671
Perusahaan Aktiva	40,807,909,175	52,172,911,880	66,703,067,839	85,279,872,232	109,030,316,649	139,395,259,835
Perusahaan Aktiva	124,156,881,969	158,734,573,597	202,942,152,344	259,461,541,771	331,721,581,155	424,106,041,506
Perusahaan Aktiva	13,500,000,000	13,500,000,000	13,500,000,000	13,500,000,000	13,500,000,000	13,500,000,000
Perusahaan Aktiva	0	35,446,937,963	35,446,937,963	35,446,937,963	35,446,937,963	35,446,937,963
Perusahaan Aktiva	44,308,672,454	32,897,957,759	65,046,131,442	107,691,923,720	163,896,695,747	239,748,413,382
Perusahaan Aktiva	3,181,656,432	3,181,656,432	3,181,656,432	3,181,656,432	3,181,656,432	3,181,656,432
Perusahaan Aktiva	13,162,473,000	13,162,473,000	13,162,473,000	13,162,473,000	13,162,473,000	13,162,473,000
Perusahaan Aktiva	8,624,230,550	8,624,230,551	8,624,230,552	8,624,230,550	8,624,230,550	8,624,230,550
Perusahaan Aktiva	105,739,163	105,739,163	105,739,163	105,739,163	105,739,163	105,739,163
Perusahaan Aktiva	74,635,911,977	94,368,466,651	118,185,541,287	147,098,184,710	182,387,738,445	223,518,382,018
Perusahaan Aktiva	0	0	0	0	0	0
Perusahaan Aktiva	96,528,354,690	116,260,909,365	140,077,984,002	168,990,627,423	204,280,181,158	245,410,824,731
Perusahaan Aktiva	281,675,565,545	360,022,035,115	460,194,862,182	588,272,687,309	752,027,052,455	961,393,874,014

er : Lampiran 2, tabel 4.1, 4.2, & 4.3

Digital Repository Universitas Jember

Setelah proyeksi laporan keuangan, dilakukan perhitungan NOPLAT (tabel 4.5), modal yang diinvestasikan awal tahun (tabel 4.6) dan perhitungan ROIC (tabel 4.7).

NOPLAT merupakan laba operasi perusahaan setelah penyesuaian pajak ke dalam basis kas. NOPLAT sama dengan EBIT dikurangi pajak atas EBIT. Pajak atas EBIT sama dengan total provisi pajak (pajak penghasilan) perusahaan, ditambah perlindungan pajak atas beban bunga (beban bunga kali tarif pajak marjinal), dikurangi pajak atas pendapatan bunga (pendapatan bunga kali tarif pajak marjinal), dan pajak atas laba nonoperasi (laba nonoperasi kali tarif pajak marjinal).

Modal yang diinvestasikan awal tahun sama dengan posisi awal tahun modal kerja operasi ditambah *PPE* bersih ditambah asset bersih lainnya. Modal yang diinvestasikan awal tahun juga dapat dicari dengan cara menjumlahkan total hutang, kepentingan minoritas, dan total ekuitas, kemudian dikurangi dengan investasi jangka pendek. Dengan adanya peningkatan pertumbuhan penjualan modal yang diinvestasikan dari tahun ketahun menunjukkan adanya peningkatan.

NOPLAT dan modal yang diinvestasikan awal tahun digunakan sebagai dasar dalam perhitungan *ROIC*, dimana *ROIC* sama dengan *NOPLAT* dibagi Modal yang diinvestasikan awal tahun (Copeland at al, 1996:169).

Perhitungan *NOPLAT* (tabel 4.5), modal yang diinvestasikan awal tahun (tabel 4.6), dan perhitungan *ROIC* (tabel 4.7) ditunjukkan pada halaman berikut :

4.5 PT. Aqua Golden Mississippi Tbk. dan Anak Perusahaan
Forecast NOPLAT

Tahun	2000	2001	2002	2003	2004	Perpetuity
Atas EBIT	31,511,898,977	40,287,962,842	51,508,160,493	65,853,183,191	84,193,294,709	107,641,127,286
NOPLAT	(9,437,757,630)	(12,066,539,706)	(15,431,425,615)	(19,733,816,784)	(25,234,801,312)	(32,266,206,554)
	22,074,141,347	28,221,423,136	36,076,734,879	46,119,366,406	58,958,493,397	75,374,920,732
Atas EBIT :						
Provisi Pajak	10,445,237,967	10,638,464,738	12,845,737,710	15,599,381,065	19,045,460,875	21,608,241,605
dungan Pajak Atas Beban Bunga	1,064,743,522	3,187,118,372	4,345,227,834	5,894,398,308	7,949,659,944	10,657,964,949
Atas Pendapatan Bunga	(313233894)	0	0	0	0	0
Atas Laba Nonoperasi	(1758989964)	(1759043403)	(1759539929)	(1759962589)	(1760319507)	0
Atas EBIT	9,437,757,630	12,066,539,706	15,431,425,615	19,733,816,784	25,234,801,312	32,266,206,554
Pajak Atas EBIT	31,511,898,977	40,287,962,842	51,508,160,493	65,853,183,191	84,193,294,709	107,641,127,286
	29.95%	29.95%	29.96%	29.97%	29.97%	29.98%

er : Tabel 4.1 & 4.3

4.6 PT. Aqua Golden Mississippi Tbk. dan Anak Perusahaan
Modal yang Diinvestasikan Awal Tahun (Forecast)

Tahun	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Perpetuity
Operasi Lancar	122,491,884,553	153,462,948,017	196,202,379,040	250,844,741,602	320,705,002,139	410,021,345,234	524,242,289
Anak Perusahaan	(110,532,879,726)	(124,156,881,969)	(158,734,573,597)	(202,942,152,344)	(259,461,541,771)	(331,721,581,155)	(424,106,041)
Utang	11,959,004,827	29,306,066,048	37,467,805,443	47,902,589,259	61,243,460,367	78,299,764,080	100,106,248
Minoritas	74,225,064,919	123,424,734,508	157,798,523,068	201,745,411,743	257,931,508,913	329,765,434,145	421,605,107
Lain-lain	748,500,532	4,516,705,520	5,774,608,007	7,382,836,337	9,438,956,257	12,067,705,575	15,428,561
Lebih Harga Perolehan atas Aktiva	295,830,000	271,177,500	246,525,000	221,872,500	197,220,000	172,567,500	147,915
Anak Perusahaan yang Diinvestasikan	87,228,400,278	157,518,683,576	201,287,461,518	257,252,709,839	328,811,145,538	420,305,471,300	537,287,832
Utang	13,923,349,710	57,808,672,454	81,844,895,722	113,993,069,405	156,638,861,683	212,843,633,710	288,695,351
Minoritas	3,181,656,432	3,181,656,432	3,181,656,432	3,181,656,432	3,181,656,432	3,181,656,432	3,181,656
Lain-lain	81,822,077,491	96,528,354,690	116,260,909,365	140,077,984,002	168,990,627,423	204,280,181,158	245,410,824
Peringkat :	(11,698,683,355)	0	0	0	0	0	0
Modal yang Diinvestasikan	87,228,400,278	157,518,683,576	201,287,461,518	257,252,709,839	328,811,145,538	420,305,471,300	537,287,832

r : Tabel 4.4

4.7 PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan
Perhitungan ROIC (Forecast)

Tahun	2000	2001	2002	2003	2004	Perp.
NET	22,074,141,347	28,221,423,136	36,076,734,879	46,119,366,406	58,958,493,397	75,374,920,732
NET CAPITAL (awal tahun)	87,228,400,278	157,518,683,576	201,287,461,518	257,252,709,839	328,811,145,538	420,305,471,300
	25.31%	17.92%	17.92%	17.93%	17.93%	17.93%

r : Tabel 4.5 & 4.6

4.2.2 Estimasi Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (*WACC*)

Untuk mengetahui besarnya biaya modal rata-rata tertimbang, terlebih dahulu harus diketahui biaya dari masing-masing komponen pembiayaan perusahaan. Komponen-komponen pembiayaan pada PT Aqua Golden Mississippi Tbk. meliputi, hutang sewa guna usaha, hutang pemegang saham, dan saham biasa.

Perhitungan biaya saham biasa menggunakan pendekatan *Trial 'N Error*, yaitu dengan metode coba-coba untuk mencari biaya saham biasa (R_c) pada nilai *present value* (V_c) sama dengan nol, perhitungan biaya saham biasa ditunjukkan pada tabel 4.8 di bawah ini:

Tabel 4.8 PT. Aqua Golden Mississippi Tbk. dan Anak Perusahaan
Perhitungan Biaya Saham Biasa

Tahun	Dividen	Tingkat Bunga (12 %)		Tingkat Bunga (13 %)	
		DF	Present Value	DF	Present Value
2000	4.488.774.445	0,8929	4.007.834.335	0,8850	3.972.366.774
2001	4.571.614.157	0,7972	3.644.462.817	0,7831	3.580.224.465
2002	5.517.910.751	0,7118	3.927.539.882	0,6931	3.824.188.942
2003	6.698.445.902	0,6355	4.256.983.468	0,6133	4.108.282.318
2004	8.175.840.692	0,5674	4.639.191.577	0,5428	4.437.518.771
<i>Perpetuity</i>	8.175.840.692	4,7286	38.659.929.805	4,1175	34.134.759.774
<i>Present Value</i>			59.135.941.883		54.057.361.043
Nilai Pasar Saham			(58.573.005.000)		(58.573.005.000)
<i>NPV</i>			562.936.883		(4.515.643.957)

Sumber : Lampiran 4 dan tabel 4.3

Dari tabel diatas digunakan tingkat bunga 12 % dan 13 %, untuk mendapatkan tingkat bunga yang menghasilkan net present value sama dengan nol dilakukan *interpolasi* sebagaimana di bawah ini :

$$R_c = 12\% + \frac{562.936.883}{562.936.883 - (-4.515.643.957)} \times (13\% - 12\%)$$

$$= 12,11\%$$

Perhitungan diatas memperlihatkan biaya saham biasa sebesar 12,11 %.

Biaya hutang sewa guna usaha dan hutang dari pemegang saham dihitung atas dasar sesudah pajak. Nilai komponen pembiayaan dihitung berdasarkan nilai pasarnya, nilai pasar saham saat itu sebesar Rp 58.573.005.000 (*Indonesian Capital Market Directory*). Besarnya biaya modal rata-rata tertimbang merupakan jumlah kontribusi masing-masing pembiayaannya. Perhitungan biaya modal rata-rata tertimbang diperlihatkan pada tabel 4.9 berikut :

Tabel 4.9 PT. Aqua Golden Mississippi Tbk. dan Anak Perusahaan
Perhitungan Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (*WACC*)

Keterangan	Nilai Pasar	(%) Total Capitalisasi Pasar	Biaya Modal	Biaya Modal Setelah Pajak	Kontribusi terhadap WACC
Hutang Sewa Guna Usaha	423.349.710	0,58 %	8,10 %	5,67 %	0,033 %
Hutang Pemegang Saham	13.500.000.000	18,62 %	26,08 %	18,27 %	3,402 %
Saham Biasa	58.573.005.000	80,79 %	12,11%	12,11 %	9,785 %
Total Capitalisasi Pasar	72.496.354.710	100 %			13,22 %

Sumber: Lampiran 4 dan tabel 4.8

4.2.3 Estimasi nilai *Economic profit*

Perhitungan nilai *economic profit* ditunjukkan pada tabel 4.10, dimana nilai *economic profit* sama dengan *invested capital* dikalikan *spread*, atau *NOPLAT* dikurangi *capital charge* (ongkos modal).

Nilai *economic profit* tahun 2000 sebesar Rp 10.542.527.888,00, tahun 2001 sebesar Rp 7.397.418.961,00, tahun 2002 sebesar Rp 9.466.488.756,00, tahun 2003 sebesar Rp 12.110.502.302,00, tahun 2004 sebesar Rp 15.489.588.555,00, dan perpetuity sebesar Rp 19.810.446.155,00 dimana mula-mula menunjukkan penurunan *ROIC*, kemudian setelah itu terjadi peningkatan, hal ini dikarenakan peningkatan *invested capital*. Peningkatan *invested capital* juga menyebabkan peningkatan *capital charge* (ongkos modal). Secara keseluruhan kinerja perusahaan pada periode prakiraan eksplisit cukup baik, hal ini dapat dilihat dari posisi *ROIC* lebih besar daripada *WACC*, dan adanya peningkatan nilai *economic profit*.

Setelah nilai *economic profit* diketahui, maka kemudian dicari nilai kelanjutan (*continuing value*) *economic profit*. *Value of economic profit* setelah periode prakiraan eksplisit sama dengan *present value of economic profit* dalam tahun pertama sesudah prakiraan eksplisit dalam perpetuitas, ditambah beberapa *incremental economic profit* setelah tahun yang diciptakan oleh pertumbuhan atas pengembalian yang melebihi biaya modalnya.

Penilaian nilai kelanjutan *economic profit* sebagaimana di bawah ini :

$$\begin{aligned}
 CV \text{ of Economic Profit} &= \frac{19.810.446.155}{(13,22\%)} + \frac{75.374.920.732 \left(\frac{27,84\%}{17,93\%} \right) (17,93\% - 13,22\%)}{13,22\% (13,22\% - 27,84\%)} \\
 &= -135.465.121.950,00
 \end{aligned}$$

Pada perhitungan nilai kelanjutan *economic profit* diatas menghasilkan nilai yang negatif sebesar – Rp 135.465.121.950,00.

Nilai kelanjutan tidak menggambarkan nilai perusahaan setelah periode prakiraan eksplisit, melainkan menggambarkan kelebihan nilai *incremental* modal yang diinvestasikan perusahaan pada akhir periode prakiraan eksplisit (Copeland at al, 1996:291). Nilai sebesar – Rp 135.465.121.950,00, menggambarkan bahwasannya ada kekurangan nilai *incremental* modal yang diinvestasikan sebesar Rp 135.465.121.950,00 pada akhir periode perkiraan eksplisit.

Nilai-nilai *economic profit* digunakan untuk menilai besarnya operasi perusahaan (*value of operation*), sebagai nilai sekarang (*present value*) atas *economic profit*. *Discount faktor* yang digunakan adalah besarnya biaya modal rata-rata tertimbang (*WACC*).

Perhitungan nilai *economic profit* disajikan pada tabel 4.10 di halaman berikut :

4.10 PT. Aqua Golden Mississippi Tbk. dan Anak Perusahaan
Perhitungan Economic Profit

	2000	2001	2002	2003	2004	Perpetuity
	25.31%	17.92%	17.92%	17.93%	17.93%	17.93%
	13.22%	13.22%	13.22%	13.22%	13.22%	13.22%
	12.09%	4.70%	4.70%	4.71%	4.71%	4.71%
Capital	87,228,400,278	157,518,683,576	201,287,461,518	257,252,709,839	328,811,145,538	420,305,471,300
Economic Profit	10,542,527,888	7,397,418,961	9,466,488,756	12,110,502,302	15,489,588,555	19,810,446,155
AT	22,074,141,347	28,221,423,136	36,076,734,879	46,119,366,406	58,958,493,397	75,374,920,732
Capital Charge	11,531,613,459	20,824,004,174	26,610,246,123	34,008,864,104	43,468,904,842	55,564,474,577
Economic Profit	10,542,527,888	7,397,418,961	9,466,488,756	12,110,502,302	15,489,588,555	19,810,446,155

er : Tabel 4.7 & 4.9

4.2.3 Estimasi Nilai Perusahaan

Untuk nilai perusahaan diperoleh dengan cara menjumlahkan nilai operasi perusahaan dan nilai nonoperasi perusahaan, sebagaimana di bawah ini :

a. Estimasi nilai operasi perusahaan

Perhitungan nilai operasi diperlihatkan pada tabel 4.11 di bawah ini :

Tabel 4.11 PT. Aqua Golden Mississippi Tbk. dan Anak Perusahaan
Perhitungan Nilai Operasi

Tahun	<i>Economic Profit</i> (Rp)	<i>Discount factor</i> (13,22 %)	<i>PV of Economic Profit</i>
2000	10.542.527.888	0,8832	9.311.540.245
2001	7.397.418.961	0,7801	5.770.769.775
2002	9.466.488.756	0,6890	6.522.577.107
2003	12.110.502.302	0,6086	7.370.029.415
2004	15.489.588.555	0,5375	8.325.756.645
<i>Perpetuity</i>	(135.465.121.950)	0,5375	(72.813.402.062)
<i>PV of conomic Profit</i>			(35.512.728.875)
Invested Capital Awal Tahun (2001)			87.228.400.278
Nilai Operasi			51.715.671.403

Sumber : Tabel 4.9 dan 4.10

Nilai operasi perusahaan sebesar Rp 51.715.671.403,00, yang merupakan nilai sekarang *economic profit* yang didiscount atas biaya modalnya (*WACC*). Nilai operasi perusahaan lebih kecil dari biaya modalnya, hal ini dapat menjadi landasan bagi pihak manajemen untuk melakukan analisa lebih lanjut untuk menentukan kebijakan, misalnya penentuan kembali jumlah modal yang diinvestasikan untuk mendukung pertumbuhan penjualan, dan meminimalkan ongkos modal perusahaan.

b. Estimasi nilai nonoperasi perusahaan

Perhitungan nilai nonoperasi diperlihatkan pada tabel 4.12 di bawah ini :

Tabel 4.12 PT. Aqua Golden Mississippi Tbk. dan Anak Perusahaan
Perhitungan Nilai Nonoperasi

Tahun	Laba Nonoperasi (Setelah Pajak)	Discount factor (13,22 %)	PV Laba Nonoperasi (Setelah Pajak)
2000	4.114.133.317	0,8832	3.633.750.687
2001	4.114.079.878	0,7801	3.209.417.762
2002	4.113.583.352	0,6890	2.834.331.218
2003	4.113.160.692	0,6086	2.503.126.174
2004	4.112.803.774	0,5375	2.210.659.323
PV Laba Nonoperasi			14.391.285.163
Investasi Jangka Pendek			11.698.683.355
Nilai Nonoperasi			26.089.968.518

Sumber : Lampiran 2 dan tabel 4.2

Nilai nonoperasi perusahaan sebesar Rp 26.089.968.518,00, nilai nonoperasi perusahaan merupakan nilai sekarang laba non operasi atas dasar sesudah pajak $(1 - T)$ dan asset nonoperasi yang didiscount atas biaya rata-rata tertimbang (*WACC*) perusahaan.

4.2.4 Estimasi Nilai Ekuitas

Setelah laba operasi dan nonoperasi diketahui maka dihitung nilai ekuitas perusahaan, perhitungan nilai ekuitas perusahaan ditunjukkan pada tabel 4.13 di bawah ini :

Tabel 4.13 PT. Aqua Golden Mississippi Tbk. dan Anak Perusahaan
Perhitungan Nilai Ekuitas

Nilai Operasi	51.715.671.403
Nilai non operasi	26.089.968.518
Nilai Perusahaan	77.805.639.922
Nilai Hutang	13.923.349.710
Nilai Kepentingan minoritas	3.181.656.432
Nilai Keseluruhan Saham	60.700.633.780
Nilai per Saham	4.611,64

Sumber : Tabel 4.6, 4.11, dan 4.12

Berdasarkan penilaian dengan menggunakan pendekatan *economic profit* atas PT. Aqua Golden Mississippi Tbk, nilai Ekuitas sama dengan nilai perusahaan dikurangi nilai atas kewajiban yang berbeban bunga dan kewajiban jangka panjangnya, menghasilkan nilai keseluruhan ekuitas sebesar Rp 60.700.633.780,00 dan nilai per saham sebesar Rp 4.611,64, yaitu nilai keseluruhan saham dibagi jumlah saham yang *listed* di bursa efek, yaitu sebesar 13.162.473 lembar (*Indonesian Capital Market Directory*). Nilai kewajiban perusahaan meliputi hutang dan kepentingan minoritas, total hutang sebesar Rp 13.923.349.710,00, dan kepentingan minoritas sebesar Rp 3.181.656.432,00, yang merupakan nilai buku pada laporan neraca pada saat penilaian kewajiban tersebut (awal tahun 2000).

Harga pasar sesungguhnya pada waktu itu sebesar Rp 4.450,00, lebih rendah sebesar 3,5 % dari harga pasar yang wajar (berdasarkan penilaian), atau dengan kata lain saham PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dinilai lebih rendah (*undervalue*) sebesar Rp 161,64 dari nilai yang seharusnya.

V. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan dari uraian pada bab empat, analisa data, maka dapat diambil beberapa kesimpulan :

1. Nilai sekarang operasi perusahaan (*present value of operation*) sebesar Rp 51.715.671.403,00, yang merupakan banyaknya modal yang diinvestasikan pada waktu penilaian ditambah nilai sekarang *economic profit* yang didiscount atas biaya modal rata-rata tertimbanganya (*WACC*) dari nilai yang tercipta ditahun tahun yang akan datang.
2. Nilai sekarang perusahaan (*present value of company*) sebesar Rp 77.805.639.922,00, yang merupakan nilai operasi perusahaan (Rp 51.715.671.403,00) ditambah nilai nonoperasi perusahaan (Rp 26.089.968.518,00). Perbedaan yang besar antara nilai operasi dan nilai non operasi dimana nilai operasi lebih besar dari nilai nonoperasi adalah wajar, hal ini disebabkan karena aktivitas perusahaan lebih banyak dalam kegiatan usaha inti (kegiatan operasi) daripada kegiatan nonoperasi dan pada hakekatnya keuntungan perusahaan yang paling besar diperoleh dari kegiatan operasinya.
3. Nilai keseluruhan pasar saham sebesar Rp 60.700.633.780,00, yang merupakan nilai sekarang perusahaan dikurangi nilai sekarang kewajiban berbeban bunga , nilai sekarang kewajiban jangka panjang , dan nilai saham preferen. Harga pasar per saham Rp 4.611,64, yaitu nilai keseluruhan saham dibagi jumlah saham yang listed di bursa sebanyak 13.162.473 lembar. Harga pasar per saham berdasarkan penilaian (Rp 4.611,64) lebih tinggi sebesar 3,5 % dari harga pasar sesungguhnya (Rp 4.450,00). Perbedaan ini terjadi karena para pelaku pasar umumnya tidak hanya menggunakan satu macam penilaian dalam menentukan harga pasar saham yang wajar, dan harga pasar itu juga banyak ditentukan oleh permintaan dan penawaran atau posisi tawar-menawar antara para pelaku pasar yang akan menghasilkan keuntungan bagi mereka.

5.2 Saran

Bagi para pemegang andil (*stock holder*), harga pasar yang wajar per saham untuk PT. Aqua Golden Mississippi Tbk. adalah sebesar Rp 4.611,64 apabila hendak melepas atau membeli saham.

Bagi pihak manajemen, karena untuk mempertahankan tingkat pertumbuhan yang diinginkan tidak cukup arus kas untuk bisa berswadana (membiayai sendiri) sehingga diperlukan tambahan modal dari luar yang cukup besar, maka diperlukan kehati-hatian dalam memperoleh pembiayaan yang diperlukan sehingga dapat mencapai biaya modal yang diinginkan atau memperhatikan manajemen modal kerjanya. Untuk memperkecil kebutuhan pembiayaan dari luar pihak manajemen dapat mengkaji pos-pos yang berkenaan dengan kebutuhan modalnya. Bila diperlukan perubahan struktur modal hendaknya perusahaan dapat memilih proporsi dari alternatif komponen pembiayaan yang telah dipilih sehingga dapat menghasilkan biaya modal marjinal perusahaan atau *WACC* yang minimal.

DAFTAR PUSTAKA

- Anto Dajan. 1993. Pengantar Metode Statistik, Jilid I. Jakarta : LP3ES.
- Hanafi, Mamduh M dan Abdul Halim. 1996. Analisa Laporan Keuangan. Yogyakarta : UPP AMPYKPN.
- Martin, Petty, Keown, Scott. 1991. Basic Financial Manajemen. Ney Jersey : Prentice Hall, Inc.
- Tom Copeland, Tim Koller, dan Jack Murin. 1996. *Valuation, measuring and Managing Value of Company*. New York : Mckinsey & Company Inc.
- Weston, J. Fred dan Thomas E. Copeland. 1997a. Manajemen Keuangan, Jilid I. Jakarta : Binarupa Aksara.
- 1997b. Manajemen Keuangan, jilid II. Jakarta : Binarupa Aksara.

Lampiran : 1

LEMBAR KERJA LAPORAN RUGI LABA UNTUK PT. AQUA GOLDEN MISSISSIPPI Tbk DAN ANAK PERUSAHAAN HISTORIS PER 31 DESEMBER UNTUK TAHUN 1995 - 2000

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Perhitungan Rugi Laba						
Penjualan Bersih	120,252,698,228	162,180,212,058	179,358,745,743	220,833,838,685	360,546,301,585	410,792,582,151
Beban Pokok Penjualan	(105,348,166,436)	(139,316,830,338)	(148,539,760,947)	(186,365,494,434)	(304,746,920,759)	(356,365,322,582)
Beban Penjualan, Umum dan Administrasi	(9,582,799,304)	(14,782,676,642)	(16,157,762,348)	(20,984,277,603)	(28,453,327,501)	(21,605,044,150)
Penyusutan	(805,309,980)	(3,066,908,387)	(2,505,390,245)	(2,001,768,318)	(1,157,152,607)	(1,142,623,076)
Laba Operasi	4,516,422,508	5,013,796,691	12,155,832,203	11,482,298,330	26,188,900,718	31,679,592,343
Laba Non Operasi :						
Penghasilan sewa	1178174080	2,826,404,080	2,655,946,080	2,288,730,000	1,192,500,000	1,180,750,000
PENGH. jasa bantuan teknis & manaj. & royalti	866,889,208	1,805,843,543	1,836,914,553	2,102,197,978	2,995,883,438	2,950,949,016
Laba (rugi) penjualan aktiva tetap-bersih	(13,962,039)	22,914,565	(70,574,611)	355,511,231	43,940,547	39,566,624
Lain-lain bersih	730,192,473	(452,644,955)	(369,064,938)	533,469,566	(2,107,546,764)	1,701,857,641
Pendapatan Bunga :						
Piutang Afiliasi	1,150,816,823	1,264,222,081	1,192,113,184	743,295,698	378,295,332	0
Investasi jangka pendek	404,329,157	458,214,869	474,830,375	1,617,267,233	3,048,885,292.00	627,918,547
Beban Bunga :						
Hutang Pemegang Saham	0	0	0	0	(641,666,667)	(7,823,577,667)
Hutang Usaha	(168,237,275)	(10,802,939)	0	0	(112,160,090)	0
Hutang Jangka Panjang & Jangka Pendek	(1,917,223,766)	(2,850,536,987)	(2,272,215,257)	(2,140,803,893)	(4,573,004,688)	(130,759,344)
Hutang Sewa Guna Usaha	(473,050,008)	(1,248,390,123)	(1,008,046,160)	(656,233,531)	(868,046,052)	(412,844,922)
Laba sebelum Rugi Selisih Kurs Luar Biasa	6,274,351,161	6,829,020,825	14,595,735,429	16,325,732,612	25,545,981,066	29,813,452,238
Rugi Selisih Kurs Luar Biasa	0	0	0	4,147,897,455	0	0
Laba Sebelum Pajak Penghasilan	6,274,351,161	6,829,020,825	14,595,735,429	12,177,835,157	25,545,981,066	29,813,452,238
Pajak Penghasilan	(2,683,410,500)	(2,230,441,600)	(4,143,985,300)	(4,269,544,830)	(5,361,159,850)	(8,663,351,770)
Laba sebelum Pemilikan Minoritas	3,590,940,661	4,598,579,225	10,451,750,129	7,908,290,327	20,184,821,216	21,150,100,468
Pemilikan Minoritas	104,614,051	97,136,631	(74,811,253)	(135,690,448)	(1,277,922,714)	(153,524,889)
Laba Bersih	3,695,554,712	4,695,715,856	10,376,938,876	7,772,599,879	18,906,898,502	20,996,575,579
Laporan Saldo Laba Ditahan Konsolidasi						
Saldo Awal Laba Ditahan	8,670,082,104	11,435,636,816	15,006,352,672	23,920,791,548	19,306,187,877	38,213,086,379
Laba Bersih	3,695,554,712	4,695,715,856	10,376,938,876	7,772,599,879	18,906,898,502	20,996,575,579
Deviden Saham	0	0	0	9,286,703,550	0	0
Deviden Kas	930,000,000	1,125,000,000	1,462,500,000	3,100,500,000	0	3,948,741,900
Saldo Laba Akhir Tahun	11,435,636,816	15,006,352,672	23,920,791,548	19,306,187,877	38,213,086,379	55,260,920,058

Sumber : Annual Report PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan

Lampiran : 2

LEMBAR KERJA NERACA KONSOLIDASI UNTUK PT. AQUA GOLDEN MISSISSIPPI Tbk DAN ANAK PERUSAHAAN HISTORIS PER 31 DESEMBER UNTUK TAHUN 1995 - 2000

Tahun	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Kas operasi	2,384,572,528	3,052,967,022	2,714,083,445	3,435,633,339	5,592,826,793	2,556,883,738
Investasi Jangka Pendek	4,624,618,813	2,382,444,295	9,400,791,717	17,263,275,678	7,025,722,740	11,698,683,355
Piutang Usaha	25,627,446,488	24,181,638,014	42,875,553,918	57,360,826,415	75,951,275,087	106,043,272,915
Piutang Afiliasi	9,109,406,184	11,625,731,240	8,353,798,846	6,245,119,733	8,488,036,162	5,826,491,377
Persediaan	2,980,297,482	3,039,971,022	3,214,972,153	3,884,752,716	4,574,498,237	5,883,132,824
Biaya Dibayar Dimuka	96,142,364	104,580,512	112,939,086	150,444,556	346,447,793	2,182,103,699
Jumlah Aktiva Lancar	44,822,483,859	44,387,332,105	66,472,139,165	88,340,052,437	101,978,806,812	134,190,567,908
PPE kotor	69,390,030,760	82,178,122,276	94,613,379,658	129,364,519,950	158,859,383,233	180,180,159,984
Akumulasi Penyusutan	(27,564,105,486)	(38,018,896,528)	(49,694,726,546)	(66,809,278,701)	(88,437,647,615)	(105,955,095,065)
PPE Bersih	41,825,925,274	44,159,225,748	44,918,653,112	62,555,241,249	70,421,735,618	74,225,064,919
Aktiva Lain-lain	2,582,339,711	2,508,209,328	1,830,591,644	1,842,003,138	2,610,143,470	748,500,532
Selilih Lebih Harga Perolehan Atas Aktiva Bersih Anak Perusahaan	419,092,500	394,440,000	369,787,500	345,135,000	320,482,500	295,830,000
Sewa jangka Panjang Dibayar di Muka	17,500,000	0	0	0	0	0
Jumlah Aktiva	89,667,341,344	91,449,207,181	113,591,171,421	153,082,431,824	175,331,168,400	209,459,963,359
Hutang Jangka Pendek	17,343,245,217	14,143,134,893	13,102,540,399	23,250,000,000	0	0
Hutang Usaha	19,635,909,192	21,379,456,197	27,772,311,214	44,392,200,714	44,879,856,591	74,537,496,892
Kewajiban Lancar Lainnya	8,472,235,937	3,958,822,402	18,085,468,347	23,702,818,349	24,635,083,845	35,995,382,834
Jumlah Kewajiban Lancar	45,451,390,346	39,481,413,492	58,960,319,960	91,345,019,063	69,514,940,436	110,532,879,726
Hutang Pemegang Saham	0	0	0	0	30,000,000,000	13,500,000,000
Hutang Jangka Panjang :						
Bank	9,415,313,356	13,578,952,353	9,875,164,699	9,090,590,080	813,824,899	0
Sewa Guna Usaha	10,448,700,548	9,149,174,059	6,384,171,830	6,891,626,027	5,099,458,620	423,349,710
Kepentingan Minoritas	437,844,288	623,537,884	726,868,606	1,377,737,333	3,448,245,361	3,181,656,432
Modal saham	9,000,000,000	11,700,000,000	11,700,000,000	13,162,473,000	13,162,473,000	13,162,473,000
Agio Saham	3,500,000,000	800,000,000	800,000,000	8,624,230,550	8,624,230,550	8,624,230,550
Selilih Penilaian kembali aktiva tetap	105,739,163	105,739,163	105,739,163	105,739,163	105,739,163	105,739,163
Saldo Laba	11,435,636,816	15,006,352,672	23,920,791,548	19,306,187,877	38,213,086,379	55,260,920,058
Selilih Kurs karena Penjabaran Laporan Keuangan	(127,283,173)	1,004,037,558	1,118,115,615	3,178,828,731	6,349,169,992	4,668,714,720
Jumlah Ekuitas	23,914,092,806	28,616,129,393	37,644,646,326	44,377,459,321	66,454,699,084	81,822,077,491
Jumlah Kewajiban dan Ekuitas	89,667,341,344	91,449,207,181	113,591,171,421	153,082,431,824	175,331,168,400	209,459,963,359

Sumber : Annual Report PT. Aqua Golden Mississippi Tbk dan Anak Perusahaan

Lampiran : 3

**PT. AQUA GOLDEN MISSISSIPPI Tbk DAN ANAK PERUSAHAAN
RASIO OPERASI HISTORIS**

Tahun	1995	1996	1997	1998	1999
Rasio Operasi					
Pertumbuhan Penjualan	34.87%	10.59%	23.12%	63.27%	13.94%
Beban pokok penjualan / Penjualan	85.90%	82.82%	84.39%	84.52%	86.75%
Beban Penj., Umum & Adm. / Penjualan	9.11%	9.01%	9.50%	7.89%	5.26%
Penyusutan / Penjualan	1.89%	1.40%	0.91%	0.32%	0.28%
Marjin Operasi	3.09%	6.78%	5.20%	7.26%	7.71%
Modal Kerja / Penjualan					
Kas Operasi	1.88%	1.51%	1.56%	1.55%	0.62%
Piutang Usaha	14.91%	23.79%	25.97%	21.07%	25.81%
Piutang Afiliasi	7.17%	4.66%	2.83%	2.35%	1.42%
Persediaan	1.87%	1.79%	1.76%	1.27%	1.43%
Biaya Dibayar di Muka	0.06%	0.06%	0.07%	0.10%	0.53%
Kewajiban Lancar Lainnya	2.44%	10.08%	10.73%	6.83%	8.76%
Hutang Usaha	13.18%	15.48%	20.10%	12.45%	18.14%
PPE					
PPE Kotor / Penjualan	50.67%	52.75%	58.58%	44.06%	43.86%
PPE Bersih / Penjualan	27.23%	25.04%	28.33%	19.53%	18.07%
Penyusutan / PPE kotor	46.26%	52.52%	51.64%	55.67%	58.81%

Sumber : Lampiran 1 dan 2

Lampiran : 4

**PT. AQUA GOLDEN MISSISSIPPI Tbk DAN ANAK PERUSAHAAN
RASIO PEMBIAYAAN DAN RASIO LAIN SERTA NILAI HISTORIS**

Tahun	1995	1996	1997	1998	1999
Pajak :					
Tarif Pajak EBIT	32.66%	28.39%	35.06%	20.99%	29.06%
Tarif Pajak Marginal					
Pembiayaan :					
Suku Bunga Investasi Jangka Pendek	9.91%	19.93%	17.20%	17.66%	8.94%
Suku Bunga Piutang Afiliasi	13.88%	10.25%	8.90%	6.06%	0.00%
Suku Bunga Hutang Usaha	0.06%	0.00%	0.00%	0.25%	0.00%
Suku Bunga hutang Jangka Pendek	10.65%	8.20%	9.32%	14.14%	16.07%
Suku Bunga Hutang Jangka Panjang	10.65%	8.20%	9.32%	14.14%	16.07%
Suku Bunga Hutang Sewa Usaha	11.95%	11.02%	10.28%	12.60%	8.10%
Suku Bunga Hutang Pemegang Saham				2.14%	26.08%
Rasio Pembayaran Deviden	23.96%	14.09%	26.01%	0.00%	18.81%
Pertumbuhan Deviden	20.97%	30.00%	112.00%	-100.00%	
Minority Interest :					
Pemilikan Minoritas / Income after taxe	2.11%	0.72%	1.13%	6.33%	0.73%
Rasio Lain :					
Pertumbuhan Laba Nonoperasi	52.19%	-3.55%	30.26%	-59.76%	176.41%
Aktiva Lain-lain / Penjualan	1.55%	1.02%	0.83%	0.72%	0.18%
Nilai Lain :					
Amortisasi Harga Perolehan Atas Aktiva Bersih		24,652,500	24,652,500	24,652,500	24,652,500
Anak Perusahaan		623,537,884	1,377,737,333	3,448,245,361	3,181,656,432
Kepentingan Minoritas		14,143,134,893	23,250,000,000	0	0
Hutang Jangka Pendek		0	0	30,000,000,000	13,500,000,000
Hutang Pemegang Saham		13,578,952,353	9,090,590,080	813,824,899	0
Hutang Jangka Panjang		1,750	3,225	2,700	4,450
Harga Saham					
Total Kapitalisasi Pasar		20,475,000,000	42,448,980,000	35,538,677,000	58,573,005,000

Sumber : Lampiran 1, 2, & Indonesian Capital Market Directory

Lampiran : 5

PT Aqua Golden Mississippi Tbk. dan Anak Perusahaan Perkiraan Pertumbuhan Penjualan yang Akan Datang

Tahun	Penjualan (dalam rupiah)
1994	120.252.698.228
1995	162.180.212.058
1996	179.358.745.743
1997	220.833.838.685
1998	360.546.301.585
1999	410.792.582.151

Sumber : lampiran 1

$$n = 5 \quad X_n = 410.792.582.151 \quad \text{dan} \quad X_0 = 120.252.698.228$$

$$G_m = \sqrt[5]{\frac{410.792.582.151}{120.252.698.228}}$$

$$= \sqrt[5]{3,4161}$$

$$\log G_m = 1/5 \log 3,4161$$

$$= 1/5 \times 0,5335$$

$$= 0,1067$$

$$G_m = 1.2785$$

Bila pertambahan rata-rata diatas dinyatakan dalam persentase akan menghasilkan 127,85 % atau pertambahan penjualan untuk tahun-tahun yang akan datang sebesar 27,85 %