

**ANALISIS NILAI PASAR WAJAR SAHAM  
DALAM RANGKA *GO PRIVATE*  
STUDI KASUS: PT AQUA GOLDEN MISSISSIPPI Tbk  
( Analisis Kegagalan Upaya *Go private* )**

**TESIS**

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh  
gelar Magister Akuntansi

**S U W A R N O**

NPM : 6605532782



**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI  
KEKHUSUSAN STRATEGI KEUANGAN  
JAKARTA  
Desember 2008**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,  
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk  
telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : SUWARNO

NPM : 6605532782

Tanda Tangan :

Tanggal : 24 Desember 2008

## HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :

Nama : SUWARNO

NPM : 6605532782

Program Studi : Magister Akuntansi

Judul Tesis : Analisis Nilai Pasar Wajar Saham Dalam Rangka  
*Go Private*, Studi kasus:  
PT. AQUA GOLDEN MISSISSIPPI TBK  
(Analisis Kegagalan Dalam Upaya *Go Private*).

**Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelas Magister Akuntansi pada Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.**

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Ir. Tedy Fardiansyah, MM, FRM ( )

Penguji : Setiadi Oemar Sambudi, MBA ( )

Penguji : Eka Pria Anas, MBA ( )

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 24 Desember 2008

## KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis panjatkan ke hadirat Allah Swt, Tuhan Yang Maha Esa atas selesainya penulisan Tesis ini dengan baik yang disusun sebagai salah satu prasyarat untuk menyelesaikan studi di Program Magister Akuntansi Universitas Indonesia.

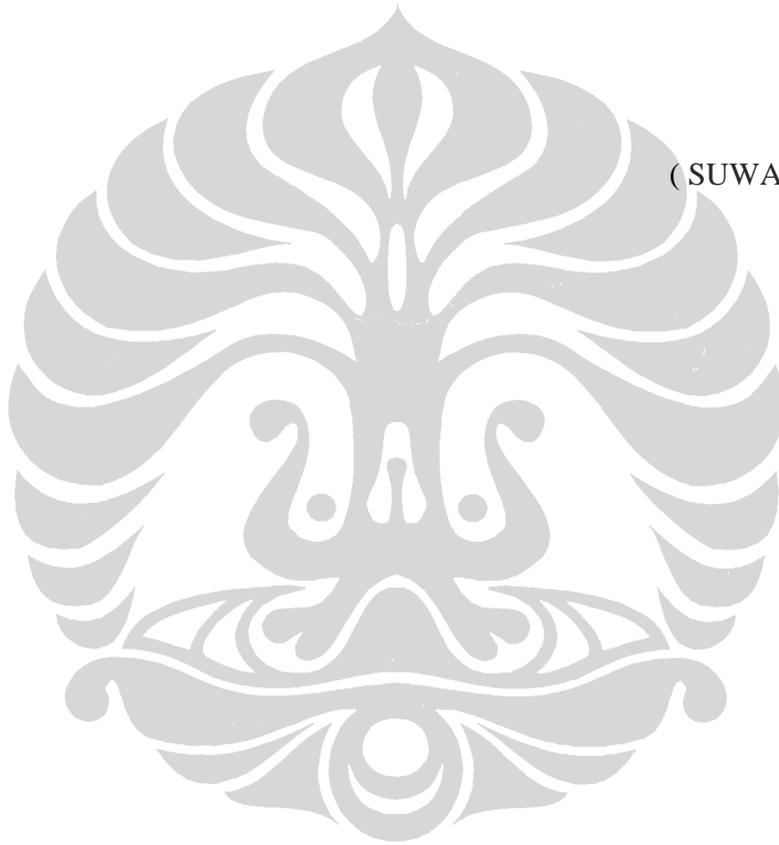
Pada kesempatan ini, penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu dalam penyelesaian Tesis ini antara lain:

1. Ibu Dr. Lindawati Gani Ketua Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, yang telah membuka kesempatan untuk mengembangkan ilmu pengetahuan di Program Studi Magister Akuntansi.
2. Bapak Ir. Tedy Fardiansyah, MM, FRM, selaku dosen Pembimbing yang telah meluangkan waktu, tenaga dan pikiran dalam penyusunan Tesis ini.
3. Bapak Bastian Tannizar, Direktur Financial Accounting PT Aqua Golden Mississippi Tbk yang telah membantu memberikan data yang diperlukan dalam penyusunan Tesis ini.
4. Istri dan anak-anak tercinta, yang telah memberikan dukungan moral dalam penyelesaian Tesis ini.
5. Seluruh rekan-rekan dan karyawan di Magister Akuntansi Universitas Indonesia yang telah memberikan dukungan semangat dan bantuan dalam bentuk apapun.
6. Semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan Tesis ini yang tidak dapat disebut satu per satu.

Penulis menyadari bahwa Tesis ini masih jauh dari sempurna, untuk itu kritik dan saran dari semua pihak sangat diharapkan untuk perbaikan Tesis ini. Namun penulis berharap Tesis ini bermanfaat bagi para pembaca, khususnya Manajemen PT Aqua Golden Mississippi Tbk, dan perkembangan ilmu Manajemen Keuangan di Indonesia pada umumnya.

Jakarta, 24 Desember 2008

(SUWARNO)



**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

---

---

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertandatangan di bawah ini:

Nama : SUWARNO  
NPM : 6605532782  
Program Studi : Magister Akuntansi  
Departemen : Akuntansi  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalty Non-eksklusif (Non-exclusive Royalty Free Right)** atas karya ilmiah saya yang berjudul:

**ANALISIS NILAI PASAR WAJAR SAHAM DALAM RANGKA *GO PRIVATE*, STUDI KASUS: PT AQUA GOLDEN MISSISSIPPI Tbk**  
( Analisis Kegagalan Upaya *Go private* )

Dengan Hak Bebas Royalty Non-eksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (dabase), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta  
Pada tanggal : 24 Desember 2008  
Yang menyatakan

( SUWARNO )

## ABSTRAK

Nama : Suwarno  
Program Studi : Magister Akuntansi  
Judul : ANALISIS NILAI PASAR WAJAR SAHAM DALAM RANGKA GO PRIVATE STUDI KASUS: PT AQUA GOLDEN MISSISSIPPI Tbk  
(Analisis Kegagalan Upaya Go private)

Dalam Tesis ini penulis menilai harga wajar saham PT Aqua Golden Mississippi Tbk pada saat melakukan *go private* dengan menggunakan data proyeksi tahun 2005 – 2010 dan data keuangan *Actual* tahun 2005 – 2007, yang ternyata hanya dapat direalisasi berkisar antara 38% - 50 % saja.

Penilaian harga wajar saham dilakukan dengan menggunakan 3 metode pendekatan yakni pendekatan *income* yang dalam hal ini menggunakan *Discounted Cash Flow* (DCF) dan *Dividend Discount Model* (DDM), dan sebagai pembandingan, juga menggunakan pendekatan *asset* yakni *Net Asset Value* (NAV) dan pendekatan pasar dengan menggunakan *Price Earnings Ratio* (PER) untuk industri makanan dan minuman. Dengan menggunakan ketiga metode pendekatan tersebut diharapkan lebih mendekati harga wajar saham PT Aqua Golden Mississippi Tbk yang pada saat proses *go private* menawarkan harga pembelian kembali (*buyback*) sebesar Rp 100.000 per lembar.

Berdasarkan ketiga pendekatan tersebut diperoleh penilaian harga wajar saham: (1) dengan *Discounted Cash Flow* (DCF) sebesar Rp 139.350 per lembar. Namun karena proyeksi dinilai terlalu agresif, yang hanya dapat dicapai berkisar antara 38% - 50% untuk tahun 2005 – 2007, maka harga wajar saham di prorata menjadi Rp 69.675 per lembar. (2) dengan *Dividend Discount Model* (DDM) menghasilkan harga wajar sebesar Rp 18.859 per lembar. Penilaian dengan metode ini sangat tergantung pada kebijakan dalam membayar dividen, bukan berdasarkan profitabilitas. (3) dengan *Net Asset Value* (NAV), yang menghasilkan harga wajar sebesar Rp 32.969 per lembar, dan (4) dengan *Price Earnings Ratio* (PER) untuk industri makanan dan minuman menghasilkan harga wajar sebesar Rp 70.739 per lembar.

Dengan menggunakan keempat metode tersebut, metode *Discounted Cash Flow* dan *Price Earnings Ratio* dianggap paling mendekati harga wajar saham. Untuk itu dapat disimpulkan bahwa harga penawaran pembelian kembali (*buyback*) oleh Perseroan sebesar Rp 100.000 per lembar sudah diatas harga wajar.

Kata Kunci:

Nilai pasar wajar, *discounted cash flow* , *dividend discount model*, *net asset value*, *price earnings ratio*

## ABSTRACT

Name : Suwarno  
Study Program : Magister Akuntansi  
Title : ANALISYS OF SHARE MARKET FAIR VALUE FOR GO  
PRIVATE PURPOSES, CASE STUDY: PT AQUA GOLDEN  
MISSISSIPPI Tbk  
(Analisis of Going private Failure)

In this thesis I make a valuation of PT Aqua Golden Mississippi Tbk 's share fair value exactly as at the company took corporate action for going private, using the company's projection data for 2005-2010 and the actual financial data for 2005-2007 which can only be realized about 38% to 50% during the period.

The valuation of the share fair value uses three approaches: income approach which uses Discounted Cash Flow (DCF) and Dividend Discount Model (DDM), while other approaches are used for a comparison purpose: assets approach, uses Net Asset Value (NAV) and market approach, uses Price Earnings Ratio (PER) of food and beverages industry. The three approaches are expected can give an appropriate result of PT Aqua Golden Mississippi Tbk's share market fair value, in which the company offered buyback share price for IDR 100.000,- as at the going private action was taken.

Based on the three approaches, result of the share fair value can be described as follow: (1) Discounted Cash Flow (DCF) for IDR 139.350 per share, but, since the projection is consider as too agresive, on which the realization figure during 2005-2007 were only 38% to 50% , therefor the fair value should be about IDR 69.675 per share. (2) Dividend Discount Model (DDM) for IDR 18.859 per share. This valuation method depends on the company's policy to determine the dividend amount per share, and not depends on the profitabilities. (3) Net Asset Value (NAV), for IDR 32.969 per share, and (4) Price Earnings Ratio (PER) for foods and beverages industry, for IDR 70.739 per share.

Among the four method, the Discounted Cash Flow and the Price Earnings Ratio are treated as better methods then others and therefor the rusult can reflect the market fair value. Finally I can make a conclusion that the buyback price offered by the company for IDR Rp 100.000,- was above the fair value.

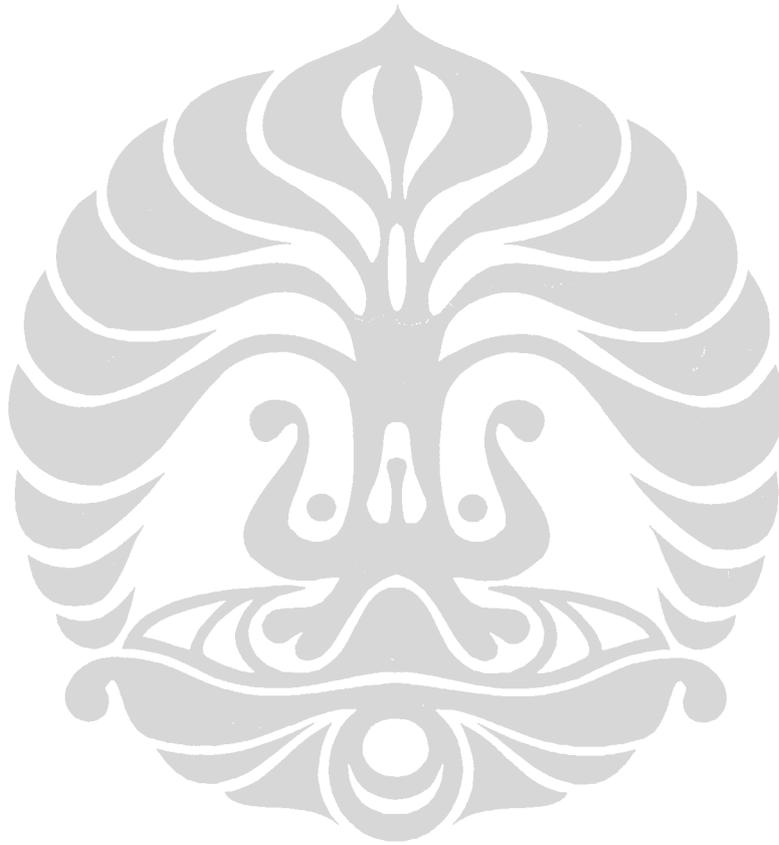
### **Key words:**

Market fair value, discounted cash flow , dividend discount model, net asset value, price earnings ratio

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
ABSTRAK	iv
KATA PENGANTAR	vi
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR GAMBAR, GRAFIK DAN TABEL	x
DAFTAR LAMPIRAN	xi
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	<b>1</b>
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Perumusan dan Pembatasan Masalah	3
C. Tujuan dan Manfaat Penelitian	5
D. Sistematika Penulisan	6
<b>BAB II LANDASAN TEORI</b>	<b>8</b>
A. Peraturan dan Prosedur <i>Go private</i>	8
1. Peraturan <i>Go private</i>	8
2. Prosedur <i>Go private</i>	12
B. Nilai Pasar Wajar (NPW)	14
1. Pengertian Nilai Pasar Wajar	14
2. Definisi Nilai Pasar Wajar	15
3. Implikasi Dalam Penilaian Usaha	17
C. Biaya Modal	18
1. Biaya Utang	19
2. Biaya Atas Ekuitas Saham Biasa	19
3. Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC)	22
4. Pengukuran Resiko Pasar	25
D. Metode Pendekatan Dalam Penilaian Usaha	26
1. Metode Pendekatan <i>Income</i>	26
a. <i>Discounted Cash Flow</i>	26
b. Dividend Discount Model	28
2. Metode Pendekatan <i>Asset</i>	31
3. Metode Pendekatan Pasar	33
<b>BAB III OBYEK DAN METODOLOGI PENELITIAN</b>	<b>35</b>
A. Obyek Penelitian	35
B. Metodologi Penelitian	48
<b>BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN</b>	<b>52</b>
A. Analisis Makro Ekonomi	52
B. Analisis Prospek Industri AMDK	62
C. Perhitungan <i>Weighted Average Cost of capital (WACC)</i>	67
D. Perhitungan Dengan Metode <i>Discounted Cash Flow</i>	71
E. Perhitungan Dengan Metode <i>Dividend Discount Model</i>	75

F. Perhitungan Dengan Metode <i>Net Asset Value</i>	80
G. Perhitungan Dengan Pendekatan Pasar	83
H. Harga Wajar Saham PT Aqua Golden Mississippi Tbk	86
<b>BAB V KESIMPULAN DAN SARAN</b>	87
A. Kesimpulan	87
B. Saran	88
DAFTAR PUSTAKA	91
DAFTAR RIWAYAT HIDUP	93

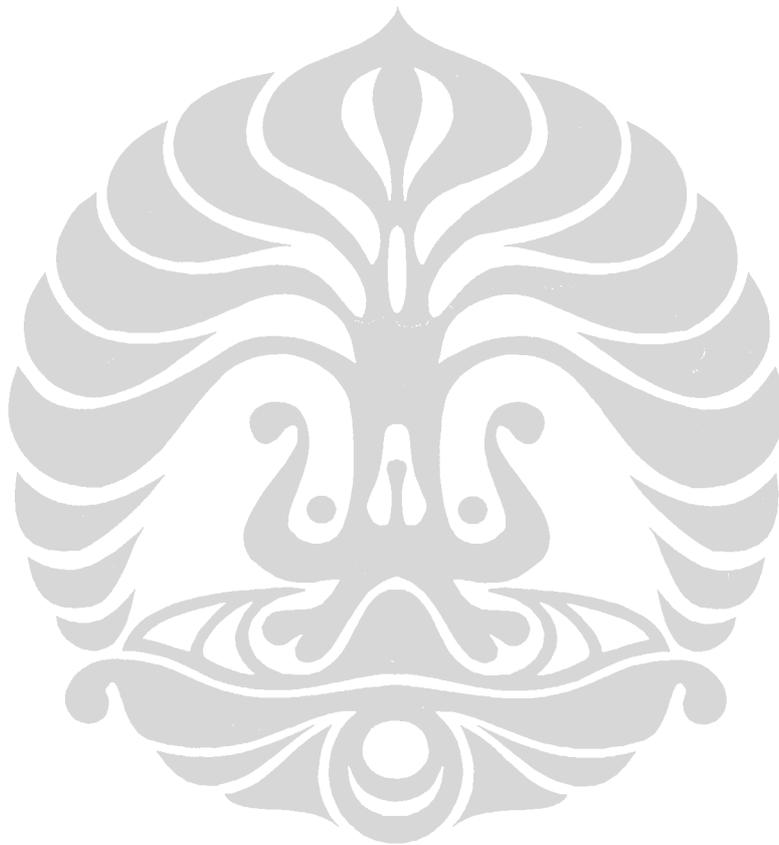


## DAFTAR GAMBAR, GRAFIK DAN TABEL

Gambar 3.1	: Skema Distribusi penjualan produk “Aqua”	39
Grafik 3.1	: Penjualan tahun 2002 – 2004	43
Grafik 3.2	: Harga Pokok Penjualan tahun 2002 – 2004	44
Grafik 3.3	: Laba Bersih 2002 – 2004	45
Grafik 4.4	: Pangsa pasar AMDK di Indonesia 2002	65
Tabel 3.1	: Kapasitas operasi 3 pabrik Aqua	37
Tabel 3.2	: Neraca Konsolidasi 2002 – 2005	40
Tabel 3.3	: Laporan Laba Rugi Konsolidasi 2002 – 2005	41
Tabel 3.4	: Nilai Penjualan tahun 2002 – 2004	43
Tabel 3.5	: Harga pokok penjualan 2002 – 2004	44
Tabel 3.6	: Harga penutupan saham Triwulanan 2002 – 2006	45
Tabel 3.7	: Rasio Keuangan 2002 - 2005	46
Tabel 3.8	: Analisa SWOT (Industri AMDK - AQUA)	47
Tabel 4.9	: Produksi AMDK 1997 – 2000	63
Tabel 4.10	: Pabrik AMDK dan lokasi 2001	64
Tabel 4.11	: Produsen AMDK 1999	64
Tabel 4.12	: Ekspor AMDK 1996 – 2002	65
Tabel 4.13	: Konsumsi Nasional AMDK 2001 – 2004	66
Tabel 4.14	: Ringkasan suku bunga SBI jangka waktu 1 bulan 2002 - 2005	68
Tabel 4.15	: Rata-rata suku bunga kredit modal kerja 2000 – 2005	68
Tabel 4.16	: Perhitungan tingkat biaya modal sendiri ( <i>cost of equity</i> )	69
Tabel 4.17	: Perhitungan biaya utang ( <i>cost of debt</i> )	70
Tabel 4.18	: Perhitungan biaya modal ( <i>cost of capital</i> ) 2000 – 2004	70
Tabel 4.19	: Suku bunga rata-rata SBI 2004 – 2008	71
Tabel 4.20	: Tingkat biaya modal ( <i>cost of capital</i> ) 2005 - 2009	71
Tabel 4.21	: Proyeksi arus kas bebas 2005 – 2010	72
Tabel 4.22	: Harga wajar saham PT AGM Tbk dengan metode DCF	74
Tabel 4.23	: Daftar pembayaran dividen tahun 2000 – 2006	75
Tabel 4.24	: Analisa pertumbuhan pembayaran dividen 2000 - 2007	76
Tabel 4.25	: Proyeksi pembayaran dividen 2008 – 2010	77
Tabel 4.26	: <i>Present value dividen</i> untuk tahun 2005 – 2010	78
Tabel 4.27	: Daftar aktiva direvaluasi per 30 Juni 2005	80
Tabel 4.28	: Ekuitas setelah aktiva direvaluasi per 30 Juni 2005	81
Tabel 4.29	: Nilai Aktiva Bersih sebelum dan sesudah penilaian kembali Aktiva tetap	82
Tabel 4.30	: PER sektor industri makanan dan minuman	83
Tabel 4.31	: Harga wajar saham 2005 – 2007 dihitung berdasarkan PER	85
Tabel 4.32	: Resume hasil perhitungan Harga Wajar Saham PT AGM Tbk per 30 Juni 05	86

## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 : Perhitungan Beta Saham PT Aqua Golden Mississippi Tbk
- Lampiran 2 : Suku bunga SBI jangka waktu 1 bulan
- Lampiran 3 : *Income Statement Projection* 2005 – 2010



# BAB I

## PENDAHULUAN

### A. Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan salah satu alternatif sumber dana selain dari perbankan. Namun hingga kini muncul kesan perusahaan semakin enggan masuk pasar modal, padahal di negara lain pasar modal lebih dilihat sebagai sumber pendanaan dibandingkan dengan perbankan. Rendahnya peran pasar modal sebagai sumber pendanaan dapat dilihat dari perbandingan dana masyarakat yang terhimpun dari perbankan dan pasar modal.

PT Golden Mississippi yang tercatat di Bursa Efek Jakarta dan Surabaya pada tanggal 1 Maret 1990 dengan harga perdana yang ditawarkan ke Publik sebesar Rp 7.500 per lembar sahamnya untuk 1.000.000 lembar saham dari total 6.000.000 lembar saham. Setelah masuk bursa, PT Golden Mississippi mengganti namanya menjadi PT Aqua Golden Mississippi Tbk dimana perusahaan menambahkan nama produknya agar memudahkan konsumen untuk mengingat produk PT Golden Mississippi.

Dalam perjalanan selama 15 tahun sebagai perusahaan publik, PT Aqua Golden Mississippi Tbk (AGM) melakukan Tindakan Korporasi untuk delisting sahamnya dari Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES) menjadi perusahaan tertutup. Hal ini merupakan kebijakan strategis dari pemegang saham utama AGM yaitu **PT Tirta Investama sebagai “ *Holding Company*”** dengan kepemilikan sebesar **93,60%** dan sisanya **6,4%** dimiliki oleh **publik**.

Sehubungan dengan rencana *go private* tersebut, sesuai dengan peraturan Bapepam (Indonesia *Capital Market Supervisory Agency*) maka Perseroan menunjuk PT Amandamai Arthamitra Jasa penilai (AAJ) selaku Konsultan Keuangan Independen untuk melakukan penilaian saham Perseroan sebagai dasar rencana transaksi. Manajemen AQUA dalam suratnya kepada BEJ dan Bapepam menjelaskan rencana *go private* AGM berkaitan dengan kebijakan Danone Asia

untuk mengkonsolidasi kegiatannya di Indonesia dalam bidang pembotolan Air Minum Dalam Kemasan (AMDK).

Pada awalnya, Grup Aqua terdiri dari 12 anak perusahaan yang saham-sahamnya dimiliki oleh Tirta Investama. Sesuai dengan kebijakan global induk perusahaan yakni Grup Danone untuk membeli kembali saham-saham yang dimiliki oleh pemegang saham non-strategis didalam investasi-investasinya. Alasan lain Manajemen AQUA ingin menjadi perusahaan AGM tertutup adalah bahwa tidak ada alasan bagi AGM untuk tetap mencatatkan sahamnya di bursa, mengingat tidak aktifnya perdagangan saham AQUA di bursa dan juga perseroan merasa tidak memerlukan modal eksternal untuk memenuhi keperluan pendanaannya. Berdasarkan rencana AGM untuk menjadi perusahaan tertutup, maka Bursa Efek Jakarta (BEJ) memutuskan untuk mensuspensi atau menghentikan sementara perdagangan saham PT Aqua Golden Mississippi Tbk mulai sesi I perdagangan Jumat (30/9/2005). Suspensi dikenakan setelah otoritas bursa menerima surat permintaan suspensi dari perseroan berkaitan dengan rencana *voluntary delisting*.

Apabila rencana *go private* ini telah mendapatkan persetujuan dari Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB), maka selanjutnya perseroan akan melakukan pembelian kembali sisa saham yang masih dimiliki publik sebanyak 6,4 % dengan harga penawaran sebesar Rp 100.000 per lembar saham. Harga tersebut mencerminkan 69 % lebih tinggi dari harga penutupan sebelum pengumuman tanggal 30 September 2005 sebesar Rp 59.000 per lembar saham.

PT AGM Tbk batal menjadi perusahaan tertutup atau *go private* setelah dalam RUPSLB yang ketiga pada tanggal 20 Desember 2005 gagal memperoleh persetujuan dari pemegang saham independen. Dari 6,4 % pemegang saham independen, 51,05 % tidak setuju perusahaan keluar dari bursa. Jumlah pemegang saham independen yang hadir 76,88 % atau lebih banyak dibanding ketentuan minimal yang disyaratkan Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) yakni 75 %. Secara keseluruhan, pemegang saham yang hadir dalam RUPSLB adalah 98,41 % baik pemegang saham pengendali maupun pemegang saham independen yang hanya 6,4 % dari total saham Aqua.

Alasan para pemegang saham independen menolak *go private* karena harga yang ditawarkan manajemen Rp100.000 per lembar saham dinilai masih terlalu rendah. Selain harga yang belum maksimal, pemegang saham independen menilai proyeksi keuangan dan pertumbuhan usaha AQUA dinilai terlalu rendah, kurang agresif. Namun mereka tidak menyebutkan berapa harga yang dianggap pantas oleh pemegang saham publik.

Langkah AQUA selanjutnya setelah gagal memperoleh persetujuan pemegang saham independen, Manajemen AQUA mengatakan ada beberapa alternatif yang mungkin bisa ditempuh, tetapi harus disampaikan terlebih dahulu kepada pemegang saham. Tampaknya AGM tidak akan menempuh cara seperti ini lagi, karena sudah dua kali gagal dalam usaha *go private* yakni tahun 2001 dan 2005.

Kedepan, mungkin AQUA akan mencoba alternatif lain yakni *Voluntary Tender Offer/VTO* (pencabutan pencatatan dari pasar modal secara sukarela). Selain itu, perseroan juga dimungkinkan meminta penetapan putusan pengadilan untuk mencabut pencatatan dari pasar modal. Pertimbangan untuk tidak meminta persetujuan lagi melalui RUPSLB dalam proses *go private* karena Grup Danone sudah memutuskan hanya mengalokasikan anggaran sebesar Rp 80 miliar hingga Rp 90 miliar untuk pembelian kembali saham independen.

## **B. Perumusan dan Pembatasan Masalah**

Beberapa emiten, Perusahaan/anak perusahaan Penanaman Modal Asing (PMA) seperti PT Aqua Golden Mississippi Tbk, PT Sari Husada Tbk dan PT Darya Varya Tbk serta masih banyak perusahaan lainnya yang tidak disebutkan satu persatu memilih untuk kembali menjadi perusahaan tertutup (*go private*). Selain dikarenakan porsi saham publiknya terlalu kecil sehingga harganya mudah dipermainkan, juga karena permodalan internal dirasakan sudah terlalu kuat sehingga tidak perlu menggalang modal eksternal lagi.

Perusahaan (AGM) sudah dua kali gagal dalam upaya *go private*, hal ini dikarenakan investor saham Aqua yang tidak mau melepas sahamnya untuk

dibeli kembali perusahaan dengan alasan bahwa harga Rp 100.000 per lembar yang ditawarkan oleh manajemen Aqua dianggap terlalu rendah.

Sedangkan Masyarakat Investor Sekuritas Indonesia (MISSI) menghendaki harga penawaran *buyback* sebesar Rp 1.000.000 per lembar. Disamping menilai harga penawaran terlalu rendah, banyak juga pemegang saham publik tidak tertarik penawaran itu karena *sense of belonging investor* terhadap AQUA sangat tinggi, bangga ikut memilik AQUA.

Sehubungan dengan penelitian yang akan dilakukan, perumusan masalah dan pembatasan masalah yang akan dibahas dalam Karya Akhir ini adalah sebagai berikut:

### **Perumusan Masalah**

1. Apakah harga penawaran pembelian kembali (*buyback*) Rp 100.000 per lembar sudah merupakan harga pasar wajar, apabila dihitung dengan menggunakan metode *Discounted Cash Flow*, *Dividend Discount Model*, *Net Asset Value* (NAV) dan Pendekatan Pasar ?
2. Metode apa yang dianggap tepat dalam penentuan harga pasar wajar (*fair value*), dengan Pendekatan *Income*, Pendekatan *Asset* atau Pendekatan Pasar?
3. Kendala apa yang dihadapi, dua kali gagal dalam usaha *go private*?
4. Strategi apa yang harus dilakukan oleh PT AGM Tbk agar dapat berhasil dalam usaha *go private* ?

### **Pembatasan Masalah**

Penilaian saham dapat dilakukan dengan menggunakan berbagai metode, namun dalam penelitian ini untuk penilaian dengan pendekatan *income* hanya menggunakan *discounted Cash Flow* dan *Dividend Discount Model* serta untuk pembandingan, penilaian juga menggunakan pendekatan *asset* (*Net Asset Value* = NAV) serta pendekatan pasar. Dalam penelitian, selain menggunakan data keuangan PT AGM Tbk selama 7 tahun dalam bentuk *Annual Report* tahun

2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005 dan 2006, juga proyeksi keuangan tahun 2005-2010 yang dapat diperoleh dari perusahaan atau melalui Bursa Efek Jakarta dan Surabaya.

### C. Tujuan dan Manfaat Penelitian

Tujuan penelitian yang ingin dicapai adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui harga pasar wajar saham PT AGM Tbk melalui perhitungan dengan menggunakan pendekatan *income (discounted Cash Flow dan Dividend Discount Model)*, pendekatan *asset* dan pendekatan pasar.
2. Membandingkan hasil penilaian dengan menggunakan pendekatan *income* dan pendekatan *asset (asset yang telah direvaluasi sesuai dengan harga pasar)* dan dengan pendekatan pasar.
3. Menganalisa dari berbagai aspek, penyebab kegagalan dalam usaha menjadi perusahaan tertutup (*go private*).
4. Mengusulkan strategi yang harus dilakukan perusahaan agar dapat sukses dalam usaha menjadi perusahaan tertutup, sehubungan dengan dua kali mengalami kegagalan (tahun 2001 dan 2005) dalam usaha *go private*.

Manfaat yang dapat diperoleh dari penelitian adalah sebagai berikut:

1. Manfaat bagi Perusahaan  
Memberikan sumbangan pengetahuan, pemikiran, strategi, informasi dan saran untuk pencapaian tujuan perusahaan khususnya dalam usaha *go private*
2. Manfaat bagi Akademis.  
Sebagai bahan masukan dan kajian untuk perkembangan ilmu pengetahuan bagi peneliti yang akan melakukan penelitian di bidang manajemen keuangan khususnya investasi dan pasar modal.
3. Manfaat bagi Penulis  
Dapat menambah wawasan pengetahuan dan daya nalar sebagai proses berfikir dan belajar dengan berusaha memahami teori-teori serta aplikasinya.

#### D. Sistematika Penulisan

Karya Akhir ini dibagi dalam lima bab, dimana tiap bab memiliki hubungan yang saling berkaitan antara satu dengan lainnya dan diperinci sebagai berikut:

##### BAB I : PENDAHULUAN

Bab ini memaparkan tentang latar belakang permasalahan, perumusan dan pembatasan masalah, tujuan dan manfaat penelitian dan sistematika penulisan.

##### BAB II : LANDASAN TEORI

Dalam bab ini diuraikan mengenai peraturan dan prosedur *go private*, nilai pasar wajar, implikasi penilaian usaha, biaya modal (*cost of capital*) dan teori berkaitan dengan Penilaian saham (*share Valuation*) dengan Pendekatan *Income Based Method* (*discounted Cash Flow*, *Dividend Discount Model*), *Asset Based Method* dan *Market Based Method*.

##### BAB III : OBYEK DAN METODOLOGI PENELITIAN

Dalam bab ini memberikan gambaran umum perusahaan meliputi informasi umum, kinerja operasional, kinerja keuangan, resiko usaha, analisa SWOT dan Visi Misi serta penggunaan metodologi penelitian yakni teknik pengumpulan data, pengolahan data serta teknik analisis data.

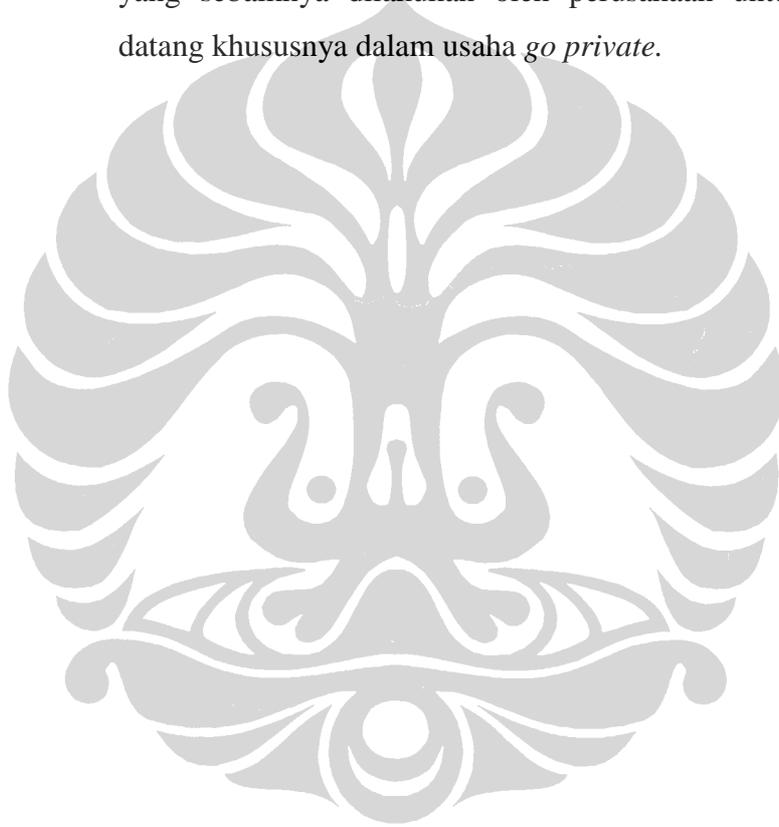
##### BAB IV : ANALISA DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan diadakan Analisis Fundamental dan membahas tentang metode yang paling sering digunakan dalam penetapan harga wajar yakni *Discounted Cash Flow* (DCF). Metode ini memperhitungkan nilai kini (*present value*) dari serangkaian pendapatan yang akan datang yang dihasilkan oleh investasi dengan tingkat diskonto tertentu yang mencerminkan *Cost of capital* dari investasi

tersebut. Sebagai pembandingan, penilaian juga dilakukan dengan menggunakan metode-metode *share Valuation* yang ada dalam Bab II, yaitu dengan menggunakan *Dividend Discount Model*, Pendekatan *asset* (NAV) serta dengan Pendekatan pasar.

#### BAB V : KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini merupakan kesimpulan dan saran dari penulis. Kesimpulan merupakan ringkasan dari penelitian, sedangkan saran merupakan hal yang sebaiknya dilakukan oleh perusahaan untuk masa yang akan datang khususnya dalam usaha *go private*.



## BAB II LANDASAN TEORI

### A. Peraturan dan Prosedur *Go private*

Tindakan *go private* merupakan aksi korporasi yang merupakan kebalikan dari tindakan *go public*. Pada tindakan *go public*, suatu perusahaan menjual sahamnya kepada *public* sehingga menjadi perusahaan terbuka. Sebaliknya pada tindakan *go private* perusahaan terbuka berubah menjadi perusahaan tertutup. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh *Foley & Lardner*, alasan suatu perusahaan terbuka melakukan *go private* adalah karena merasa terbebani oleh biaya-biaya yang harus dikeluarkan dan kewajiban-kewajiban sebagai perusahaan terbuka.

Adapun biaya dan kewajiban tersebut antara lain adalah tingginya biaya konsultan hukum dan akuntansi, biaya penyelenggaraan RUPS, kewajiban memenuhi peraturan pasar modal, kesibukan melayani analis surat berharga dan keterbatasan untuk melakukan transaksi dengan pihak afiliasi. Beberapa dari alasan tersebut tentunya mengundang perdebatan, karena justru hal-hal itulah yang merupakan penunjang pelaksanaan prinsip *Good Corporate Governance*.

Sebagaimana pada aksi korporasi lainnya, perhatian Bapepam dalam proses *go private* terletak pada perlindungan kepentingan pemegang saham publik. Pada proses *go private*, disamping berusaha memastikan bahwa tidak terdapat informasi yang disembunyikan perusahaan, Bapepam juga mempersyaratkan adanya persetujuan pemegang saham independen dan dilakukannya penawaran tender atas saham yang dimiliki pemegang saham publik.

#### 1. Peraturan *Go private*

Peraturan yang selama ini dijadikan acuan dalam melaksanakan *go private* adalah peraturan mengenai benturan kepentingan dan peraturan mengenai penawaran tender. Kedua aturan ini meliputi peraturan Bapepam dan juga peraturan yang dikeluarkan oleh BEJ. Disamping itu proses *go private* juga

harus mengacu pada Undang-undang No.1 tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas dan Undang-undang No.8 tahun 1995 tentang Pasar Modal.

a. Peraturan tentang Benturan Kepentingan

Peraturan Bapepam mengenai benturan kepentingan mewajibkan suatu transaksi yang mengandung benturan kepentingan mendapat persetujuan pemegang saham independen. Meskipun tindakan *go private* tidak mengandung benturan kepentingan, kebijakan Bapepam mewajibkan perusahaan untuk mengacu kepada peraturan tersebut. Dengan kebijakan ini, meskipun tidak memiliki suara mayoritas, pemegang saham independen yang tidak setuju dengan proses *go private* dapat menghalangi proses *go private*. Sampai dengan bulan Agustus 2005, persetujuan pemegang saham independen dilakukan dengan mengacu pada Peraturan Bapepam No. IX.E.1 tentang Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu. Peraturan tersebut mensyaratkan bahwa *go private* hanya dapat dilakukan dengan persetujuan RUPS. Pemegang Saham Independen yang dihadiri oleh lebih dari 50% saham yang dimiliki Pemegang Saham Independen dan disetujui oleh lebih dari 50% saham yang dimiliki oleh Pemegang Saham Independen. Pada proses *go private* PT Aqua Golden Mississippi Tbk pada bulan Oktober 2005, angka korum ini tidak lagi mengacu Peraturan Bapepam No. IX.E.1. Dalam surat edaran *go private* yang dikeluarkan PT Aqua Golden Mississippi Tbk disebutkan bahwa Bapepam telah mengeluarkan Surat No.S-2805/PM/2005 perihal Rencana *Go private* PT Aqua Golden Mississippi Tbk tanggal 11 Oktober 2005. Melalui Surat Bapepam tersebut, Bapepam mensyaratkan bahwa *go private* hanya dapat dilakukan dengan persetujuan RUPS Pemegang Saham Independen yang dihadiri oleh sekurang-kurangnya 75% saham yang dimiliki Pemegang Saham Independen dan disetujui oleh Pemegang Saham Independen yang mewakili lebih dari 50% saham yang dimiliki oleh total Pemegang Saham Independen. Disamping mengatur korum, Surat Bapepam tersebut juga mengatur mengenai harga penawaran tender yang harus dilakukan.

b. Peraturan tentang penawaran tender

Apabila rencana *go private* telah disetujui oleh para Pemegang Saham Independen, maka harus dilakukan tender oleh pemegang saham perusahaan untuk membeli saham yang dimiliki pemegang saham publik. Tata cara dan prosedur penawaran tender diatur dalam Peraturan Bapepam No. IX.F.1 tentang Penawaran Tender. Adapun harga penawaran, disamping diatur dalam Peraturan Bapepam No.IX.F.1 tentang Penawaran Tender, juga diatur dalam Peraturan BEJ No.I-1. Disamping itu, dengan dikeluarkannya Surat Bapepam No. 2805/PM/2005 perihal Rencana *Go private* PT Aqua Golden Mississippi Tbk maka harga penawaran tender juga harus mengacu pada surat tersebut.

1) Surat Bapepam No.2805/PM/2005 perihal Rencana *Go private* PT Aqua Mississippi Tbk. Surat ini merupakan acuan yang dipakai dalam proses *go private* yang terkini yaitu proses *go private* PT Aqua Golden Mississippi Tbk. Sebagaimana disebutkan dalam Surat Edaran *go private* yang dikeluarkan PT Aqua Golden Mississippi Tbk, Bapepam mensyaratkan agar harga penawaran pembelian harus menarik atau lebih tinggi dari ketiga harga berikut:

- Harga pasar tertinggi atas saham Perseroan di bursa dalam jangka waktu 90 hari terakhir sebelum pengumuman rencana *go private*
- Hasil penilaian harga wajar saham Perseroan oleh penilai Independen. Penilai Independen tersebut ditunjuk oleh pemegang saham Independen dalam RUPS Independen
- Nilai nominal saham

2) Peraturan Bapepam No. IX.F.1 tentang Penawaran Tender. Peraturan ini mensyaratkan harga penawaran tender harus lebih tinggi dari dua harga berikut:

- a) Harga penawaran tender tertinggi yang diajukan sebelumnya oleh pihak yang sama dalam jangka waktu 180 hari sebelum pengumuman.
  - b) Harga pasar tertinggi atas Efek dalam jangka waktu 90 hari terakhir sebelum pengumuman.
- 3) Peraturan BEJ No.I-1, Peraturan ini mensyaratkan harga penawaran tender sekurang-kurangnya harus sama dengan harga tertinggi dari tiga harga berikut:
- a) Harga nominal,
  - b) Harga perdagangan tertinggi di pasar regular selama 2 tahun terakhir sebelum pemberitahuan RUPS, setelah memperhitungkan faktor penyesuaian akibat perubahan nilai nominal sejak 2 tahun terakhir hingga RUPS yang menyetujui delisting, ditambah premi berupa tingkat pengembalian investasi 2 tahun yang diperhitungkan sebesar harga perdana saham dikali rata-rata tingkat bunga SBI 1 bulan dalam periode 3 bulan atau tingkat bunga obligasi pemerintah lain yang setara yang berlaku saat diterapkannya putusan RUPS mengenai delisting.
  - c) Nilai wajar berdasarkan penilaian Penilai Independen.

Masing-masing peraturan diatas memberikan batasan mengenai harga minimal bagi penawaran tender, karena ketiga peraturan tersebut tidak saling bertentangan namun bersifat saling melengkapi.

Selain peraturan diatas, proses *go private* juga harus memperlihatkan penyelesaian terhadap pemegang saham yang tidak setuju terhadap *go private*. Hal ini diatur dalam angka 1 pasal 55 Undang-undang No.1 tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas, yang menyatakan bahwa setiap pemegang saham berhak meminta kepada Perseroan agar sahamnya dibeli dengan harga yang wajar, apabila yang bersangkutan tidak menyetujui tindakan perseroan yang merugikan pemegang saham atau perseroan, berupa : (a) perubahan Anggaran Dasar, (b) penjualan

penjaminan, pertukaran besar atau seluruh kekayaan perseroan atau (c) penggabungan, peleburan, atau pengambilalihan perseroan.

## 2. Prosedur *Go private*

Berdasarkan peraturan-peraturan tersebut diatas, maka secara umum prosedur yang harus dilalui dalam proses *go private* adalah sebagai berikut:

### a. Memperoleh persetujuan RUPS pemegang saham independen.

Pertama-tama, perusahaan yang hendak *go private* wajib menyampaikan agenda RUPS independen mengenai rencana *go private* beserta draft Surat Edaran bagi Pemegang Saham kepada Bapepam selambat-lambatnya 7 hari sebelum pemberitahuan. Agenda RUPS biasanya mencakup rencana delisting, perubahan status perusahaan dari terbuka menjadi tertutup serta perubahan Anggaran Dasar terkait, yang secara satu kesatuan biasanya disebut sebagai rencana *go private*. Salah satu agenda penting yang juga harus diperhatikan adalah agenda penunjukkan Penilai Independen oleh Pemegang Saham Independen untuk melakukan penilaian atas saham Perseroan.

Mengingat bahwa *go private* dilakukan melalui penawaran tender atas saham perusahaan, maka informasi mengenai rencana *go private* sangat mempengaruhi harga saham Perseroan. Untuk menghindari fluktuasi harga, perseroan dapat mengajukan permohonan suspend perdagangan saham kepada bursa efek dimana perusahaan tercatat. Pemberitahuan akan adanya RUPS Independen dan Surat Edaran kepada para pemegang saham (pengumuman) harus diumumkan dalam surat kabar selambat-lambatnya 28 hari sebelum RUPS. Surat Edaran antara lain mencakup alasan dan latar belakang rencana *go private*, penilaian pihak independen atas saham Perseroan, pihak yang akan melakukan penawaran tender, harga penawaran yang direncanakan serta ketentuan-ketentuan RUPS dalam rangka *go private*. Panggilan untuk menghadiri RUPS juga harus diumumkan melalui surat kabar dan dilakukan selambat-lambatnya 14 hari sebelum RUPS. Sebagaimana telah disebutkan diatas, sebelum bulan September 2005 persetujuan dari pemegang saham independen dilakukan

dengan mengacu pada Peraturan Bapepam No. IX.E.1 tentang Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu. Pada proses *go private* PT Aqua Golden Mississippi Tbk bulan Oktober 2005, ketentuan persetujuan pemegang saham independen ini mengacu pada Surat Bapepam No.S-2805/PM/2005 perihal Rencana *Go private* PT Aqua Golden Mississippi Tbk. Dalam Surat tersebut Bapepam menyatakan bahwa dalam rangka persetujuan *go private*, RUPS independen harus dihadiri oleh sekurang-kurangnya 75% Pemegang Saham Independen dan harus disetujui oleh lebih dari 50% total Pemegang Saham Independen Perseroan.

b. Melakukan Penawaran Tender

Setelah memperoleh persetujuan dari pemegang saham independen, maka pelaksanaan *go private* wajib dilakukan melalui penawaran tender. Prosedur dan tata cara penawaran tender diatur dalam Peraturan No. IX.F.1 tentang Penawaran Tender. Adapun harga yang digunakan, disamping mengacu pada Peraturan Bapepam No. IX.F.1 juga harus mengacu pada Surat Bapepam No.S-2805/PM/2005 tanggal 11 Oktober 2005 dan Peraturan BEJ no. I-1. Sebagaimana diungkapkan diatas, peraturan-peraturan tersebut memberikan patokan mengenai harga-harga minimum yang harus dijadikan acuan dalam menentukan harga realisasi penawaran tender. Karenanya acuan-acuan harga tersebut tidak bertentangan namun bersifat saling melengkapi.

c. Paska Penawaran Tender

Apabila setelah penawaran tender masih terdapat pemegang saham yang tidak setuju dengan proses *go private*, maka sebagaimana disyaratkan dalam Undang-undang No.1 tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas pasal 55 angka 1, Perusahaan wajib mengusahakan untuk membeli saham yang dimiliki pemegang saham tersebut. Pembelian tersebut dapat dilakukan oleh pemegang saham utama dan dapat pula oleh perusahaan sendiri. Apabila perusahaan memilih membeli sendiri saham tersebut maka wajib mengikuti peraturan yang terkait dengan pembelian kembali saham.

Hal yang perlu diperhatikan dalam proses *go private* adalah bagaimana menentukan batasan bahwa suatu perusahaan sudah menjadi perusahaan tertutup. Undang-undang No.8 tahun 1995 tentang Pasar Modal memberikan definisi mengenai emiten dan perusahaan publik, namun Undang-undang tersebut belum memberikan definisi yang jelas mengenai perusahaan tertutup ataupun perusahaan terbuka. Batasan mengenai perusahaan tertutup atau perusahaan terbuka sangat diperlukan untuk menentukan kapan kewajiban dari suatu perusahaan sebagai perusahaan terbuka akan berakhir.

Undang-undang Pasar Modal menyatakan bahwa salah satu pengertian Penawaran Umum meliputi penjualan efek kepada lebih dari 50 pihak dalam batas nilai serta batas waktu tertentu. Dengan mempertimbangkan hal ini, maka ada kemungkinan Perseroan masih dianggap memenuhi criteria sebagai pihak yang wajib tunduk kepada peraturan dan perundang-undangan di bidang pasar modal apabila setelah penawaran tender pemegang saham Perseroan masih lebih dari 50 pihak.

## **B. Nilai Pasar Wajar (NPW)**

### **1. Pengertian Nilai Pasar Wajar (NPW)**

Dalam penilaian usaha (perusahaan/ekuitas, aktiva tak berwujud dan transaksi/tindakan korporasi) dikenal 3 konsep nilai yakni nilai pasar wajar (NPW- *fair market value*), nilai investasi dan nilai wajar, yang penggunaannya berbeda tergantung dari tujuan dan jenis transaksi yang dilakukan.

Berdasarkan standar Penilaian Usaha (SPUI, IPPUI, MAPPI) dinyatakan bahwa definisi yang akan dicari harus dirumuskan dan dijelaskan lebih dahulu sebelum melakukan penilaian. Ketentuan tersebut bersifat wajib (mandatory) karena aplikasi dari metode penilaian yang dipilih akan dipengaruhi oleh jenis nilai yang akan dicari dan ditetapkan dalam penilaian. JC Bonbright seorang pakar penilaian di AS menyatakan bahwa adalah sulit untuk secara intelektual membahas metode penilaian tanpa mengacu kepada definisi nilai yang akan dicari. Proses penilaian yang mengabaikan standar

tersebut akan dapat menghasilkan indikasi nilai yang tidak jelas dan tidak obyektif, karena setiap definisi nilai dalam aplikasinya memiliki syarat-syarat tertentu.

Berbeda dengan nilai investasi yang berlaku untuk stratejik investor tertentu dan nilai wajar yang diaplikasikan untuk kasus-kasus adanya sekelompok pemegang saham (*dissenting shareholders*) yang tidak setuju terhadap suatu transaksi korporasi, nilai pasar wajar digunakan untuk kepentingan transaksi jual-beli atau pengalihan *business interest* secara umum dan perpajakan.

## 2. Definisi Nilai Pasar Wajar

Definisi operasional (*working definition*) tentang NPW yang telah digunakan secara umum mengacu kepada definisi yang dirumuskan oleh *Internal Revenue Service* (IRS, kantor pajak AS)

***“the Price at which the property (and or business interest) would change hands between a willing buyer and a willing seller when the former is not under compulsion to buy and the latter is not under compulsion to sell, both parties having reasonable knowledge of the relevant facts”***

Berdasarkan definisi IRS berbagai persyaratan manakala seorang penilai hendak melakukan penilaian dibawah definisi NPW. Menurut IRS sedikitnya ada 8 faktor yang harus dianalisis untuk sampai kepada NPW yaitu:

- a. Jenis, sifat usaha dan sejarah (*track record*) perusahaan sejak awal
- b. Kondisi, prospek ekonomi dan industry
- c. Nilai buku ekuitas, kondisi dan kinerja keuangan perusahaan
- d. Kemampuan nyata perusahaan dalam menghasilkan pendapatan
- e. Kapasitas perusahaan dalam membayar dividen
- f. Apakah perusahaan memiliki nilai aktiva tak berwujud atau *goodwill*
- g. Data penjualan ekuitas perusahaan yang pernah dijual dan besarnya (*size*, mayoritas atau minoritas) dari ekuitas yang dinilai
- h. Harga pasar dari saham perusahaan yang sepadan dan sebanding

Hasil analisis dari 8 faktor tersebut harus relevan dengan dan menggambarkan kemampuan nyata dalam penciptaan nilai dari *business interest* yang dinilai dan setara dengan rata-rata kemampuan perusahaan-perusahaan sebanding yang sudah terbentuk nilai pasarnya.

Dengan mengacu kepada definisi NPW yang ditetapkan IRS diatas, Mercer & Brown kemudian merumuskan unsur-unsur dari NPW sebagai berikut:

- a. *Price and change hands*, NPW adalah perkiraan harga dari suatu transaksi dimana subyek *business interest* dipertukarkan bukan proceeds dari transaksi (karena mungkin saja ada biaya yang harus dikeluarkan) dan konsep NPW adalah nilai kini (*present value*) serta atas dasar tunai atau ekuivalen.
- b. *Willing buyer* dan
- c. *Willing seller*, kedua pihak (*the hypothetical willing buyer and seller*) berkeinginan/berkehendak melakukan transaksi menjual atau membeli dari subjek *business interest* jika harganya tepat/wajar dan kedua pihak adalah rasional.
- d. *No Compulsion*, tidak satupun dari mereka berada dalam keadaan terpaksa atau tekanan untuk melakukan transaksi, negosiasi yang mungkin terjadi untuk mencapai kesepakatan harga dan syarat-syarat semata-mata berdasarkan pertimbangan ekonomi dan keuangan.
- e. *Reasonable knowledge*, kedua pihak diasumsikan memiliki informasi yang *reasonable* atas fakta-fakta yang *relevan* tentang subyek *business interest* yang ditransaksikan.
- f. *Able to trade* dan
- g. *Willing to trade*, kedua pihak mampu (memiliki *financial capacity*) dan mau melakukan transaksi (jual-beli), divestasi/investasi dalam portofolio investasi tanpa mempertimbangkan besar/kecilnya *business* yang ditransaksikan.
- h. *The business interest itself* dan
- i. *Market for such business interest*, kedua pihak diasumsikan memiliki informasi tentang subyek *business interest* yang ditransaksikan, kedua pihak harus mengetahui dan mampu melakukan investigasi tentang resiko dan potensi investasi. Kedua pihak juga harus memahami tentang kondisi dan prospek industri dan ekonomi baik regional maupun nasional.

### 3 Implikasi Dalam Penilaian Usaha

Pada umumnya ada tiga (3) macam metode pendekatan dalam memperkirakan nilai wajar suatu badan usaha (*Business Valuation*) maupun nilai wajar kepemilikan dalam badan usaha (*Share Valuation*). (*Newsletter, Corporate Finance & Business Valuation 1th edition , February 2003*)

Ketiga metode tersebut adalah :

a. Pendekatan *Asset Based Method*

Dalam pendekatan dengan metode ini, penilaian dilakukan berdasarkan Neraca Laporan Keuangan Perseroan. Metode ini memperhitungkan nilai wajar suatu badan usaha ataupun kepemilikannya dengan mempertimbangkan kualitas atau nilai wajar dari kedua sisi neraca yaitu sisi aktiva dan sisi kewajiban. Sebagai ilustrasi adalah perhitungan umur piutang, umur persediaan, pengkajian terhadap nilai wajar/nilai pasar atas penyertaan perusahaan pada anak perusahaan, pengkajian nilai aktiva tetap dan sebagainya.

b. Pendekatan *Earning/Income Based Method*

Metode yang paling sering digunakan adalah *Discounted Cash Flow* (DCF). Metode ini memperhitungkan nilai kini (*present value*) dari serangkaian pendapatan yang akan datang yang dihasilkan oleh investasi dengan tingkat diskonto tertentu yang mencerminkan *Cost of Capital* dari investasi tersebut.

DCF adalah metode yang paling sering digunakan dan teknik yang paling diterima untuk penetapan harga saham dalam penilaian perusahaan. Dalam pendekatan DCF, nilai bisnis adalah diskonto atas arus kas bebas yang diharapkan diterima pada tingkat yang mencerminkan risiko dari arus kas ditambah dengan *terminal value* dari perusahaan.

Metode DCF tersebut akan digunakan sebagai salah satu dasar perhitungan untuk penetapan harga saham Aqua dengan asumsi perusahaan tersebut akan tetap beroperasi (*going concern*).

c. Pendekatan *Market Based Method*

Metode ini menentukan indikasi nilai berdasarkan data transaksi yang pernah terjadi sebelumnya atas suatu *business interest* dari perseroan sejenis dan sebanding. Dalam pengerjaannya, metode mengasumsikan bahwa transaksi yang bersifat *arm's length* dari *business interest* yang sejenis dapat menyajikan bukti empirik yang kuat tentang nilai pasar dari *business interest* tersebut.

### C. Biaya Modal

Kebijakan keuangan perusahaan mengenai sumber keuangan yang direncanakan untuk digunakan dan kombinasi tertentu yang akan digunakan untuk menentukan penggunaan hutang dan pembiayaan ekuiti. Kombinasi antara hutang dan ekuiti yang digunakan dapat berdampak pada biaya modal perusahaan.

Biaya modal perusahaan keseluruhan akan mencerminkan biaya-biaya yang dikombinasikan dari semua sumber keuangan yang digunakan perusahaan yang disebut *biaya modal rata-rata tertimbang (Weighted Average Cost of capital = WACC)*.

Biaya modal tertimbang adalah rata-rata tertimbang dari biaya setelah pajak atas masing-masing sumber modal yang digunakan perusahaan untuk membiayai sebuah proyek dimana bobot tersebut mencerminkan proporsi pembiayaan total dari masing-masing sumber.

Dalam rangka menarik investor baru, perusahaan membuat instrumen-instrumen pembiayaan/surat-surat berharga yang beranekaragam yakni dapat berupa hutang, saham istimewa dan saham biasa. Dalam menghitung setiap biaya dalam masing-masing instrumen pembiayaan ini harus mengestimasi tingkat pengembalian yang disyaratkan investor yang disesuaikan dengan mempertimbangkan berbagai biaya transaksi atau biaya-biaya pengembangan (*flotation costs*) yang terkait dengan masing-masing sumber pendanaan. Karena untuk mendiskonto arus kas setelah pajak, biaya modal harus disesuaikan dengan adanya berbagai pengaruh pajak perusahaan.

*Pada dasarnya biaya sumber modal tertentu akan sama dengan tingkat pengembalian yang disyaratkan investor setelah penyesuaian pengaruh biaya-biaya pengembangan dan pajak perusahaan.*

### 1. Biaya Utang

Tingkat pengembalian yang disyaratkan investor atas hutang semata-mata merupakan pengembalian yang disyaratkan kreditur, ketika mereka memberikan pinjaman kepada perusahaan. Tingkat pengembalian yang disyaratkan, didapat dengan pemecahan persamaan penilaian obligasi sebagai berikut:

$$P_d = \sum_{t=1}^n \frac{\text{pembayaran bunga dalam periode } t (I_t)}{(1 + \text{tingkat pengembalian yang disyaratkan pemegang obligasi } (k_d))^t} + \frac{\text{nilai jatuh tempo hutang}}{(1 + \text{tingkat pengembalian yang disyaratkan pemegang obligasi } (k_d))^n}$$

(Keown, Arthur J. Martin, John D. Petty, J. William. Scott, David F. 2005 p.407)

dimana,

$P_d$  = Harga pasar surat-surat utang

$n$  = Banyaknya periode hingga jatuh tempo

$k_d$  = Biaya modal pinjaman

### 2. Biaya atas Ekuitas Saham Biasa

Penentuan biaya ekuitas saham biasa, merupakan hal yang unik karena dua alasan:

- Biaya ekuitas saham biasa lebih sukar untuk diestimasi dibandingkan dengan biaya hutang atau saham istimewa karena tingkat yang disyaratkan pemegang saham biasa adalah tidak dapat diamati. Karena pemilik saham biasa adalah pemilik perusahaan yang bersifat residual artinya hasil mereka setara dengan apa yang tersisa dari laba perusahaan setelah membayar bunga dan pembayaran pokok untuk pemegang

obligasi perusahaan serta dividen yang dijanjikan kepada pemegang saham *preferen* (istimewa).

- Ekuitas saham biasa dapat diperoleh dari laba ditahan perusahaan atau penjualan saham baru. Biaya yang terkait dengan masing-masing sumber ini adalah berbeda karena perusahaan tidak mengeluarkan biaya pengembangan apapun ketika menahan laba, sedangkan ketika menjual saham biasa yang baru (emisi saham) akan menimbulkan biaya.

Ada dua metode untuk mengestimasi tingkat pengembalian yang disyaratkan pemegang saham. Biaya yang menjadi dasar untuk mengestimasi biaya modal ekuiti perusahaan yakni metode yang didasarkan atas model pertumbuhan dividen (*Dividend Discount Model* = DDM) dan MPHAM = Metode Penentuan Harga Asset Modal (*Capital Asset Pricing Model* = CAPM).

#### a. Model Pertumbuhan Dividen (DDM)

Nilai saham biasa perusahaan adalah setara dengan nilai sekarang dari semua dividen yang akan datang, dimana dividen diharapkan tumbuh pada tingkat  $g$  untuk selamanya dan tingkat  $g$  ini lebih kecil dari tingkat pengembalian yang disyaratkan investor  $k_{cs}$ , kemudian nilai satu lembar saham biasa  $P_{cs}$  dapat ditulis sebagai berikut:

$$P_{cs} = \frac{D_1}{k_{cs} - g}$$

Dimana  $D_1$  adalah dividen yang diharapkan diterima pemegang saham biasa selama 1 tahun. Dividen yang diharapkan adalah setara dengan dividen saat

ini dikalikan dengan % pertumbuhannya. Yakni  $D_1 = (D_0 + g)$

$$k_{cs} = \frac{D_1}{P_{cs}} + g$$

(Keown, Arthur J. Martin, John D. Petty, J. William. Scott, David F. 2005 p.410)

Dimana  $k_{cs}$  merupakan tingkat pengembalian yang disyaratkan investor untuk penginvestasian dalam bentuk saham perusahaan. Itu juga bertindak sebagai estimasi kita atas biaya modal ekuiti, dimana modal ekuiti yang baru telah diperoleh dengan menahan sebagian laba periode terkini.

Pembiayaan ekuiti saham biasa datang dari salah satu dari dua sumber yakni penahanan laba setelah pembayaran dividen dan penjualan saham biasa yang baru (emisi saham). Penahanan laba perusahaan tidak mengeluarkan biaya-biaya pengembangan apapun yang tingkat pengembalian yang disyaratkan investor sama dengan biaya modal penambahan saham baru.

Jika perusahaan mengeluarkan saham baru untuk menaikkan modal ekuiti, maka akan timbul biaya-biaya pengembangan yang akan mempengaruhi tingkat pengembalian yang disyaratkan investor, karena harga saham  $P_{cs}$  dikurangi dengan biaya-biaya pengembangan menjadi  $NP_{cs}$ , maka dengan ini untuk menaksirkan biaya saham biasa yang baru  $k_{ncs}$  menjadi,

$$k_{ncs} = \frac{D_1}{NP_{cs}} + g$$

(Keown, Arthur J. Martin, John D. Petty, J. William. Scott, David F. 2005 p.410)

Keunggulan utama dari model pertumbuhan dividen adalah kesederhanaannya, karena untuk mengestimasi tingkat pengembalian hasil yang diminta investor, hanya dengan mengamati dividen dan harga saham terkini dan mengestimasi tingkat pertumbuhan dividen berjangka.

Kelemahan utama dari model pertumbuhan dividen yang didasarkan pada asumsi dasar, dimana dividen diharapkan tumbuh pada sebuah tingkat yang konstan  $g$ , selamanya atau untuk periode tertentu dan kemudian tumbuh pada tingkat lebih rendah/tinggi dan seterusnya.

#### b. Model Penetapan Harga Asset Modal (CAPM)

CAPM memberikan dasar untuk menentukan harapan investor dari investasi saham biasa tergantung dari 3 hal,

- 1) Tingkat bebas resiko,  $k_{rf}$
- 2) Resiko sistematis dari pengembalian atas saham biasa dibandingkan dengan pengembalian atas pasar secara keseluruhan atau koefisien beta saham  $\beta$
- 3) Premi resiko pasar, yang setara dengan perbedaan tingkat pengembalian yang diharapkan atas pasar secara keseluruhan, tingkat pengembalian yang diharapkan atas surat berharga rata-rata dikurangi tingkat bebas resiko  $k_m - k_{rf}$

Dengan menggunakan CAPM (Model Penetapan Harga Aset Modal), tingkat pengembalian hasil yang disyaratkan investor dapat ditulis

$$k_c = k_{rf} + \beta(k_m - k_{rf})$$

(Keown, Arthur J. Martin, John D. Petty, J. William. Scott, David F. 2005 p.412)

Keuntungan utama dengan pendekatan CAPM adalah

- a. Sederhana dan mudah untuk dipahami dan diterapkan, variabel model tersedia dari sumber publik dengan perkecualian yang memungkinkan atas koefisien beta dari perusahaan kecil atau non publik.
- b. Tidak tergantung pada pembayaran dividen atau asumsi apapun mengenai tingkat pertumbuhan dividen, maka model ini diterapkan bagi perusahaan yang tidak sedang membayar dividen atau tidak diharapkan untuk memiliki tingkat pertumbuhan dividen yang tetap.

### 3. Biaya Modal Rata-Rata Tertimbang (*Weighted Average Cost of capital*)

Kombinasi dari biaya-biaya modal kedalam biaya modal rata-rata tunggal. Untuk menaksirkan biaya modal tertimbang rata-rata harus diketahui biaya masing-masing sumber modal yang digunakan dan campuran struktur modal.

Struktur modal perusahaan dapat berupa campuran dari tiga sumber modal yakni obligasi, saham istimewa dan saham biasa.

Untuk menghitung biaya modal yang sumber pendanaan terdiri dari obligasi dan saham biasa dapat dengan menggunakan persamaan berikut:

$$\text{Biaya Tertimbang Rata-rata} = \left( \begin{array}{cc} \text{biaya utang} & \text{proporsi} \\ \text{setelah pajak} & \times \text{ pembiayaan} \\ & \text{utang} \end{array} \right) + \left( \begin{array}{cc} \text{biaya} & \text{proporsi} \\ \text{ekuiti} & \times \text{ pembiayaan} \\ & \text{ekuitas} \end{array} \right)$$

(Keown, Arthur J. Martin, John D. Petty, J. William. Scott, David F. 2005 p.414)

Dalam praktek, perhitungan biaya modal secara umum sangat rumit karena perusahaan sering mempunyai beragam utang yang dikeluarkan dengan tingkat pengembalian yang berbeda, begitu juga penggunaan ekuitas dapat berupa ekuitas biasa atau istimewa.

Peningkatan modal ekuitas dapat berupa hasil penahanan dan penginvestasian kembali laba perusahaan dan juga dapat melalui penawaran saham baru. Peningkatan saham berasal dari laba ditahan tidak menimbulkan biaya –biaya sehubungan dengan penambahan saham biasa yang baru, namun akan timbul biaya terkait dengan penambahan saham melalui penawaran saham baru.

Sehubungan dengan ini dapat disimpulkan bahwa ekuitas yang berasal dari laba ditahan adalah lebih murah dibandingkan dengan berasal dari penawaran saham baru.

#### a. Bobot Struktur Modal

Dalam menganalisa investasi baru, suatu unsur yang kritis adalah estimasi biaya modal yang akan merupakan tingkat diskonto yang akan digunakan untuk mengkalkulasi *Net Present value* (NPV) proyek tertentu yang mengharuskan untuk menentukan biaya modal terlebih dahulu agar dapat mengevaluasi peluang investasi perusahaan, dimana biaya modal harus mencerminkan tingkat resiko dari proyek yang dievaluasi. Biaya modal harus mencerminkan bagian tertentu dimana dana yang dikumpulkan dan karakteristik resiko dari proyek. Dengan demikian cara yang paling tepat untuk menghitung struktur modal tertimbang adalah dengan menggunakan sejumlah dana dari berbagai sumber modal yang benar-benar digunakan perusahaan.

Dalam praktek struktur modal perusahaan dapat berubah dari tahun ke tahun, sehubungan dengan alasan ini banyak perusahaan mempunyai kebijakan untuk menggunakan proporsi struktur modal sasaran (campuran sumber-sumber pembiayaan yang direncanakan untuk dipertahankan oleh perusahaan dari waktu ke waktu). Dalam menghitung biaya modal tertimbang rata-rata perusahaan, sebagai contoh sebuah perusahaan mempunyai kebijakan sasaran campurannya 40 persen hutang dan 60 persen ekuiti untuk menghitung biaya modal tertimbang rata-rata walaupun dalam bagian tahun lainnya campuran ini meningkatkan mayoritas kebutuhan pembiayaan dengan hutang. Dengan cara yang sama, hal itu akan terus menggunakan proporsi sasaran ditahun berikutnya ketika mayoritas kebutuhan pembiayaannya dengan penginvestasian kembali atas laba atau melalui penawaran saham baru (emisi saham)

Secara Matematis WACC dapat dituliskan sebagai berikut:

$$WACC = (E/V) \times R_E + (D/V) \times R_D \times (1 - T_c)$$

$$WACC = (C_s/V) \times R_{cs} + (P_s/V) \times R_{ps} + (D/V) \times R_D \times (1 - T_c)$$

(Ross, Stephen A. Westerfield, Randolph W. Jaffe, Jeffrey, 2005 p. 332)

Dimana:

$C_s$  = *common stock* = *saham biasa*

$P_s$  = *preferred stock* = *saham preferen*

$E = C_s + P_s$  = *equity* = *modal sendiri*

$D$  = *Long term debt* = *utang jangka panjang*

$V$  = *Total asset – current liabilities* =  $E + D$

$R_E$  = *cost of equity* = *biaya modal sendiri*

$R_{cs}$  = *cost of commonstock* = *biaya saham biasa*

$R_{ps}$  = *cost of preferred stock* = *biaya saham preferen*

$R_D$  = *cost of debt* = *biaya utang jangka panjang*

$T_c$  = *Tax* = *pajak*

#### 4. Pengukuran Resiko Pasar

Resiko dalam portofolio dapat dibagi dalam dua jenis resiko,

1. Resiko perusahaan spesifik atau perusahaan unik, merupakan resiko yang dapat didiversifikasikan (resiko tidak sistematis).
2. Resiko yang terkait dengan pasar, merupakan resiko yang tidak dapat didiversifikasikan atau dihapuskan (resiko sistematis).

Resiko sistematis, dapat dijelaskan dengan menguji hubungan antara pengembalian saham dan pengembalian indeks (IHSG).

##### a. Untuk menentukan pengembalian saham

$$\text{Pengembalian saham} = \frac{\text{Harga saham pada akhir bulan } t}{\text{Harga saham pada akhir bulan } t-1} - 1$$

(Keown, Arthur J. Martin, John D. Petty, J. William. Scott, David F. 2005 p.196)

##### b. Untuk menentukan pengembalian indeks

$$\text{Pengembalian indeks} = \frac{\text{Nilai indeks pada akhir bulan } t}{\text{Nilai indeks pada akhir bulan } t-1} - 1$$

(Keown, Arthur J. Martin, John D. Petty, J. William. Scott, David F. 2005 p.196)

atau notasi secara umum  $k_1 = \frac{P_1}{P_0} - 1$

Dimana,

$k_1$  = pengembalian selama periode pemilikan bulan  $t$  saham atau indeks  
 $P_1$  = harga saham perusahaan atau nilai indeks pada akhir bulan  $t$

Resiko pasar diwakili dengan beta. Beta mengukur bagaimana pergerakan imbal hasil saham terhadap imbal hasil pasar (indeks harga saham gabungan = IHSG).

Koefisien beta adalah kovarians dari *asset* dengan portofolio pasar sebagai bagian dari varians portofolio pasar.

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\sigma_M^2} \quad (\text{Bodie, Kane, Marcus 2005, p.283})$$

## D. Metode Pendekatan Dalam Penilaian Usaha

Yang dimaksud dengan nilai perusahaan adalah nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuiti perusahaan yang beredar. Secara konseptual modal yang diinvestasikan perusahaan adalah semua dana yang telah diinvestasikan didalamnya dan dapat diartikan bahwa modal yang ditanamkan adalah keseluruhan kekayaan perusahaan.

Perusahaan yang mendapat biaya pengembalian pendapatan yang lebih tinggi daripada biaya modalnya berarti telah menciptakan kekayaan pemegang saham. Untuk memahami bagaimana nilai pemegang saham diciptakan dapat dengan pemahaman bagaimana perusahaan dinilai di pasar modal.

Ada dua paradigma penilaian yang bersaing yang digunakan untuk menjelaskan nilai dari saham biasa perusahaan di pasar modal yakni model akuntansi dan model arus kas bebas. Jika model akuntansi yang digunakan untuk memperhitungkan nilai ekuitinya, maka akan memfokuskan pada penghasilan (*earnings*) yang dilaporkan bersamaan dengan penilaian pasar atas penghasilan tersebut seperti yang dicerminkan pada *rasio harga penghasilan*.

### 1. Metode Pendekatan *Income*

#### a. *Discounted Cash Flow (Diskonto Arus Kas)*

Model arus kas bebas untuk penilaian perusahaan merupakan metode untuk menganalisa nilai sebagai nilai sekarang dari arus kas masa depan perusahaan yang diproyeksikan untuk tahun-tahun mendatang (1 tahun hingga waktu tidak terbatas). Tentu saja arus kas bebas tidak bisa diramalkan untuk masa depan yang tidak terbatas, jadi hanya dapat memproyeksikan arus kas tersebut untuk tahun-tahun tertentu yang disebut periode perencanaan dan kemudian menahan nilai dari semua arus kas bebas tersebut dengan menggunakan konsep nilai akhir.

Sebagai contoh model penilaian arus kas yang didasarkan pada periode perencanaan 4 tahun yaitu memproyeksikan arus kas bebas perusahaan untuk masa yang melebihi 4 tahun ke depan dan untuk tahun ke-5 dan

sesudahnya, nilai arus kas bebas yang telah diperkirakan pada nilai akhir perusahaan di akhir tahun keempat. Nilai perusahaan pada keadaan ini dijelaskan pada model berikut:

$$\text{Nilai perusahaan} = \frac{\text{ arus kas bebas}_1}{(1+k_{wacc})^1} + \frac{\text{ arus kas bebas}_2}{(1+k_{wacc})^2} + \frac{\text{ arus kas bebas}_3}{(1+k_{wacc})^3} + \frac{\text{ arus kas bebas}_4}{(1+k_{wacc})^4} + \frac{\text{ nilai akhir}_4}{(1+k_{wacc})^4}$$

(Keown, Arthur J. Martin, John D. Petty, J. William. Scott, David F. 2005 p.440)

Untuk memperkirakan nilai perusahaan dengan mendiskontokan arus kas bebas masa depan untuk tahun pertama sampai tahun keempat, begitu juga dengan nilai akhirnya dengan menggunakan biaya modal tertimbang rata-rata perusahaan ( $k_{wacc}$ )

Dapat dilihat bagaimana nilai akhir dari model arus kas bebas menangkap arus kas bebas perusahaan untuk tahun kelima dan sesudahnya.

Ada banyak cara untuk memperkirakan nilai akhir pada akhir tahun ke 4, tergantung pada pola arus kas bebas yang bisa dihasilkan perusahaan. Dengan cara mengasumsikan bahwa arus kas bebas perusahaan ditahun kelima sampai waktu tidak terbatas adalah sama dengan arus kas bebas untuk tahun keempat.

Dengan kata lain bahwa arus kas bebas untuk tahun kelima dan keenam dan seterusnya tidak akan tumbuh setelah tahun keempat. Secara teknis hal ini berarti bahwa nilai akhir pada akhir tahun keempat adalah sama dengan nilai sekarang dari tingkat anuitas abadi. Nilai saat ini dari tingkat keabadian dihitung sebagai berikut:

$$\text{ nilai akhir}_4 = \frac{\text{ arus kas bebas}_5}{k_{wacc}}$$

*arus kas bebas<sub>5</sub> sama dengan arus kas bebas<sub>4</sub>*

b. Dividend Discount Model ( Model Dividen Diskonto)

Nilai intrinsik saham adalah merupakan nilai sekarang dari dividen yang diperkirakan akan diterima pada akhir setahun yang akan datang  $D_1$  serta perkiraan harga jualnya pada akhir setahun yang akan datang  $P_1$ , namun harga serta dividen masa depan merupakan hal tidak diketahui, yang tetap merupakan nilai harapan bukan nilai pasti.

Nilai intrinsik saham saat ini berdasarkan dividen dan harga jual setahun kedepan dinyatakan dengan persamaan,

$$V_o = \frac{D_1 + P_1}{1+k} \quad (\text{Bodie, Kane, Marcus 2005, p.609})$$

sedangkan untuk mengestimasi  $P_1$  yaitu harga saham setahun yang akan datang dapat dengan menggunakan persamaan,

$$V_1 = \frac{D_2 + P_2}{1+k} \quad (\text{Bodie, Kane, Marcus 2005, p.610})$$

$V_1 = P_1$ , jika berasumsi saham akan dijual pada nilai intrinsiknya tahun depan maka nilai intrinsik untuk dividen dan harga jual 2(dua) tahun

kedepan dapat menggunakan persamaan  $V_o = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2 + P_2}{(1+k)^2}$

(Bodie, Kane, Marcus 2005, p.610)

Untuk memprediksi harga saham pada akhir tahun kedua  $P_2$ , dan  $P_2$  dapat

diperoleh dengan menggunakan persamaan  $P_2 = \frac{D_3 + P_3}{(1+k)}$

(Bodie, Kane, Marcus 2005, p.610)

Dan lebih umum untuk kepemilikan selama  $H$  tahun, dapat dituliskan nilai saham sebagai nilai sekarang dari dividen selama  $H$  tahun ditambah harga jual pada akhir tahun ke- $H$ ,  $P_h$

$$V_o = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_h}{(1+k)^h} \quad (\text{Bodie, Kane, Marcus 2005, p.610})$$

Model harga saham dengan model diskonto dividen dimana harga saham akan sama dengan nilai sekarang dari seluruh dividen yang diharapkan sampai waktu tidak terbatas dengan rumus

$$V_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots \quad (\text{Bodie, Kane, Marcus 2005, p.610})$$

Dalam rumus diatas tidak berarti hanya memperhitungkan dividen yang akan diterima selama periode kepemilikan, tapi termasuk keuntungan dan kenaikan harga dalam menentukan harga saham, hanya saja dividen merupakan penentuan harga jual suatu saham dimasa depan.

### c. **Constant Growth DDM ( DDM Pertumbuhan Konstan)**

Model diskonto dividen pertumbuhan konstan atau Model Gordon, memprediksi penerimaan dividen setiap tahun merupakan hal yang sangat sulit. Namun untuk penyederhanaan, dividen dapat diasumsikan akan cenderung meningkat dengan tingkat pertumbuhan yang stabil disebut  $g$  dan contoh jika  $g = 0,05$  sedangkan dividen yang paling akhir dibayar  $D_0 = 4$ , maka kita dapat memprediksi dividen masa depan sebesar

$$D_1 = D_0(1+g) = 4 \times 1,05 = 4,20$$

$$D_2 = D_0(1+g)^2 = 4 \times (1,05)^2 = 4,41$$

$$D_3 = D_0(1+g)^3 = 4 \times (1,05)^3 = 4,63$$

Dengan memprediksi dividen tumbuh dengan tingkat konstan  $g$ , maka nilai intrinsik saham dapat dinyatakan sebagai berikut,

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{1+k} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+k)^3} + \dots$$

$$\text{atau dalam bentuk sederhana} \quad V_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} = \frac{D_1}{k-g}$$

**(Bodie, Kane, Marcus 2005, p.611)**

Rumus diatas merupakan rumus nilai sekarang dari perpetual (pembayaran tanpa batas waktu) namun jika dividen diprediksi tidak

tumbuh, maka pembayaran dividen akan merupakan perpetual sederhana

$$V_0 = \frac{D_1}{k}$$

**Contoh,** DDM Pertumbuhan konstan

PT AGM baru saja membayar dividen tahunan sebesar Rp 500 per lembar saham. Dividen diperkirakan akan tumbuh 5% per tahun selamanya, Beta saham AGM 0,8 sedangkan imbal hasil bebas resiko adalah 6% dan premi resiko pasar 8%.

Maka nilai intrinsik saham PT AGM dapat dihitung dengan menggunakan persamaan

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} = \frac{D_1}{k-g}$$

Dividen saat ini adalah Rp 500 dengan tingkat pertumbuhan 5%, maka prediksi dividen pada akhir tahun  $D_1 = D_0(1+g)$  adalah Rp 500 x 1,05 =

Rp 525 dan tingkat kapitalisasi pasar adalah  $k_c = k_{rf} + \beta(k_m - k_{rf})$

$$= 6\% + 0,8(14\% - 6\%)$$

$$= 12,4\%$$

Nilai intrinsik saham PT AGM  $V_0 = \frac{Rp525}{12,4\% - 5\%} = Rp7.095$

DDM pertumbuhan konstan akan valid jika  $g$  lebih rendah daripada  $k$ , jika dividen diprediksi akan tumbuh selamanya pada tingkat yang lebih tinggi daripada  $k$ , maka nilai saham akan tidak terbatas.

DDM pertumbuhan konstan banyak digunakan karena berguna untuk mengeksplorasi implikasi serta keterbatasannya. DDM pertumbuhan konstan berimplikasi bahwa nilai suatu saham akan lebih besar jika,

1. Dividen harapan per lembar saham lebih besar
2. Tingkat kapitalisasi pasar  $k$ , lebih rendah
3. Tingkat pertumbuhan dividen harapan lebih tinggi

Model pertumbuhan konstan juga berimplikasi bahwa harga saham diprediksi akan tumbuh dengan tingkat yang sama dengan pertumbuhan

dividen, jika suatu saham dijual pada nilai intrinsiknya Rp 7.095, sehingga  $V_0 = P_0$  maka persamaan menjadi  $P_0 = \frac{D_1}{k - g}$

Harga adalah proporsional terhadap dividen, oleh karena itu tahun berikutnya ketika dividen yang dibayarkan PT AGM diprediksi akan lebih tinggi sebesar  $g = 5\%$ , maka harga juga akan meningkat sebesar 5%

$$D_2 = Rp525(1,05) = Rp551,25$$

$$P_1 = \frac{D_2}{k - g} = \frac{Rp551,25}{12,4\% - 5\%} = Rp7.449$$

$$P_1 = P_0(1 + g)$$

$$P_1 = Rp7.095 \times 1,05 = Rp7.449$$

Pada kasus dividen pertumbuhan konstan, tingkat apresiasi harga pada suatu tahun akan sama dengan tingkat pertumbuhan konstantanya  $g$ , untuk saham yang harga pasarnya  $P_0$  sama dengan nilai intrinsiknya  $V_0$ , maka prediksi imbalan hasil periode akan menjadi

$E(r) = \text{imbalan hasil dividen} + \text{imbalan hasil keuntungan kenaikan harga}$

$$E(r) = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0} = \frac{D_1}{P_0} + g$$

$$E(r) = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (\text{Bodie, Kane, Marcus 2005, p.613})$$

Karena persentase kenaikan harga sama dengan persentase pertumbuhan dividen, maka persamaannya,

$$\frac{P_1 - P_0}{P_0} = g \quad (\text{Bodie, Kane, Marcus 2005, p.613})$$

## 2. Metode Pendekatan Asset

### a. Net Asset Value

Nilai buku perusahaan merupakan hasil dari penerapan serangkaian aturan akuntansi akrual untuk membebaskan harga perolehan *asset* dalam periode

akuntansi tertentu atau merupakan kekayaan bersih perusahaan yakni selisih lebih antara total aktiva dikurangi total hutang dinyatakan dengan persamaan sebagai berikut,

$$Ekuiti = Total Aktiva - Total Hutang$$

$$Nilai Aktiva Bersih = \frac{Nilai pasar aset dikurangi kewajiban}{Jumlah saham yang beredar}$$

**(Bodie, Kane, Marcus 2005, p.108)**

Sedangkan nilai pasar saham memperhitungkan nilai perusahaan sebagai entitas yang terus beroperasi atau nilai sekarang dari arus kas yang diharapkan diterima dimasa depan, memang tidak bisa disamakan antara harga pasar saham dengan nilai bukunya.

Pada umumnya tidak dapat dikatakan bahwa nilai pasar harus lebih tinggi dari nilai bukunya karena ada perusahaan yang sahamnya terjual pada harga dibawah nilai bukunya.

Nilai likuidasi per lembar saham perusahaan merupakan ukuran yang lebih baik untuk harga terendah saham. Nilai likuidasi merupakan jumlah uang yang dapat direalisasi dengan melikuidasi perusahaan dengan menjual *asset-assetnya*, membayar utang-utangnya dan membagi sisanya kepada pemegang saham.

Konsep ini menyatakan bahwa jika harga pasar ekuitas lebih rendah daripada nilai likuidasinya maka perusahaan akan menjadi sasaran pengambilalihan yang menarik karena mengandung potensi keuntungan dengan membeli saham dalam jumlah tertentu untuk dapat mengendalikan perusahaan lalu melikuidasinya (nilai likuidasi perusahaan lebih tinggi daripada nilai perusahaan sebagai entitas yang terus beroperasi)

Konsep neraca lain yang menjadi perhatian dalam penilaian *asset* adalah biaya penggantian (*replacement cost*) *asset* dikurangi kewajiban. Nilai pasar perusahaan tidak akan bertahan lama diatas biaya pengantiannya.

Rasio harga pasar terhadap biaya penggantian dikenal sebagai *Tobins'q*. Dalam jangka panjang menurut pandangan ini, rasio harga pasar terhadap biaya penggantian akan mendekati 1, tetapi bukti empiris menunjukkan bahwa rasio ini dapat berbeda jauh dari 1 untuk periode yang sangat panjang. Konsep nilai penggantian lebih mencerminkan kewajaran nilai buku perusahaan karena sesuai dengan Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK), *asset* perusahaan harus dicatat berdasarkan nilai historis. Dalam hal *asset* perusahaan dicatat dengan nilai historis dan dikaitkan dengan inflasi dan fluktuasi mata uang asing yang begitu signifikan (krisis moneter tahun 1997), nilai buku perusahaan tidak mencerminkan kekayaan/nilai perusahaan yang wajar kecuali semua *asset* perusahaan harus dinilai kembali oleh penilai yang independen (biaya penggantian).

### 3. Metode Pendekatan Pasar

Pendekatan Pasar dalam penilaian bisnis bersumber pada prinsip ekonomi pengganti yang menyatakan bahwa para pembeli tidak akan membayar lebih untuk sesuatu dimana mereka dapat memperoleh suatu pengganti yang sama seperti yang diinginkan.

Harga pasar dari saham perusahaan yang sama-sama diperdagangkan secara umum atau dalam satu jenis usaha yang sama dan saham perusahaan mana yang secara aktif diperdagangkan di pasar bebas dan terbuka bisa merupakan suatu indikator valid dan berharga ketika transaksi saham yang mana diperdagangkan adalah dengan cukup sama dengan memberikan perbandingan yang berarti. Kesulitan berada dalam mengidentifikasi perusahaan terbuka yang dapat diperbandingkan pada perusahaan yang merupakan obyek untuk tujuan ini.

Metode yang berpedoman pada perusahaan terbuka memerlukan suatu perbandingan obyek perusahaan yang sahamnya diperdagangkan. Perbandingan biasanya didasarkan pada data yang dipublikasikan mencakup **harga saham dan laba, penjualan/ pendapatan** yang mana dinyatakan dengan rasio.

Jika pedoman pada perusahaan terbuka cukup, sama satu sama lainnya dan perusahaan yang merupakan obyek dengan memberikan perbandingan yang berarti, kemudian rasio-rasio mereka seharusnya hampir sama.

Perusahaan terbuka yang diidentifikasi untuk maksud perbandingan tersebut seharusnya dengan bentuk industri yang sama dengan perusahaan yang bersangkutan antara lain mengenai kapasitas produksi, pasar, tingkat pertumbuhan dan resiko.

Variasi yang lain dalam metode ini, Penilai dapat menentukan berbagai pasar dengan meninjau ulang data yang dipublikasikan mengenai transaksi yang sebenarnya melibatkan baik pemegang saham minoritas maupun pemegang saham mayoritas yang mempunyai kontrol langsung pada perusahaan baik yang diperdagangkan secara umum atau secara tertutup yang dimiliki oleh perusahaan-perusahaan.

Dalam memutuskan apakah suatu basis layak untuk perbandingan yang ada, penilai harus mempertimbangkan,

- a. Persamaan karakteristik investor dan investasi *kuantitatif* dan *kualitatif*
- b. Tingkat untuk data mana yang diketahui dapat dipercaya tentang transaksi dalam kepentingan yang mana dalam perusahaan-perusahaan sebagai obyek yang akan dibeli dan dijual
- c. Apakah ya atau tidak harga yang dibayar untuk perusahaan yang sebagai obyek adalah dalam suatu transaksi yang wajar dalam pasar modal.

### BAB III

## OBYEK DAN METODOLOGI PENELITIAN

### A. Obyek Penelitian

#### 1. Informasi Umum

PT Aqua Golden Mississippi Tbk didirikan berdasarkan akta notaris Tan Thong Kie, SH No.24. Akta pendirian tersebut telah disahkan oleh Menteri Kehakiman dalam Surat Keputusan No. Y.A.5/213/22 tanggal 19 Juni 1973 dan diumumkan dalam Tambahan Berita Negara No. 84 tanggal 19 Oktober 1973. Pada tanggal 1 Maret 1990 Perseroan melakukan penawaran umum perdana dan seluruh saham Perseroan tercatat pada Bursa Efek Jakarta dan Surabaya dengan jumlah saham yang telah ditempatkan dan disetor penuh sebanyak 13.162.473 lembar. Perubahan terakhir adalah akta notaris Lindasari Bachroem, SH No. 25 tanggal 12 Mei 1997 terkait dengan Undang-undang No.1 tahun 1995 dan Undang-undang Pasar Modal No.8 tahun 1995. Perubahan tersebut telah disahkan oleh Menteri Kehakiman dalam Surat Keputusan No. C2-4579.HT.01.04.TH.97 tanggal 3 Juni 1997 dan diumumkan dalam Tambahan Berita Negara No. 84 tanggal 21 Oktober 1997.

Perseroan bergerak dalam industri pengolahan dan pembotolan air minum dalam kemasan. Kantor Pusat Perseroan berlokasi di Jakarta, terletak di Jalan Pulo Lentut No.3, Kawasan Industri Pulogadung, Jakarta. Perseroan memiliki 3 pabrik yang terletak di Bekasi, Citeureup dan Mekarsari, Jawa Barat. Induk utama Perseroan adalah Groupe Danone, sebuah perusahaan yang berdiri dan berkedudukan di Perancis. Perseroan bergerak dalam industri air minum dalam kemasan (AMDK) dimana persaingan industri ini berbentuk persaingan monopolistik. Sebagai pionir dalam industri AMDK di Indonesia, kini Perseroan telah menguasai pangsa pasar domestik sebesar 40%.

Susunan pemegang saham Aqua berdasarkan laporan keuangan yang telah diaudit per 30 Juni 2005 adalah sebagai berikut:

<b>Pemegang Saham (%)</b>	<b>Jumlah Lbr. Saham</b>	<b>Nilai Nominal (Rp)</b>	
PT. Tirta Investama	12.319.500	12.319.500.000	93,60%
Masyarakat	842.973	842.973.000	6,40%

Sumber : *Annual Report*2005

Struktur manajemen berdasarkan laporan keuangan yang telah diaudit per 31 Desember 2004 adalah sebagai berikut:

#### **Dewan Komisaris**

Lisa Tirto Utomo	Komisaris Utama
R. Soekardi	Komisaris
Independen	
Janto Utomo	Komisaris

#### **Dewan Direksi**

Willy Sidharta	Direktur Utama
John Abdi	Direktur
Tanty Irawati	Direktur

Sumber : *Annual Report*2004

Pada tanggal 1 Maret 1990, Perseroan melakukan Penawaran Umum Perdana dan seluruh saham Perseroan tercatat pada Bursa Efek Jakarta dan Surabaya dan hingga kini jumlah saham yang telah ditempatkan dan disetor penuh sebanyak 13.162.473 lembar.

Perseroan memiliki kepemilikan langsung pada anak Perseroan IBIC Sendirian Berhad ("IBIC") yang berdomisili di Brunei Darussalam dengan persentase kepemilikan sebanyak 80%. IBIC mulai beroperasi secara komersial pada tahun 1991 dengan aktivitas utama dalam pengolahan dan pembotolan air minum dalam kemasan.

## 2. Kinerja Operasional

Air yang berasal dari mata air pegunungan alami merupakan bahan baku produk Aqua sehingga perseroan sangat bergantung pada pelestarian daerah resapan sumber mata air di wilayah pegunungan. Penurunan kualitas karena perusakan lingkungan daerah resapan dapat mengurangi persediaan di Lapisan air bawah tanah dan juga bergantung pada penggunaan air di daerah sekitar pabrik seperti pemakaian oleh perusahaan-perusahaan lain, rumah tangga dan irigasi. Penggunaan air yang berlebihan akan membahayakan jumlah persediaan air yang diperlukan bagi kegiatan operasional Perseroan dan dapat menimbulkan risiko bagi kelangsungan produksi Aqua. Untuk mengurangi risiko ini, secara berkesinambungan perseroan bekerja sama dengan pemerintah dan organisasi terkait untuk melindungi lingkungan di daerah resapan maupun di sekitar sumber mata air serta pengaturan penggunaan air tanah di sekitar kawasan pabrik.

Aqua tidak menggunakan mata air asli dalam proses produksinya. Alasan pertama, biasanya mata air asli sudah dimanfaatkan masyarakat. Kalau Aqua menggunakan mata air asli, maka masyarakat bisa langsung merasakan dampak penurunan debit air. Yang dilakukan Aqua adalah melakukan penelitian di sekitar mata air tersebut. Jadi mata air itu hanya dijadikan indikator bahwa disitu ada potensi sumber air, setelah diteliti baru ditentukan titik bor.

### a. Fasilitas

Aqua beroperasi dengan 3 (tiga) pabrik yang berlokasi di Bekasi, Citereup dan Mekar Sari. Kapasitas operasi masing- masing pabrik dengan utilisasi  $\pm$  90% adalah sebagai berikut:

Tabel 3.1 Kapasitas operasi 3 pabrik Aqua

Tipe	Satuan	Pabrik			Jumlah
		Bekasi	Citereup	Mekarsari	
240/48	Karton	-	4.339.752	17.633.037	21.972.789
330/24	Karton	-	-	912.994	912.994

380/24	Krat	4.169.711	-	-	4.169.711
600/24	Karton	-	-	5.131.282	5.131.282
1500/12	Karton	-	-	5.256.300	5.256.300
5 Gallon	Botol	8.567.868	11.974.392	41.614.761	62.157.021
SOF330	Botol	-	97.457.210	-	97.457.210

Sumber : *Annual Report*2005

## b. Produk

Perseroan memproduksi beberapa jenis produk dengan berbagai variasi ukuran disesuaikan dengan target pasar yang akan dilayani. Pada tahun 2004 Perseroan meluncurkan produk baru yaitu "*Aqua Splash of Fruit*" yang memiliki cita rasa buah dalam kemasan 330 ml. Respon pelanggan terhadap produk ini cukup baik sehingga perseroan memperkirakan kenaikan penjualan di tahun 2005 sebesar dua kali dari saat pertama kali diluncurkan. Namun produk "*Aqua Splash of Fruit*" tersebut gagal dan diberhentikan produksinya pada tahun 2006.

Untuk memenuhi target penjualannya, perseroan mengadakan perjanjian pembelian air minum dalam kemasan merek "AQUA" dari PT Tirta Investama (TIV) dan PT Tirta Sibayakindo (TSI), perjanjian tersebut akan berlaku hingga 31 Desember 2014. Terkait dengan hal tersebut perseroan juga mengadakan perjanjian kerjasama bantuan teknik dengan TIV dan TSI sampai dengan 31 Desember 2014 dalam hal perseroan akan memberikan bantuan teknik berupa standarisasi produk, metode produksi, metode pengendalian mutu dan penyimpanan, spesifikasi peralatan produksi yang dipergunakan dan informasi lain yang diperlukan melalui pendidikan dan pelatihan sehingga TIV dan TSI dapat memproduksi air minum dalam kemasan merek "AQUA" yang sesuai dengan standar yang ditentukan oleh Perseroan. Imbalan atas jasa bantuan teknik tersebut sebesar 1,5% dari penjualan bersih per bulan jika penjualan per bulan melebihi Rp 300 juta. Produk-produk yang dijual oleh Perseroan adalah sebagai berikut:

Deskripsi	Kemasan	Ukuran
VIT	Cup	240 ml
AQUA	Cup	240 ml
AQUA	Botol	330/380/600/1000/1500 ml
AQUA	Galon	19 liter
ASOF	Botol	330 ml

Sumber : *Annual Report 2005*

### c. Penjualan & Distribusi

Produk yang dijual Perseroan berasal dari 2 kelompok yaitu hasil produksi pabrik perseroan sendiri dan pembelian dari TIV & TSI yang dijual kembali ke TIV dengan memperoleh margin 1,5%. Seluruh distribusi penjualan produk "Aqua" ke pihak ketiga domestik dilakukan oleh PT Tirta Investama sebagai Distributor Tunggal yang ditunjuk dan juga sebagai pemegang saham mayoritas perseroan, sedangkan penjualan ke pihak ketiga luar negeri (ekspor) dilakukan oleh Perseroan sendiri tanpa melalui PT Tirta Investama.

Sebagai pemegang lisensi merek dagang "Aqua", Perseroan memperoleh margin sebesar 1,5 % dari penjualan yang terjadi khususnya produk yang berasal dari perusahaan PT Tirta Investama ( *Holding*) dan PT Tirta Sibayakindo (Afiliasi).

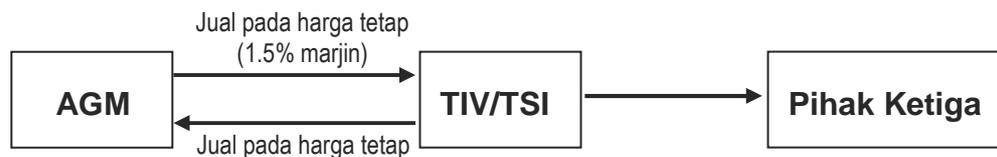
Berikut ini alur penjualan yang dilakukan oleh Perseroan baik untuk produk yang berasal dari Perseroan maupun produk yang berasal dari Afiliasi

Gambar 3.1 Skema Distribusi penjualan produk "Aqua"

#### Distribusi penjualan "Aqua" hasil produksi sendiri



**Distribusi penjualan “Aqua” hasil produksi TIV/TSI**



Sumber : *Annual Report 2005*

### 3. Kinerja Keuangan

Berikut ini adalah laporan keuangan konsolidasi PT Aqua Golden Mississippi Tbk dan anak perusahaan per 31 Desember 2002, 2003, 2004 dan per 30 Juni 2005 yang telah diaudit oleh kantor akuntan publik Haryanto Sahari & Rekan (*A member firm of Price water house Coopers*) dengan pendapat wajar tanpa pengecualian.

Tabel 3.2 Neraca Konsolidasi PT Aqua Golden Mississippi Tbk  
(dalam jutaan Rupiah)

Deskripsi	31 Des 2002 <i>Audited</i>	31 Des 2003 <i>Audited</i>	31 Des 2004 <i>Audited</i>	30 Juni 2005 <i>Audited</i>
<b>AKTIVA</b>				
<b>AKTIVA LANCAR</b>				
Kas dan Setara Kas	29.313	33.393	46.995	45.232
Piutang Usaha :				
- Pihak Ketiga	6.897			
- Pihak Afiliasi	150.026			
Piutang Lain-lain	1.203	1.482	2.084	1.007
Persediaan	7.561	7.816	23.453	31.250
Uang Muka Pembelian	276	2.466	1.576	35.629
Biaya Dibayar di Muka	231	29	-	1.199
Pajak Dibayar di Muka	670	13.086	13.037	16.277
<b>Jumlah Aktiva Lancar</b>	<b>196.177</b>	<b>208.703</b>	<b>378.367</b>	<b>404.713</b>
<b>AKTIVA TIDAK LANCAR</b>				
Kas & Setara Kas yang terbtts penggn.	192	185	212	214
Piutang Pihak Afiliasi	909	1.068	-	-
Aktiva Tetap	338.806	310.916	290.365	295.297
Uang Jaminan	128	-	-	-
Uang Muka Pembelian	353	2.233	1.992	1.773
Goodwill – bersih	222	197	173	160
<b>Jumlah Aktiva Lancar</b>	<b>340.610</b>	<b>314.599</b>	<b>292.742</b>	<b>297.444</b>
<b>JUMLAH AKTIVA</b>	<b>536.787</b>	<b>523.302</b>	<b>671.109</b>	<b>702.157</b>
<b>KEWAJIBAN DAN EKUITAS</b>				
<b>KEWAJIBAN LANCAR</b>				
Hutang Usaha:				
- Pihak Ketiga	26.032			

- Pihak Afiliasi	110.283			
Hutang Lain-lain	1.604	2.012	1.085	31
Hutang Pajak	7.902	8.621	29.279	6.038
Biaya yang Masih Harus Dibayar	3.996	3.419	7.310	5.868
Hutang Dividen	151	209	826	16.146
<b>Jumlah Kewajiban Lancar</b>	<b>149.968</b>	<b>41.534</b>	<b>85.921</b>	<b>70.840</b>
<b>KEWAJIBAN TIDAK LANCAR</b>				
Kewajiban Pada Pihak Afiliasi	7.953	16.002	-	-
Uang Jaminan botol dan krat	124.851	156.074	190.672	216.345
Kewajiban Pajak Tangguhan – bersih	20.995	23.797	20.596	18.489
Provisi Imbalan Kerja	7.630	9.192	11.431	13.697
<b>Jumlah Kewajiban Tidak Lancar</b>	<b>161.429</b>	<b>205.065</b>	<b>222.699</b>	<b>248.531</b>
<b>Jumlah Kewajiban</b>	<b>311.397</b>	<b>246.599</b>	<b>308.620</b>	<b>319.371</b>
<b>HAK MINORITAS</b>	<b>5.940</b>	<b>6.081</b>	<b>7.151</b>	<b>8.073</b>
<b>EKUITAS</b>				
Modal Saham	13.162	13.162	13.162	13.162
Agio saham	8.624	8.624	8.624	8.624
Selisih kurs penjabaran lap. keu.	7.053	6.300	9.964	10.386
Selisih penilaian kembali aktiva tetap	106	106	106	106
Laba Ditahan	123.360	179.186	231.900	307.950
Laba Berjalan	67.145	63.244	91.582	34.485
<b>Jumlah Ekuitas</b>	<b>219.450</b>	<b>270.622</b>	<b>355.338</b>	<b>374.713</b>
<b>JUMLAH KEWAJIBAN &amp; EKUITAS</b>	<b>536.787</b>	<b>523.302</b>	<b>671.109</b>	<b>702.157</b>

Sumber : *Annual Report 2005*

Tabel 3.3 Laporan Laba Rugi Konsolidasi PT Aqua Golden Mississippi Tbk  
(dalam jutaan Rupiah)

Deskripsi	31 Des 2002	31 Des 2003	31 Des 2004	30 Juni 2005
	<i>Audited</i>	<i>Audited</i>	<i>Audited</i>	<i>Audited</i>
Penjualan Bersih	1.021.899	1.077.222	1.333.147	751.740
Harga Pokok Penjualan	897.846	969.935	1.191.197	697.702
<b>Laba Kotor</b>	<b>124.053</b>	<b>107.287</b>	<b>141.950</b>	<b>54.038</b>
Beban Usaha				
- Penjualan	9.555	2.960	4.039	1.313
- Umum dan Administrasi	28.194	23.919	21.237	12.557
<b>Jumlah Beban Usaha</b>	<b>37.749</b>	<b>26.879</b>	<b>25.276</b>	<b>13.870</b>
<b>Laba Usaha</b>	<b>86.304</b>	<b>80.408</b>	<b>116.674</b>	<b>40.168</b>
<b>Penghasilan (Beban) Lain-Lain</b>				
- Jasa Bantuan Teknik	8.367	9.199	11.883	6.988
- Laba Penjualan Aktiva Tetap	4.117	2.540	4.270	62
- Penghasilan Sewa	274	270	270	135
- Penghasilan Bunga	339	233	367	296
- Beban Bunga dan Keuangan	(5.695)	(173)	(243)	(133)
- Keuntungan Selisih Kurs - bersih	528	973	1.087	2.322
- Penjualan barang sisa	853	962	974	624
- Lain-lain	3.336	(1.087)	(1.888)	(962)
<b>Jumlah Penghasilan(Beban) Lain-Lain</b>	<b>12.119</b>	<b>12.917</b>	<b>16.720</b>	<b>9.332</b>

<b>Laba Sebelum Pajak Penghasilan</b>	<b>98.423</b>	<b>93.325</b>	<b>133.394</b>	<b>49.500</b>
<b>Pajak Penghasilan</b>				
- Pajak Kini	24.308	26.403	44.290	16.306
- Pajak Tangguhan	6.378	2.803	(3.200)	(2.108)
<b>Jumlah Beban pajak</b>	<b>30.686</b>	<b>29.206</b>	<b>41.090</b>	<b>14.198</b>
<b>Laba Bersih sebelum Hak Minoritas</b>	<b>67.737</b>	<b>64.119</b>	<b>92.304</b>	<b>35.302</b>
<b>Hak Minoritas atas Laba Bersih</b>	<b>(592)</b>	<b>(875)</b>	<b>(722)</b>	<b>(816)</b>
<b>Laba Bersih</b>	<b>67.145</b>	<b>63.244</b>	<b>91.582</b>	<b>34.486</b>

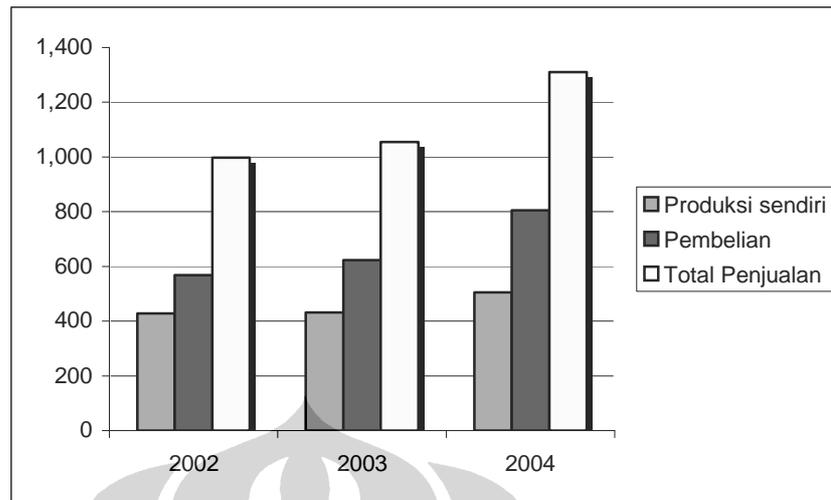
Sumber: *Annual Report 2005*

### a. Penjualan

Peningkatan penjualan dari tahun 2002 - 2004 disebabkan dari kenaikan volume penjualan terutama untuk pasar domestik yang merupakan sasaran utama perseroan. Salah satu faktor yang mendukung kenaikan volume penjualan tersebut seiring dengan makin meningkatnya kesadaran masyarakat untuk mengkonsumsi air mineral yang higienis, didukung peraturan pemerintah yang menetapkan penjualan AMDK isi ulang hanya dapat dilakukan oleh pemegang merek produk tersebut.

Volume penjualan meningkat cukup signifikan yaitu sebesar 21,29% dari 3.081 juta liter pada tahun 2003 menjadi 3.737 juta liter pada tahun 2004. Pertumbuhan ini terutama berasal dari pertumbuhan produk kemasan 5 galon dan pada saat yang bersamaan didukung oleh pertumbuhan yang konsisten dari produk kemasan kecil. Kontribusi terbesar penjualan 2002 - 2004 berasal dari produk 5 galon dengan rata-rata 68,4% dari total penjualan.

Grafik 3.1 Penjualan tahun 2002 -2004 (Produksi sendiri dan Pembelian)



Sumber: *Annual Report 2004*

Tabel 3.4 Nilai Penjualan tahun 2002 – 2004 (dalam jutaan Rp)

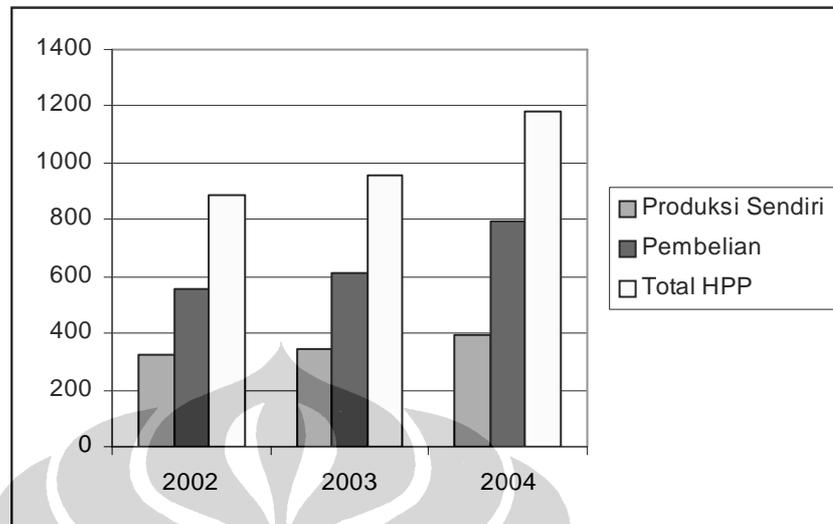
Tahun	Produksi Sendiri	Pembelian	Total
2004	505.710	804.801	1.310.511
2003	431.256	623.572	1.054.828
2002	428.743	568.570	997.313

Sumber : *Annual Report 2004*

#### b. Harga Pokok Penjualan

Kenaikan Harga Pokok Penjualan sejalan dengan peningkatan kuantitas penjualan namun dengan kenaikan yang lebih rendah dibanding kenaikan penjualan yaitu sebesar 23,15%. Kenaikan tersebut disebabkan karena kenaikan harga material plastik yang digunakan untuk kemasan produk sebagai dampak dari kenaikan harga minyak dunia dan terjadinya kekurangan pasokan beberapa jenis plastik.

Grafik 3.2 Harga pokok penjualan 2002 – 2004 (Produksi sendiri dan Pembelian)



Sumber : *Annual Report 2004*

Tabel. 3.5 Harga pokok penjualan 2002 – 2004 (dalam jutaan Rp)

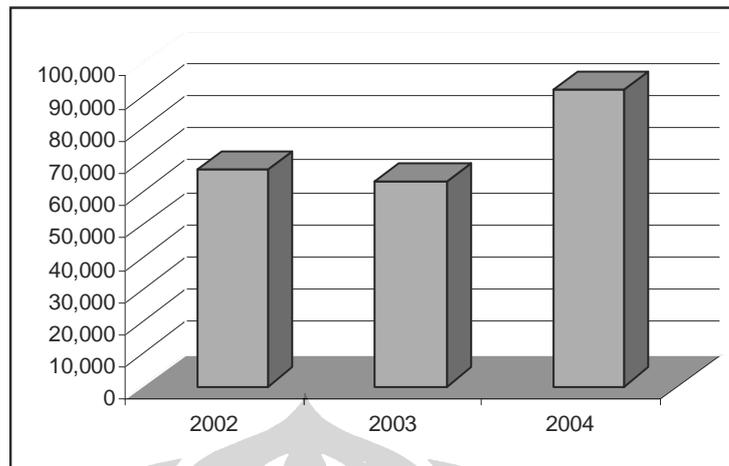
Tahun	Produksi Sendiri	Pembelian	Total HPP
2004	387.698	792.093	1.179.791
2003	344.069	613.959	958.028
2002	324.360	559.269	883.629

Sumber : *Annual Report 2004*

### c. Laba Bersih

Perseroan terus mencapai laba bersih sejak tahun 2002 - 2004. Laba bersih tersebut berasal dari peningkatan penjualan bersih sementara beban usaha menurun selama tahun 2002 - 2004.

Grafik : 3.3 Laba bersih 2002 - 2004



Sumber: *Annual Report 2004*

#### d. Harga Saham di Bursa Efek Jakarta (BEJ)

Pergerakan saham "Aqua" di Bursa Efek Jakarta dalam 90 hari terakhir (1 Mei - 27 September 2005) cukup stabil pada kisaran Rp 48.000 per lembar sampai dengan Rp 59.000 per lembar dengan harga penutupan pada 27 September 2005 sebesar Rp 52.500 per lembar.

Berikut harga penutupan saham Aqua untuk periode 2002 – 2005 dan 2006 sebagai pembandingan, akibat dari "Corporate Action"

Tabel 3.6 Harga penutupan saham triwulanan 2002 - 2006

Harga Penutupan

Periode	2002	2003	2004	2005	2006
Kuartal Pertama	38.000	40.000	45.300	50.200	70.000
Kuartal Kedua	45.000	42.650	40.000	50.500	90.000
Kuartal Ketiga	38.000	52.400	38.000	52.500	90.000
Kuartal Keempat	37.500	47.000	48.000	63.000	110.000

Sumber: *Annual Report 2002 – 2006*

### e. Rasio Keuangan

Tabel 3.7 Rasio keuangan 2002 - 2005

Uraian	2002	2003	2004	30 Juni 2005
Rasio Lancar	130,81%	502,48%	440,37%	571,31%
Rasio Hutang terhadap Aset	58,01%	47,12%	45,99%	45,48%
Rasio Perputaran Persediaan - (hari)	3	3	7	8
Periode Pembayaran Hutang - (hari)	56	11	14	11
Periode Penagihan Piutang - (hari)	56	51	80	66
Marjin Laba Kotor	12,14%	9,96%	10,65%	7,16%
ROA	12,51%	12,09%	13,65%	4,91%
PER ( <i>Price Earnings Ratio</i> )	7,46	10,13	6,89	19,27

Sumber : *Annual Report 2005*

## 4. Risiko Usaha

Kondisi usaha Perseroan tidak terlepas dari berbagai resiko, baik yang disebabkan karena faktor ekonomi maupun non ekonomi dan baik yang terjadi didalam maupun di luar negeri. Selain faktor risiko eksternal tersebut, juga terdapat faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi kinerja perseroan secara langsung antara lain sebagai berikut:

### a. Risiko Bahan Baku

Kekurangan bahan baku dapat diakibatkan dari berkurangnya sumber mata air pegunungan karena dampak kerusakan lingkungan maupun eksploitasi yang tidak terkendali dari pihak-pihak yang memanfaatkannya seperti masyarakat dan perseroan lain sekitar sumber mata air.

### b. Risiko Fluktuasi Harga

Risiko ini terutama akan berdampak pada harga plastik dan botol sebagai unsur penting yang digunakan sebagai kemasan yang memenuhi persyaratan kesehatan. Kenaikan volume penjualan sampai dengan tahun 2004 juga diakibatkan perseroan tidak menaikkan harga jual ke konsumen. Hal tersebut karena selama ini harga plastik botol relatif stabil.

### c. Risiko Persaingan

Risiko persaingan sangat umum untuk semua industri. Risiko persaingan industri AMDK di Indonesia sangat tinggi karena *barrier to entry* ke dalam industri yang rendah.

## 5. Analisis SWOT

Tabel 3.8 Analisa SWOT (Industri AMDK - AQUA)

<b>Kekuatan (<i>Strength</i>)</b>	<b>Kelemahan (<i>Weakness</i>)</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sudah berpengalaman di industri AMDK dan menguasai 40% pasar domestik.</li> <li>• Agresif dan inovatif dalam berkompetisi di industri AMDK.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Keterbatasan kapasitas produksi yang tidak mampu mendukung rencana penjualan sehingga memiliki ketergantungan pada kapasitas TIV dan TSI.</li> </ul>
<b>Peluang (<i>Opportunities</i>)</b>	<b>Ancaman (<i>Threats</i>)</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Peluang ekspor AMDK yang semakin terbuka.</li> <li>• Peningkatan kesadaran masyarakat untuk mengkonsumsi AMDK yang higienis.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Barrier to entry</i> yang lemah untuk masuk ke industri AMDK.</li> <li>• Ketergantungan kepada kelestarian alam yang akan mempengaruhi sumber air alami sebagai pasokan utama produk Aqua.</li> </ul>

Sumber : *Annual Report 2005*

## 6. Visi dan Misi

### Visi

Menjadi yang terbaik dan dapat diandalkan dalam penyediaan air minum yang sehat untuk masyarakat Indonesia.

### Misi

Meningkatkan kesehatan masyarakat melalui penyediaan air minum dalam kemasan dengan kualitas tinggi dan harga terjangkau, dimanapun dan setiap saat konsumen membutuhkan.

## B. Metodologi Penelitian

Penelitian ini didasarkan pada Laporan Tahunan (*Annual Report*) PT Aqua Golden Mississippi Tbk selama 7, tahun 2000 - 2006 serta data-data keuangan dan perkembangan bisnis perusahaan, kapasitas produksi, faktor resiko (akan bahan baku air) dan kompetisi industri air minum dalam kemasan (AMDK) serta analisis internal perseroan yang merupakan informasi-informasi penting dalam menentukan Nilai Pasar Wajar Saham Perseroan.

Penelitian ini dimulai dengan menganalisa laporan keuangan serta informasi perusahaan lainnya yang berhubungan dengan penilaian usaha (*Business Valuation*). Untuk menetapkan *variable-variable* yang akan dipergunakan atau sebagai dasar dalam penilaian saham PT AGM Tbk.

Dalam menghitung harga wajar saham dengan menggunakan beberapa metode, pertama-tama harus ditentukan adalah *discounted factor* berupa biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of capital=WACC*)

WACC merupakan rata-rata tertimbang antara biaya modal sendiri dan biaya utang.

Biaya modal sendiri dapat dihitung dengan menggunakan rumus,

$$E(R_i) = R_f + [E(R_M) - R_f] \times \beta_i$$

Dimana,

$R_f$  = Suatu tingkat suku bunga dari suatu *asset* yang dianggap bebas resiko,

Dalam hal ini bisa Sertifikat Bank Indonesia (jangka waktu 1 dan 3 bulan)

$E(R_M)$  = Tingkat pengembalian yang diharapkan, bisa digunakan rata-rata tingkat

suku bunga kredit modal kerja dari bank-bank di Indonesia.

$\beta$  = Ukuran dari tingkat resiko suatu saham dibandingkan dengan resiko pasar

Biaya utang adalah rata-rata tertimbang dari pinjaman-pinjaman yang diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya.

Setelah diperoleh biaya modal sendiri (*cost of equity*) dan biaya utang (*cost of debt*) maka dapat dihitung *cost of capital* dengan menggunakan rumus,

$$WACC = (E/V) \times R_E + (D/V) \times R_D \times (1 - T_C)$$

WACC dapat digunakan sebagai *discounted factor* dalam menghitung *present value* dari penerimaan di masa yang akan datang.

## 1. Pendekatan *Income (Earnings)*

### a. Metode *Discounted Cash Flow*

*Discounted Cash Flow* adalah metode yang paling sering digunakan dan teknik yang paling diterima untuk penetapan harga saham dalam penilaian perusahaan. Dalam pendekatan DCF, nilai bisnis adalah diskonto atas arus kas bebas yang diharapkan diterima pada tingkat yang mencerminkan risiko dari arus kas ditambah dengan *terminal value* dari perusahaan.

Metode DCF tersebut akan digunakan sebagai salah satu dasar perhitungan untuk penetapan harga saham dengan asumsi perusahaan tersebut akan tetap beroperasi (*going concern*) dengan menggunakan rumus sebagai berikut,.

$$\text{Nilai perusahaan} = \frac{\text{ arus kas bebas}_1}{(1 + k_{wacc})^1} + \frac{\text{ arus kas bebas}_2}{(1 + k_{wacc})^2} + \frac{\text{ arus kas bebas}_3}{(1 + k_{wacc})^3} + \frac{\text{ arus kas bebas}_4}{(1 + k_{wacc})^4} + \frac{\text{ nilai akhir}_4}{(1 + k_{wacc})^4}$$

Dalam perhitungan dengan metode DCF, menggunakan proyeksi *Cash Flow* yang dibuat oleh Manajemen PT Aqua Golden Mississippi Tbk dengan periode Juli 2005 - Juni 2006 dan seterusnya sampai tahun 2010.

Setelah dibandingkan antara realisasi *Earning After Tax* (EAT) tahun 2005, 2006 dan 2007 dengan EAT sebagai dasar dalam menyusun proyeksi *Cash Flow*, dapat disimpulkan bahwa proyeksi *Cash Flow* yang dibuat terlalu agresif karena EAT hanya dapat dicapai antara 38% - 50% dari yang diproyeksikan.

### b. Dividend Discount Method

Nilai saham biasa perusahaan adalah setara dengan nilai sekarang dari semua dividen yang akan datang dimana dividen diharapkan tumbuh pada tingkat *g*

untuk selamanya dan tingkat  $g$  ini lebih kecil dari tingkat pengembalian yang disyaratkan investor  $k$ , kemudian nilai satu lembar saham biasa  $P_0$  dapat ditulis sebagai berikut:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1+k)^n}$$

Dimana

$P_0$  = harga saham saat ini

$P_n$  = harga saham pada tahun ke  $n$

$D_1$  = dividen yang dibayar pada akhir tahun ke  $1$

$D_2$  = dividen yang dibayar pada akhir tahun ke  $2$

$D_n$  = dividen yang dibayar pada akhir tahun ke  $n$

$k$  = *discounted factor* = WACC

Pembayaran dividen dapat mempengaruhi terhadap harga saham. Definisi nilai dari sebuah saham sama dengan nilai sekarang dari dividen-dividen di masa datang.

Dividen bukan merupakan kewajiban perusahaan untuk dibayarkan setiap tahun melainkan kebijakan, kalau ada dana yang tersisa setelah membayar kewajiban kepada pemegang saham *preferen* dan obligasi serta investasi.

## 2. Pendekatan *Asset* Yang Telah Direvaluasi (Harga Pasar)

Nilai buku perusahaan merupakan hasil dari penerapan serangkaian aturan akuntansi akrual untuk membebaskan harga perolehan *asset* dalam periode akuntansi tertentu atau merupakan kekayaan bersih perusahaan yakni selisih lebih antara total aktiva dikurangi total hutang, dinyatakan dengan persamaan sebagai berikut,

$$\text{Ekuiti} = \text{Total Aktiva} - \text{Total Hutang}$$

$$\text{Nilai Aktiva Bersih} = \frac{\text{Nilai pasar asset dikurangi kewajiban}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

Hubungan antara harga pasar dan nilai buku adalah jika harga pasar ekuitas lebih rendah daripada nilai likuidasinya, maka perusahaan akan menjadi sasaran pengambilalihan yang menarik karena mengandung potensi keuntungan dengan membeli saham dalam jumlah tertentu untuk dapat mengendalikan perusahaan lalu melikuidasinya (nilai likuidasi perusahaan lebih tinggi daripada nilai perusahaan sebagai entitas yang terus beroperasi)

Konsep neraca lain yang menjadi perhatian dalam penilaian *asset* adalah biaya penggantian (*replacement cost*) *asset* dikurangi kewajiban. Nilai pasar perusahaan tidak akan bertahan lama diatas biaya penggantinya.

### 3. Pendekatan Pasar Untuk Perusahaan Yang Sejenis

Untuk mengetahui harga wajar saham dengan menggunakan metode yang berpedoman pada perusahaan terbuka memerlukan suatu perbandingan obyek perusahaan yang sahamnya diperdagangkan. Perbandingan biasanya didasarkan pada data yang dipublikasikan, mencakup *harga saham dan laba, penjualan/pendapatan* yang mana dinyatakan dengan rasio.

Harga wajar saham PT Aqua Golden Mississippi Tbk dapat diukur dengan menggunakan *Price Earnings Ratio* (PER) untuk sektor industri makanan dan minuman untuk periode 10 Desember – 14 Desember 2007 dengan asumsi bahwa PER rata-rata untuk industri makanan dan minuman sama pada tahun 2005 yakni 13,50 x.

*Price Earnings Ratio* dapat diperoleh dengan menggunakan rumus,

$$\text{Price Earnings Ratio} = \frac{\text{Market Value per share}}{\text{Earnings per share (EPS)}}$$

## BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### A. Analisis Makro Ekonomi

#### 1. Inflasi

Inflasi IHK bulan Juli 2005 mengalami peningkatan dibandingkan bulan sebelumnya. Inflasi IHK mencapai 7,84%(yoy), meningkat dibandingkan bulan Juni 2005 sebesar 7,42% (yoy). Secara kumulatif, inflasi dari Januari - Juli 2005 tercatat sebesar 5,07%. Meningkatnya tekanan inflasi terutama bersumber dari tingginya inflasi *volatile food* yang mencapai 7,31 % (yoy), dibandingkan dengan 5,16% pada bulan sebelumnya. Inflasi *administered prices* juga meningkat yaitu mencapai 11,79% (yoy) dari 11,57% pada bulan Juni 2005. Sementara itu, inflasi inti sedikit menurun namun masih pada level yang tinggi yaitu sebesar 6,67% dibandingkan dengan 6,78% pada bulan sebelumnya. Dengan perkembangan tersebut, inflasi IHK masih berada diatas sasaran inflasi yang ditetapkan Pemerintah sebesar 6% untuk tahun 2005.

Fluktuasi inflasi meningkat tajam terutama karena berkurangnya pasokan dan terganggunya distribusi barang dan jasa di sejumlah daerah. Inflasi *volatile foods* pada bulan Juli 2005 tercatat sebesar 2,43% (mtm) sehingga secara tahunan mencapai 7,31%, lebih tinggi dibanding bulan sebelumnya sebesar 5,16% (yoy). Hal ini terutama didorong oleh kenaikan harga beras dan beberapa bahan makanan lainnya seperti bumbu-bumbuan.

Kenaikan harga tersebut diakibatkan oleh berkurangnya pasokan sehubungan dengan telah lewatnya masa panen raya, kelangkaan BBM di beberapa kota dan gagal panen akibat kekeringan di sejumlah daerah. Inflasi *administered prices* Juli 2005 kembali meningkat dan masih berada pada level yang tinggi yaitu dari 11,57% pada bulan Juni 2005 menjadi sebesar 11,79% (yoy) pada bulan september 2005. Kenaikan inflasi *administered prices* pada bulan september 2005 terutama disebabkan oleh kenaikan harga minyak tanah

akibat kelangkaan di beberapa daerah. Kenaikan harga minyak tanah tersebut telah memberikan sumbangan pada inflasi Juli 2005 sebesar 0,03%. Sementara itu, kenaikan Harga Jual Eceran (HJE) rokok sebesar 15% pada tanggal 1 Juli 2005 sudah diantisipasi oleh produsen rokok dengan menaikkan harga rokok di bulan Juni 2005 sehingga tidak lagi berdampak signifikan pada inflasi bulan Juli 2005.

Sementara itu, inflasi inti masih relatif tinggi meskipun menurun dari bulan sebelumnya. Inflasi inti (*core inflation*) tercatat sebesar 6,67% (yoy) pada bulan Juli 2005, sedikit lebih rendah dari 6,78% pada bulan sebelumnya. Masih tingginya inflasi inti terutama karena meningkatnya ekspektasi inflasi masyarakat dan pengaruh langsung melemahnya nilai tukar Rupiah, sementara faktor *output gap* sejauh ini belum memberikan tekanan cukup berarti pada inflasi inti sejalan dengan kondisi ekonomi yang diperkirakan masih berada di bawah *output* potensialnya. Kenaikan *administered prices*, khususnya harga BBM pada bulan Februari 2005 telah mendorong peningkatan ekspektasi inflasi di masyarakat bahkan sejak akhir tahun 2004 ketika rencana kenaikan harga BBM tersebut tengah dibahas. Sejak itu, ekspektasi inflasi terus mengalami peningkatan dengan adanya kenaikan *administered prices* yang lain serta melemahnya nilai tukar Rupiah.

Sementara itu, melemahnya Rupiah juga memberikan tekanan secara langsung pada inflasi inti seperti tercermin pada beberapa indikator seperti perkembangan inflasi harga barang import dan inflasi Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB) impor yang mengalami peningkatan. Namun demikian, sejauh ini dampak langsung depresiasi nilai tukar tersebut belum secara penuh berpengaruh kepada inflasi domestik mengingat relatif kecilnya pangsa barang impor dalam perhitungan inflasi dan belum sepenuhnya *pass-through* nilai tukar ditransmisikan ke inflasi.

Kedepan, tekanan inflasi diperkirakan masih akan berlanjut dan cenderung lebih besar. Tekanan inflasi terutama berasal dari kemungkinan kenaikan *administered prices* lebih lanjut dan melemahnya nilai tukar Rupiah yang

telah mendorong meningkatnya ekspektasi inflasi di masyarakat. Peningkatan ekspektasi inflasi ini juga tidak terlepas dari kenaikan harga minyak dunia yang dapat meningkatkan *administered prices* dan pelemahan nilai tukar Rupiah.

Beberapa risiko tekanan inflasi dari sisi kenaikan *administered prices* terutama berkaitan dengan kenaikan harga BBM untuk industri dan rencana Pemerintah untuk menaikkan tarif listrik untuk sektor industri dan harga LPG. Sementara itu, risiko tekanan inflasi dari sisi melemahnya nilai tukar tidak terlepas dari meningkatnya risiko stabilitas makro ekonomi Indonesia terkait dengan perkembangan faktor eksternal yaitu kenaikan suku bunga Fed, melemahnya mata uang dunia terhadap USD dan meningkatnya harga minyak.

## 2. Nilai Tukar Rupiah

Pada bulan Juli 2005, tekanan terhadap melemahnya nilai tukar Rupiah masih berlanjut meskipun dengan *volatilitas* yang relatif stabil. Secara rata-rata nilai tukar Rupiah mencapai Rp 9.810/1USD atau terdepresiasi sebesar 0,83% dibandingkan dengan bulan sebelumnya, sedangkan secara *point-to-point* mencapai Rp 9.805/USD atau terdepresiasi 0,45%. Secara kumulatif, Rupiah dalam periode Januari - Juli 2005 mencapai rata-rata Rp 9.487/USD atau mengalami depresiasi sebesar 8% dari periode yang sama tahun 2004. Sementara itu, *volatilitas* Rupiah selama Juli 2005 relatif tetap yaitu sebesar 0,85%, dibandingkan bulan sebelumnya sebesar 0,87%.

Melemahnya Rupiah tidak terlepas dari sentimen penguatan nilai tukar dolar AS terhadap hampir semua mata uang dunia. Meningkatnya tekanan inflasi akibat kenaikan harga minyak dunia telah mendorong Bank Sentral AS beberapa kali menaikkan suku bunga Fed dan diperkirakan dapat mencapai 4% hingga akhir tahun 2005.

Di sejumlah negara seperti Australia dan Selandia Baru, suku bunga instrumen moneter juga mengalami kenaikan untuk mengatasi peningkatan

tekanan inflasi akibat kenaikan harga minyak dunia. Sementara di Uni Eropa dan Jepang, kenaikan suku bunga belum terlihat signifikan karena permasalahan struktural ekonomi dalam negeri masing-masing. Kondisi ini telah menyebabkan penyesuaian terhadap ketidakseimbangan ekonomi global lebih tercermin pada penguatan dolar AS dan pelemahan berbagai mata uang dunia termasuk Rupiah. Selain itu, kenaikan suku bunga Fed dan kenaikan harga minyak tersebut juga menimbulkan ketidakpastian pasar keuangan dunia sehingga mendorong investor global meningkatkan premi risiko bagi investasinya ke emerging markets termasuk Indonesia.

Kondisi eskternal yang kurang kondusif seperti ini serta kondisi iklim investasi di dalam negeri yang belum membaik telah mengakibatkan kenaikan premi risiko investasi di Indonesia seperti tercermin pada tingginya *yield spread* antara obligasi Pemerintah Indonesia dengan US *T-Notes*. Sementara itu, terjadinya revaluasi Yuan Cina dan Ringgit Malaysia sempat mengurangi tekanan depresiatif Rupiah meskipun cenderung berlangsung temporer. Tekanan terhadap nilai tukar Rupiah juga berasal dari masih tingginya eksese permintaan di pasar valas domestik. Permintaan valas di dalam negeri terus meningkat, di samping untuk pembayaran utang luar negeri swasta, juga untuk kebutuhan impor akibat melonjaknya harga minyak dunia serta meningkatnya impor bahan baku dan barang modal sejalan dengan kuatnya ekspansi permintaan domestik. Selain Pertamina, tingginya permintaan valas terutama berasal dari korporasi kbususnya BUMN, otomotif, makanan dan baja/logam.

Sementara itu, pasokan valas masih terbatas sehubungan dengan belum kuatnya peningkatan kinerja ekspor dan aliran masuk modal asing. Dengan kebijakan penyediaan valas untuk Pertamina dan BUMN tanggal 5 Juli 2005, tingginya eksese permintaan valas selama bulan Juli dapat ditekan sehingga menjadi sekitar USD 859 juta. Aliran modal asing keluar yang terjadi pada bulan-bulan sebelumnya karena sentimen negatif global telah mulai mereda. Bahkan pada bulan Juli 2005 mulai terjadi aliran modal masuk secara neto ke pasar valas domestik walaupun nilainya masih relatif kecil.

Selama Juli 2005, kepemilikan asing pada SBI dan SUN meningkat masing-masing sebesar Rp 528 miliar (USD 54 juta) dan Rp1.014 miliar (USD 103 juta) sehingga menjadi Rp 4,6 triliun (USD 469 juta) dan Rp 15,5 triliun (USD 1.580 juta) sementara net beli saham oleh asing mencapai sebesar Rp 1.342 miliar (USD 137 juta). Sementara itu, implementasi Peraturan Bank Indonesia NO.7/14/PBI/2005 telah menurunkan penempatan asing dalam transaksi swap dari rata-rata harian sebesar USD 415 juta (Juni 2005) menjadi hanya USD 66 juta pada bulan Juli 2005, bahkan posisinya pada akhir Juli 2005 menjadi nihil. Dari sisi suku bunga, kenaikan suku bunga di dalam negeri telah mendorong kenaikan *covered interest rate differential* menjadi sebesar 2,61% sehingga masih cukup menarik bagi penempatan dana di Indonesia oleh investor asing.

### 3. Tingkat Suku Bunga Pinjaman

Penerapan sinyal kebijakan moneter cenderung ketat telah diperkuat pula dengan kenaikan beberapa indikator suku bunga instrumen moneter. Seiring dengan penetapan BI Rate sebesar 8,50%, suku bunga SBI 1 bulan meningkat sebesar 24 bps (basis poin) dari 8,25% bulan Juni menjadi 8,49%. Demikian pula suku bunga SBI 3 bulan meningkat 40 bps dari 8,05% bulan Juni 2005 menjadi 8,45%. Untuk memperkuat sinyal peningkatan suku bunga BI Rate, suku bunga penjaminan deposito Rupiah untuk jangka waktu 1, 3, 6, 12 dan 24 bulan juga telah dinaikkan masing-masing sebesar 24 bps menjadi masing-masing menjadi 8,05%, 8,10%, 8,15%, 8,30% dan 8,50%. Suku bunga penjaminan deposito valas juga telah dinaikkan dan hingga Juli 2005 telah meningkat sebesar 25 bps menjadi 2,75%. Sementara itu, suku bunga fasilitas Bank Indonesia (FASBI) masih sebesar 7,25%.

Penetapan BI Rate masih direspon secara terbatas oleh suku bunga pasar uang. Selama Juli 2005, penetapan BI Rate telah direspon dengan kenaikan suku bunga pasar uang pada bank-bank besar seperti tercermin pada kenaikan suku bunga JIBOR 1 bulan sebesar 39 bps dari 8,33% bulan Juni 2005 menjadi 8,72 %. Akan tetapi secara keseluruhan suku bunga PUAB O/N

Rupiah masih menunjukkan penurunan, sebagaimana tampak dari penurunan rata-rata tertimbang (RRT) suku bunga PUAB O/N pagi dan sore masing-masing sebesar 166 bps dan 157 bps dari akhir bulan sebelumnya sehingga menjadi 5,29% (pagi) dan 3,63% (sore). *Volatilitas* suku bunga PUAB juga masih mengalami peningkatan. Perkembangan tersebut terutama disebabkan oleh masih relatif besarnya eksekusi likuiditas di pasar uang. Selain itu, kondisi pasar uang Indonesia yang masih tersegmentasi antara bank-bank yang mengalami eksekusi likuiditas dengan bank-bank yang kekurangan likuiditas menyebabkan transmisi moneter dari BI Rate ke suku bunga pasar uang belum dapat berlangsung secara merata.

Transmisi kenaikan suku bunga instrumen moneter lebih terlihat pada suku bunga simpanan pada perbankan. Suku bunga deposito jangka waktu 1 dan 3 bulan masing-masing meningkat 22 dan 16 bps sehingga pada akhir Juni 2005 tercatat sebesar 6,98% dan 7,19%. Di samping merespon kenaikan suku bunga SBI, kenaikan suku bunga deposito tersebut juga didorong oleh telah dinaikkannya suku bunga penjaminan. Sementara itu, masih besarnya eksekusi likuiditas perbankan menyebabkan respon suku bunga kredit terhadap kenaikan suku bunga deposito belum nampak kuat. Kenaikan suku bunga kredit tercatat pada suku bunga kredit modal kerja (KMK) yaitu sebesar 16 bps sehingga menjadi 13,36%. Sementara suku bunga kredit investasi (KI) dan kredit konsumsi (KK) masih cenderung menurun, masing-masing sebesar 3 bps dan 13 bps sehingga menjadi 13,65% dan 16,04%. Perkembangan tersebut mengakibatkan *spread* antara suku bunga deposito untuk jangka waktu 1 bulan dengan kredit semakin menurun meskipun masih cukup besar yaitu berkisar antara 6,4% - 9,1 %.

Dengan masih relatif besarnya *Net Interest Margin* (NIM) yaitu berkisar antara 0,42% – 4,32%, ke depan suku bunga kredit diperkirakan masih belum akan meningkat secara signifikan.

#### 4. Sektor Eksternal

Nilai ekspor Indonesia selama bulan Mei 2005 tercatat menurun sebesar 6,73% atau sebesar USD 0,45 miliar menjadi USD 7,21 miliar dibandingkan USD 6,75 miliar pada bulan sebelumnya. Penurunan ekspor ini utamanya didorong oleh turunnya ekspor migas sebesar 9,67% dari USD 1,55 miliar bulan April 2005 menjadi USD 1,40 miliar sedangkan ekspor nonmigas mengalami kenaikan sebesar 11,64% yakni dari USD 5,20 miliar pada bulan April 2005 menjadi USD 5,80 miliar. Penurunan terjadi pada ekspor migas utamanya berasal dari turunnya ekspor minyak mentah sebesar 17,10% menjadi USD 0,53 miliar.

Sementara itu, nilai impor pada bulan Mei 2005 relatif stabil dan hanya menurun sebesar 1,19% dari USD 5,02 miliar menjadi USD 4,96 miliar. Perkembangan ini terutama disebabkan oleh naiknya impor non migas sebesar 4,26% (USD 0,15 miliar) dari USD 3,54 miliar bulan April 2005 menjadi USD 3,69 miliar yang diimbangi oleh penurunan impor migas sebesar 14,22% (USD 0,21 miliar) dari USD 1,48 miliar bulan April 2005 menjadi USD 1,27 miliar. Penurunan impor migas ini utamanya berasal dari penurunan impor hasil minyak sebesar 34,77% (USD 0,29 miliar) dari USD 0,83 miliar bulan April 2005 menjadi USD 0,54 miliar.

#### 5. Sektor Riil

Perkembangan ekonomi Indonesia triwulan II 2005 tetap tumbuh tinggi diikuti oleh pola ekspansi ekonomi dengan peran investasi yang semakin besar. Di sisi permintaan, ekspansi ekonomi telah didukung dengan investasi yang tumbuh relatif tinggi yakni sekitar 15% dalam triwulan II 2005. Peningkatan investasi ini telah mendorong meningkatnya impor terutama untuk impor bahan baku dan barang. Sementara itu, ekspor masih tumbuh terbatas dan lebih bertumpu pada komoditas berbasis sumber daya alam dan produk industri yang terkait dengan hasil pertanian. Sementara itu, impor tumbuh tinggi sejalan dengan menguatnya permintaan domestik. Dengan perkembangan tersebut, kinerja transaksi berjalan diperkirakan akan

mengalami defisit lebih cepat dari perkiraan semula.

## 6. Kondisi Perbankan

Kinerja perbankan pada bulan Juni 2005 secara umum membaik. Selain kenaikan Total *Asset* sebesar Rp 20 triliun sehingga menjadi Rp 1.345 triliun, perbaikan kinerja juga ditunjukkan oleh meningkatnya fungsi intermediasi perbankan seperti tercermin pada kenaikan Dana Pihak Ketiga (DPK) dan jumlah kredit yang disalurkan. DPK meningkat sebesar Rp 24,4 triliun sehingga menjadi Rp 1.011,1 triliun, sementara posisi kredit meningkat sebesar Rp13,5 triliun sehingga menjadi Rp 664,3 triliun. Peningkatan fungsi intermediasi juga tercermin pada kenaikan *Loan to Deposit Ratio* (LDR) sebesar 0,2% sehingga menjadi 53,1% pada Juni 2005. Profitabilitas perbankan juga menunjukkan perbaikan seperti tercermin pada kenaikan *Net Interest Margin* (NIM) sebesar 0,5% sehingga menjadi 6,1 % pada Juni 2005.

Sementara itu, kinerja permodalan dan kualitas kredit perbankan mengalami penurunan. Penurunan kinerja permodalan tercermin pada penurunan jumlah modal perbankan sebesar Rp2,6 triliun sehingga menjadi Rp 114,3 triliun pada Juni 2005 maupun penurunan tingkat *Capital Adequacy Ratio* (CAR) sebesar 0,5% sehingga menjadi 19,5% dari modal perbankan. Penurunan CAR ini tidak terlepas dari kenaikan jumlah kredit yang disalurkan perbankan untuk pembiayaan perekonomian. Di samping itu, penurunan CAR tersebut juga terkait dengan meningkatnya risiko kredit yang dihadapi perbankan sebagaimana tercermin pada peningkatan *Non Performing Loan* (NPL) secara neto sebesar 1,8% sehingga menjadi 5,4% dari total kredit perbankan selama Juni 2005.

## 7. Prospek

Ke depan, prospek ekonomi makro dalam triwulan III 2005 dan keseluruhan tahun 2005 diperkirakan masih akan membaik dengan kisaran pertumbuhan mencapai 5,5% - 6% (yoy). Pola ekspansi akan semakin berimbang dengan komponen investasi dan ekspor menjadi tumpuan akselerasi pertumbuhan,

sementara konsumsi relatif stabil. Namun demikian, membaiknya perkiraan kinerja perekonomian ini akan dihadang sejumlah risiko baik yang datang dari internal maupun eksternal sehingga memerlukan langkah-langkah antisipatif. Kinerja neraca pembayaran diperkirakan mengalami tekanan meskipun transaksi berjalan dan transaksi lalu lintas modal (LLM) masih menunjukkan *surplus*. Kondisi NPI tersebut mencerminkan masih terdapatnya potensi tekanan terhadap nilai tukar Rupiah pada tahun 2005. Sementara itu, tekanan inflasi diperkirakan masih tetap tinggi terutama disebabkan oleh meningkatnya berbagai kebijakan *administered Price* dan pola inflasi makanan yang sedikit lebih tinggi dari pola tahun sebelumnya. Inflasi IHK tahun 2005 diperkirakan akan berada pada level di atas sasaran yang telah ditetapkan sebelumnya. Sementara itu inflasi inti diperkirakan relatif stabil sejalan dengan asumsi nilai tukar yang sedikit melemah dan pertumbuhan ekonomi yang masih di bawah tingkat potensialnya. Namun demikian, ekspektasi inflasi diperkirakan masih berpotensi untuk meningkat dan berada pada level yang tinggi.

Kinerja neraca pembayaran diperkirakan mengalami tekanan meskipun transaksi berjalan dan transaksi lalu lintas modal (LLM) masih menunjukkan *surplus*. Kondisi NPI tersebut mencerminkan masih terdapatnya potensi tekanan terhadap nilai tukar Rupiah pada tahun 2005. Sementara itu, tekanan inflasi diperkirakan masih tetap tinggi terutama disebabkan oleh meningkatnya berbagai kebijakan *administered* dan pola inflasi makanan yang sedikit lebih tinggi dari pola tahun sebelumnya. Inflasi IHK tahun 2005 diperkirakan akan berada pada level diatas sasaran yang telah ditetapkan sebelumnya. Sementara itu inflasi inti diperkirakan relatif stabil sejalan dengan asumsi nilai tukar yang sedikit melemah dan pertumbuhan ekonomi yang masih di bawah tingkat potensialnya. Namun demikian, ekspektasi inflasi diperkirakan masih berpotensi untuk meningkat dan berada pada level yang tinggi.

Mempertimbangkan perkiraan ekonomi makro dan inflasi ke depan, kebijakan Bank Indonesia akan tetap diarahkan untuk mempertahankan

kestabilan ekonomi makro guna memelihara momentum pertumbuhan ekonomi yang ada. Sejalan dengan itu, kebijakan moneter yang cenderung ketat (*tight bias*) akan tetap dilanjutkan guna mengendalikan pencapaian sasaran inflasi pada jangka menengah. Secara operasional, kebijakan tersebut ditempuh dengan cara menetapkan *reference rate* (BI Rate) sebesar 8,5% selama triwulan III 2005.

BI Rate adalah suku bunga dengan *tenor* satu bulan yang diumumkan oleh Bank Indonesia secara periodik untuk jangka waktu tertentu yang berfungsi sebagai sinyal (*stance*) kebijakan moneter. BI Rate ditetapkan oleh Dewan Gubernur dalam Rapat Dewan Gubernur (RDG) triwulanan, setiap bulan Januari, April, Juli dan Oktober 2005. Penyesuaian terhadap *reference rate* tersebut dapat dilakukan apabila diperlukan. *Stance* (sinyal) kebijakan tersebut dilakukan dengan melakukan penyerapan eksese likuiditas perbankan secara optimal melalui instrumen moneter yang ada.

Selain itu, dari sisi kebijakan stabilitasi Rupiah disamping upaya mempercepat implementasi opsi kebijakan manajemen permintaan dan penawaran valas, Bank Indonesia juga terus melakukan upaya untuk mengatasi masalah fundamental terkait dengan upaya meningkatkan pasokan valas yang *sustainable* dari ekspor dan *Foreign Direct Investment* (FDI) serta meningkatkan koordinasi dengan pemerintah baik melalui koordinasi kebijakan makro maupun dalam kerangka pengendalian inflasi sebagaimana yang telah disepakati bersama.

Di bidang perbankan, kebijakan pada triwulan mendatang akan tetap diarahkan pada upaya memelihara dan memperkuat stabilitas sistem perbankan dan mendorong peran intermediasi perbankan dalam perekonomian. Sasaran pokok tersebut akan terus diupayakan melalui rangkaian kebijakan peningkatan efektivitas pengawasan bank, perbaikan manajemen dan infrastruktur perbankan dan akselerasi konsolidasi perbankan. Guna meminimalkan risiko-risiko usaha yang dihadapi, Bank Indonesia terus akan mengarahkan perbankan untuk membenahi tata kelola

termasuk meningkatkan efektivitas manajemen risiko dan pengendalian internal. Selanjutnya, untuk memperkuat struktur industri perbankan, Bank Indonesia akan mengakselerasikan proses konsolidasi perbankan dengan mengumumkan kriteria bagi bank-bank jangkar. Sementara itu, Pemerintah dan Bank Indonesia bekerjasama untuk menyiapkan jaring pengaman keuangan dalam rangka memelihara stabilitas sistem keuangan. Hal tersebut terutama diupayakan melalui penyiapan pendirian Lembaga Penjamin Simpanan (LPS) khususnya dalam penyiapan peraturan pelaksanaan dan sosialisasi kepada perbankan dan masyarakat dan penyusunan Rancangan Undang-Undang Jaring Pengaman Keuangan (JPK) yang akan memuat mengenai peran dan tanggung-jawab serta mekanisme koordinasi lembaga terkait dalam memelihara stabilitas sistem keuangan.

## **B. Analisis Prospek Industri AMDK**

### **1. Latar Belakang Industri**

Air Minum Dalam Kemasan (AMDK) merupakan air olahan yang dikemas dan aman untuk dikonsumsi. Perkembangan industri AMDK turut didukung faktor-faktor lain seperti stabilitas harga botol plastik, penghapusan pajak penjualan barang mewah dan kesadaran masyarakat untuk mengkonsumsi air yang higienis. Peningkatan pertumbuhan pasar mendorong semakin menarik banyak produsen ke dalam industri ini, sehingga kompetisi yang meningkat tersebut mendorong sebagian produsen untuk membuat AMDK yang lebih murah dalam bentuk isi ulang dimana harga air minum isi ulang ini lebih murah kira-kira 30%.

Pasar AMDK di Indonesia sangat besar, dengan tingkat konsumsi pada tahun 2001 sebanyak 2 miliar liter dengan perkiraan nilai bisnis lebih dari Rp 1 triliun. Nilai pasar tersebut diperebutkan oleh ratusan merek baik yang memiliki ijin maupun tidak memiliki ijin. Namun krisis ekonomi yang melanda Indonesia juga mempengaruhi usaha bidang ini. Kondisi ini menjadikan persaingan bisnis menjadi lebih ketat. Banyak industri AMDK skala kecil tak mampu bertahan bahkan banyak yang berguguran akibat

tingginya bahan baku plastik yang masih diimpor.

## 2. Tinjauan Pasar

PT Aqua Golden Mississippi Tbk merupakan pionir dalam industri AMDK pada tahun 1973 dengan produk merek "Aqua". Industri ini berkembang dengan semakin banyaknya perusahaan sejenis yang mendirikan pabrik. Perusahaan lainnya yang tergolong menonjol adalah PT Ades Alfindo Putra Setia (APS) yang didirikan pada tahun 1985 dan beroperasi tahun 1986. Sementara perusahaan lainnya yang juga menonjol adalah PT Tang Mas yang memiliki 2 pabrik masing-masing di Cimanggis dan Sukabumi, Jawa Barat dan PT Gajah Lima Tirtapersada yang didirikan pada tahun 1996 dengan lokasi pabrik di Bogor. PT Tang Mas memasarkan produknya dengan nama Mon Air, Aria dan 2 Tang, dengan daerah pemasaran dengan basis di Jawa Barat. Sementara itu PT Gajah Lima Tirtapersada dengan produk "Qualiva" dan "Alfaqua".

Krisis moneter yang terjadi pada 1997 dan 1998 sempat memukul sesaat industri AMDK di Indonesia. Pada tahun 1998 produksi turun 19,9% dari 1,86 juta liter menjadi 1,49 juta liter, namun di tahun 1999 industri ini meningkat hingga 2,13 juta liter dan mencapai 2,45 juta liter di tahun 2000.

**Tabel 4.9 Produksi AMDK 1997 - 2000**

Tahun	Produksi (000 liter)	Pertumbuhan (%)
1997	1.864.990	10,4
1998	1.492.000	-19,9
1999	2.133.560	43,0
2000	2.453.590	15,0

Sumber: Departemen Perindustrian dan Perdagangan

Pasar industri AMDK termasuk kategori pasar persaingan monopolistik dengan banyaknya perusahaan dalam industri ini dengan variasi produk yang beragam. Tidak sulit untuk masuk ke dalam industri ini karena tidak memerlukan persyaratan teknologi tinggi dan investasi besar, namun tidak banyak produsen yang mampu menjaga kualitas kebersihan produk. Sampai

dengan tahun 2001 mayoritas pabrik AMDK berada di pulau Jawa seperti yang ditunjukkan di tabel berikut:

**Tabel 4.10 Pabrik AMDK dan lokasi 2001 (000' liter/Tahun)**

Provinsi	Jumlah Pabrik (unit)	Kapasitas Produksi
Jawa Barat	87	2.554.500
Jawa Timur	40	843.873
Jawa Tengah	21	430.262
Jakarta	17	110.240
Sumatera Utara	15	315.670
B a l i	13	150.100
Yogyakarta	4	37.900
Lainnya	61	914.455
<b>Total</b>	<b>258</b>	<b>5.357.000</b>

Sumber: *Data Consult*

Jumlah pabrik yang memproduksi air minum dalam kemasan terus meningkat paska krisis. Berdasarkan catatan Departemen Perindustrian dan Perdagangan pada tahun 2001, di Indonesia terdapat 320 produsen AMDK dengan kapasitas produksi per tahun 5,36 miliar liter atau terjadi penambahan sebanyak 32 produsen sejak tahun 1999. Dan menurut Asosiasi Air Minum Dalam Kemasan, jumlah produsen AMDK di tahun 2004 sebanyak 426 perusahaan.

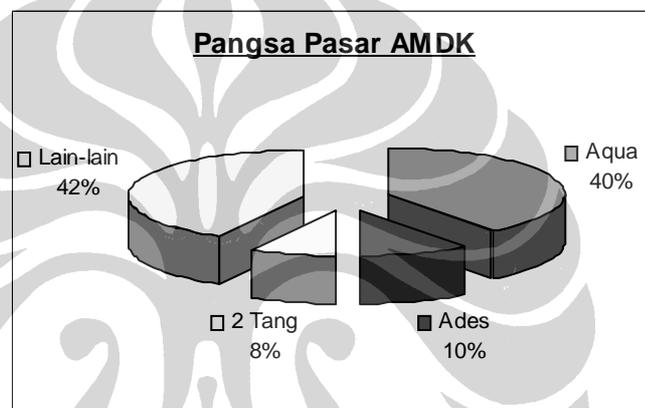
**Table 4.11 Produsen AMDK 1999 (000 liter/Tahun)**

Produsen	Merek	Kapasitas Produksi
Aqua Golden Mississippi, PT	Aqua	1.754.000
AdeS Alfindo, PT	Ades	850.000
Sinar Sosro, PT	Prim-A	529.000
Tang Mas, PT	2 Tang	33.480
Tirta Mas Megah, PT	Total	28.800
Tirta Bahagia, PT	Club, Viand	18.000
Santa Rosa Indonesia, PT	Oasis	4.200

Sumber: Departemen Perindustrian Dan Perdagangan

Persaingan di antara produsen AMDK semakin meningkat dan pasar ekspor semakin kompetitif. Bahkan untuk tetap aman di pasar, sebuah produsen AMDK harus memiliki 4 -10 merek AMDK. Saat ini terdapat ratusan merek air minum yang beredar di Indonesia. Sejalan dengan peningkatan kualitas standar AMDK oleh pemerintah yaitu perijinan isi ulang air minum hanya dapat dilakukan oleh perusahaan yang memiliki merek, grup Aqua menguasai kurang lebih 40% pasar domestik, diikuti Ades dan 2 Tang dengan pangsa pasar masing-masing sebesar 10% dan 8% pada tahun 2002.

Grafik 4.4 Pangsa pasar AMDK di Indonesia 2002



Sumber *Data Consult* (2002)

Produk Air Minum Dalam Kemasan Indonesia diekspor ke berbagai Negara, Singapura merupakan pasar utama. Tahun 1998-2001 misalnya, negara ini telah mengimpor air minum dalam kemasan asal Indonesia sebanyak 1.803 ton senilai USD 432 ribu atau sekitar 69,1% dari total ekspor. Negara lainnya yang cukup potensial adalah Brunei Darussalam, Malaysia dan Sri Lanka. Kontribusi ketiga negara ini mencapai 19,6% atau sebanyak 513 ton dari total ekspor. Nilai ekspor AMDK menurun tajam pada 1998 hingga 2.711 ton mencapai puncak krisis, dibanding pada tahun 1997 sebanyak 38.886 ton.

Tabel 4.12 Ekspor AMDK 1996 - 2002

Tahun	Volume (ton)	Nilai (US\$'000)
1996	12.241	5.452

1997	38.886	3.515
1998	2.771	761
1999	31.890	7.543
2000	35.897	6.608
2001*)	24.522	5.493

\*) Januari - November Sumber: CBS/Data Consult

### 3. Prospek

Prospek industri AMDK masih cukup bagus. Sebagai kawasan tropis, Indonesia memiliki potensi pasar yang cukup besar. Berdasarkan data Departemen Perindustrian dan Perdagangan, saat ini terdapat 213 perusahaan berproduksi dengan utilisasi pabrik mencapai 61,2% dari kapasitas terpasang 4,4 miliar liter atau sebesar 2,7 miliar per tahun.

Pasar Air minum dalam kemasan di dalam negeri mempunyai nilai pasar yang cukup besar, dengan tingkat konsumsi pada tahun 1998 sebanyak 1,5 miliar liter diperkirakan mempunyai nilai bisnis lebih Rp 1 triliun. Namun nilai tersebut diperebutkan oleh beratus-ratus merek. Diperkirakan konsumsi AMDK dalam lima tahun mendatang akan meningkat rata-rata 10% per tahun, dengan asumsi krisis ekonomi akan pulih. Dan pada tahun 2010 pasar akan menjadi sekitar 17 miliar liter. Ekspektasi tersebut didasarkan pada pertumbuhan industri yang cepat dengan makin banyaknya pemain dalam industri air minum dalam kemasan.

Tabel 4.13 Konsumsi Nasional AMDK 2001-2004

Tahun	Konsumsi Nasional
2001	1.640.035.000 liter per tahun
2002	1.789.129.000 liter per tahun
2003	1.938.219.000 liter per tahun
2004	2.087.309.000 liter per tahun

Sumber. Deperindag

### C. Perhitungan *Weighted Average Cost of capital* (WACC)

Struktur modal perusahaan terdapat dua komponen yaitu modal sendiri (*equity*) dan utang (*debt*), yang masing-masing menimbulkan biaya modal. Tingkat biaya modal merupakan rata-rata tertimbang dari biaya modal sendiri (*cost of equity*) dan biaya utang (*cost of debt*).

Dalam menghitung tingkat biaya rata-rata tertimbang (WACC) terlebih dahulu harus dihitung tingkat biaya modal sendiri dan tingkat biaya utang. Perhitungan tingkat biaya modal sendiri dilakukan dengan menggunakan rumus CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) sedangkan tingkat biaya utang dihitung berdasarkan rata-rata biaya utang.

#### Perhitungan Tingkat Biaya Modal Sendiri Dengan Menggunakan CAPM

Rumus CAPM adalah,

$$E(R_i) = R_f + [E(R_M) - R_f] \times \beta_i$$

Ada beberapa *variable* yang harus dihitung terlebih dahulu sebelum perhitungan tingkat biaya modal sendiri dengan CAPM dilakukan. Pertama-tama yang harus dicari adalah *Beta* ( $\beta$ ). Beta merupakan ukuran dari tingkat resiko suatu saham dibandingkan dengan resiko pasar. Beta PT Aqua Golden Mississippi Tbk 0,42 (kurang dari 1) karena industri makanan dan minuman resikonya lebih rendah daripada resiko pasar.

Variabel yang lain adalah *Risk free rate* ( $R_f$ ). *Risk free rate* adalah suatu tingkat suku bunga dari suatu *asset* yang dianggap bebas resiko seperti suku bunga sertifikat Bank Indonesia (SBI) untuk jangka waktu 1 bulan dan 3 bulan.

Berdasarkan data yang diperoleh dari [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id) untuk suku bunga SBI jangka waktu 1 bulan untuk periode Juni 2000 sampai Desember 2005, suku bunga SBI tertinggi berada pada level 17,69% yang terjadi pada bulan september 2001 dan suku bunga SBI terendah berada pada level 7,32% yang terjadi pada bulan Mei 2004.

Tabel 4.14 Ringkasan suku bunga SBI untuk jangka waktu 1 bulan 2002 - 2005

Tahun	Tertinggi	Terendah	Rata-rata
2000	14,53%	11,74%	13,59%
2001	17,69%	14,73%	16,47%
2002	17,50%	12,93%	15,10%
2003	12,89%	8,31%	10,09%
2004	8,24%	7,32%	7,48%
2005	12,75%	7,42%	9,21%

(sumber : Bank Indonesia [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id))

Dalam perhitungan tingkat biaya modal sendiri dengan CAPM, menggunakan rata-rata suku bunga SBI jangka waktu 1 bulan sebagai *Risk free rate* ( $R_f$ )

Variabel lain yang masih harus ditentukan adalah tingkat pengembalian yang diharapkan/*Expected Rate Return* ( $E(R_M)$ ) untuk tingkat biaya modal yang diharapkan oleh pasar diambil dari rata-rata tingkat suku bunga kredit modal kerja dari bank-bank di Indonesia.

Bank-bank yang ada di Indonesia dapat dikelompokkan kedalam 5 kelompok yakni Bank Persero (BUMN), Bank Pemerintah Daerah, Bank Swasta Nasional, Bank Asing dan Campuran. Ringkasan rata-rata suku bunga kredit modal kerja 5 kelompok bank tersebut adalah sebagai berikut:

Tabel 4.15 Rata-rata suku bunga kredit modal kerja 2000 - 2005

Tahun	Tertinggi	Terendah	Rata-rata
2000	15,32%	21,58%	18,50%
2001	15,80%	20,94%	18,89%
2002	15,71%	19,93%	19,02%
2003	11,02%	20,01%	16,87%
2004	9,33%	18,94%	14,24%
2005	9,13%	17,49%	14,27%

(sumber : Bank Indonesia [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id))

Berdasarkan data-data tersebut, maka dapat dihitung biaya modal sendiri (*cost of equity*) dengan menggunakan rumus CAPM.

Tabel 4.16 Perhitungan tingkat biaya modal sendiri (*cost of equity*)

Tahun	$R_f$	$R_M$	$R_M - R_f$	$\beta$	<i>Cost of equity</i>
2000	13,59%	18,50%	4,91%	0,42	15,65%
2001	16,47%	18,89%	2,42%	0,42	17,49%
2002	15,10%	19,02%	3,92%	0,42	16,75%
2003	10,09%	16,87%	6,78%	0,42	12,94%
2004	7,48%	14,24%	6,76%	0,42	10,32%
2005	9,21%	14,10%	4,89%	0,42	11,26%

(sumber : hasil perhitungan dari berbagai sumber data)

#### Perhitungan Tingkat Biaya Utang Berdasarkan Rata-Rata Biaya Utang.

PT Aqua Golden Mississippi Tbk mendapat pinjaman jangka panjang dari PT Tirta Investama ( *Holding Company*) sebesar Rp 30.000.000.000 pada tanggal 10 Desember 1998 dengan suku bunga bersaing dan telah dilunasi pada bulan November 2000. Pada tahun 2000 tingkat suku bunga utang ini sebesar 13% per tahun.

Pada tanggal 3 Oktober 2000, PT Aqua Golden Mississippi Tbk mengadakan perjanjian pinjaman dengan Citibank NA sebesar Rp 15.000.000.000 untuk jangka waktu 1 tahun dengan tingkat suku bunga 11,40% PA. Dan pada tahun 2001 -2002 suku bunga berkisar 11,40% - 16,65% PA, pinjaman ini dilunasi pada tanggal 23 Desember 2002

Pada tanggal 7 November 2000, PT Aqua Golden Mississippi mengadakan perjanjian pinjaman dengan PT Bank UFJ sebesar Rp 30.000.000.000 dengan suku bunga 11,65% PA dan pada tahun 2001 suku bunga berkisar 11,65% - 12,15% PA dan pada tahun 2002 suku bunga berkisar 11,15% - 12,15% PA, pinjaman ini dilunasi pada tanggal 18 Desember 2002.

Pada tahun 2003, 2004, 2005 dan periode proyeksi sampai dengan tahun 2009, PT Aqua Golden Mississippi Tbk tidak memerlukan modal eksternal untuk membiayai operasi maupun investasinya. Dengan pinjaman-pinjaman tersebut diatas menimbulkan biaya utang (*cost of debt*) pada tahun 2000,2001 dan 2002. Tingkat biaya utang dihitung berdasarkan rata-rata tertimbang ketiga utang

tersebut yang dipakai sebagai tingkat biaya utang dalam perhitungan tingkat biaya modal (*cost of capital*) menggunakan rumus:

$$\text{Cost of debt} = (A/D * E) + (B/D * F) + (C/D * G)$$

Tabel 4.17 Perhitungan biaya utang (*cost of debt*)

	Pinjaman (milyar rupiah)				Tingkat Bunga (Per Tahun)			
	PT Tirta	Citibank	Bank		PT Tirta	Citibank	Bank	Cost of
Tahun	Investama		UFJ	Total	Investama		UFJ	Debt
	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)	(G)	(H)
2000	30	15	30	75	13,00%	11,40%	11,65%	12,14%
2001	0	15	30	45	-	16,65%	12,15%	13,65%
2002	0	15	30	45	-	16,65%	12,15%	13,65%

(sumber : hasil perhitungan berdasarkan laporan keuangan perusahaan)

#### Perhitungan *Cost of capital* (WACC)

Dengan menggunakan tingkat biaya modal sendiri (*cost of equity*) dan tingkat biaya utang (*cost of debt*) yang sudah dihitung diatas, selanjutnya dapat dihitung tingkat biaya modal (*cost of capital*) dengan menggunakan rumus WACC. dengan asumsi pajak penghasilan sebesar 30%

$$WACC = (E/V) \times R_E + (D/V) \times R_D \times (1 - T_C)$$

Tabel 4.18 Perhitungan tingkat biaya modal (*cost of capital*) 2000 - 2004

Tahun	<i>Equity</i> (jutaan)	<i>Debt</i> (jutaan)	Total (jutaan)	Cost of <i>Equity</i>	Cost of <i>Debt</i>	(1 - T <sub>c</sub> )	Cost of Capital
	E	D	V=E+D	R <sub>E</sub>	R <sub>D</sub>		
2000	123.774	75.000	198.774	17,91%	12,14%	0,70	14,36%
2001	164.892	45.000	209.892	18,60%	13,65%	0,70	16,66%
2002	220.765	45.000	265.765	18,55%	13,65%	0,70	17,03%
2003	269.724	-	269.724	16,06%	-	0,70	16,06%
2004	354.497	-	354.497	13,43%	-	0,70	13,43%

(sumber: hasil perhitungan berdasar laporan keuangan perusahaan)

Berdasarkan hasil perhitungan tingkat biaya modal (*cost of capital*) dengan WACC dari tahun 2000 - 2004 dan dengan melihat pergerakan suku bunga SBI tahun 2004 - 2008.

Tabel 4.19 Suku bunga rata-rata SBI 2004 - 2008

	Suku Bunga Rata-rata	Pergerakan
2004	7,49%	
2005	9,30%	1,81%
2006	11,90%	2,60%
2007	8,66%	-3,24%
2008	8,00%	-0,66%

(Sumber : Bank Indonesia [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id))

Dapat diasumsikan bahwa pada tahun 2005 dan 2006 suku bunga cenderung akan naik 1,81% dan 2,60% akan turun pada tahun 2007 kira-kira 3,24% dan selanjutnya diasumsikan turun 0,66 % sampai akhir periode proyeksi.

Tabel 4.20 Tingkat biaya modal (*cost of capital*) 2005 - 2009

Tahun	<i>Cost of capital</i>
2005	15,24%
2006	17,84%
2007	14,60%
2008	13,94%
2009	13,28%
<b>Rata-rata</b>	<b>14,98%</b>

(sumber:hasil perhitungan)

Biaya modal (*cost of capital*) rata-rata untuk tahun 2005 – 2009 adalah **14,98%** yang akan digunakan sebagai *discounted factor*.

#### D. Perhitungan Dengan Metode *Discounted Cash Flow* (DCF)

Model arus kas bebas untuk penilaian perusahaan merupakan metode untuk menganalisa nilai sebagai nilai sekarang dari arus kas masa depan perusahaan yang diproyeksikan untuk tahun-tahun mendatang (1 tahun hingga waktu tidak

terbatas). Tentu saja arus kas bebas tidak bisa diramalkan untuk masa depan yang tidak terbatas, jadi hanya dapat memproyeksikan arus kas tersebut untuk tahun-tahun tertentu yang disebut periode perencanaan dan kemudian menahan nilai dari semua arus kas bebas tersebut dengan menggunakan konsep nilai akhir.

Nilai perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Nilai perusahaan} = \frac{\text{ arus kas bebas}_1}{(1+k_{wacc})^1} + \frac{\text{ arus kas bebas}_2}{(1+k_{wacc})^2} + \frac{\text{ arus kas bebas}_3}{(1+k_{wacc})^3} +$$

$$\frac{\text{ arus kas bebas}_4}{(1+k_{wacc})^4} + \frac{\text{ nilai akhir}_4}{(1+k_{wacc})^4}$$

$$\text{Nilai akhir}_4 = \frac{\text{ arus kas bebas}_5}{k_{wacc}}$$

Dalam perhitungan, periode yang digunakan adalah Juli s/d Juni. Hal ini dikarenakan proses penilaian dilakukan per 30 Juni 2005.

Berikut ini adalah proyeksi Arus Kas Bebas:

Tabel 4.21 Proyeksi arus kas bebas 2005 - 2010

**(Juta IDR)**

Deskripsi	2005	Projection (Januari – Desember)				
	Jun-Dec	2006	2007	2008	2009	2010
	Proforma					
EBIT	134.503	183.913	207.330	242.269	299.647	348.595
Minus: Corporate <i>Income Tax</i>	(40.351)	(55.174)	(62.199)	(72.681)	(89.894)	(104.578)
Add :Depr. & Amortisasi	27.904	62.169	86.881	112.942	111.553	128.308
Operating <i>Cash Flow</i>	122.056	190.908	232.012	282.530	321.306	372.325
Minus:	-	-	-	-	-	-
Capital Expenditures	(69.882)	(109.840)	(170.236)	(169.040)	(189.850)	(189.552)
Inc/Dec In Working Capital	103.597	(17.306)	(16.502)	(23.248)	(7.542)	(1.153)
<b>Arus Kas Bebas</b>	<b>155.771</b>	<b>63.762</b>	<b>45.274</b>	<b>90.242</b>	<b>123.914</b>	<b>181.620</b>

*Free Cash Flow Summary*

*Tahun 2006. untuk periode Januari – Desember 2006 dstnya.*

(Juta IDR)

Deskripsi	Projection ( Juli –Juni )				
	2006	2007	2008	2009	2010
Arus Kas Bebas	187.653	77.155	112.880	169.036	243.576

*Tahun 2006. untuk periode Juli 2005 – Juni 2006 dstnya.*

Sumber : *Annual Report 2005*

Berdasarkan data yang kami peroleh dari manajemen perseroan dan juga mempertimbangkan faktor-faktor yang akan mempengaruhi seperti pergerakan suku bunga, kami menentukan nilai diskonto sebesar 14,98 % per tahun telah layak sebagai nilai pendiskonto arus kas. Perhitungan ini dengan menggunakan *weighted Average cost of capital (WACC)* sesuai dengan struktur modal perseroan yang terdiri dari biaya hutang dan biaya modal.

**Nilai Akhir (Terminal value)**

Perhitungan *terminal value* dilakukan dengan asumsi bahwa perseroan akan terus beroperasi (*going concern*) setelah masa proyeksi. Perhitungan *terminal value* Perseroan adalah sebagai berikut:

$$\frac{\text{FCFF 2010} * (1 + \text{Perpetuity growth})}{\text{WACC} - \text{Perpetuity growth}}$$

WACC - Perpetuity growth

WACC	Growth = 5%
14,98 %	Rp 255.755 (jutaan)

Dengan mengasumsikan kisaran nilai *Perpetuity growth terminal value* yang digunakan sebesar 5,00%, maka *Present value* dari *Terminal value* Aqua adalah sebesar Rp Rp 255.755 (jutaan)

Tabel 4.22 Harga wajar saham PT AGM Tbk dengan Metode DCF

Tahun	Deskripsi	FCF (jutaan)	Discounted Factor	NPV (jutaan)
	Periode	A	B	C = A x B
2005	Jan 2005 – Juni 2005	45.232	1.00000	45.232
2006	Juli 2005 – Juni 2006	187.653	1.14980	163.205
2007	Juli 2006 – Juni 2007	77.155	1.32204	58.361
2008	Juli 2007 – Juni 2008	112.880	1.52008	74.259
2009	Juli 2008 – Juni 2009	169.036	1.74779	96.714
2010	Juli 2009 – Juni 2010	243.576	2.00961	121.206
	<b>Total NPV FCF</b>			<b>558.977</b>
	<i>Terminal value</i>	2.562.673	2.00961	1.275.209
	<b>Nilai ekuitas perusahaan</b>			<b>1.834.186</b>
	<b>Jumlah saham (lembar)</b>			<b>13.162.473</b>
				(rupiah penuh)
	<b>Harga Wajar Saham PT Aqua Golden Mississippi Tbk per lembar</b>			<b>139.350</b>

Sumber : Hasil perhitungan

$$Terminal Value = \frac{FCFF_{2010} * (1 + Perpetuity growth)}{WACC - Perpetuity growth}$$

$$\frac{243.576 \times (1 + 0,05)}{0,1498 - 0,05} = \frac{255.755}{0,0998} = 2.562.673$$

Per Juni 2005, perseroan memiliki *Cash and Cash Equivalent* sebesar Rp 45.232 (jutaan) tidak dikalikan *discounted factor* karena merupakan kas yang tersedia per 30 Juni 2005 dimana perhitungan nilai perusahaan/nilai wajar saham dilakukan.

Dari hasil perhitungan berdasarkan proyeksi FCF 2005 – 2010 yang diperoleh dari manajemen PT Aqua Golden Mississippi Tbk dengan asumsi nilai *Perpetuity growth terminal value* sebesar 5,00% maka nilai perusahaan/nilai wajar saham PT Aqua Golden Mississippi Tbk adalah sebesar **Rp 139.350 per lembar**.

### E. Perhitungan Dengan Metode *Dividend Discount Model* (DDM)

Sisa laba setelah dikurangi kewajiban kepada pemegang obligasi dan pemegang saham istimewa (*preferen*) merupakan bagian dapat dibagikan kepada pemegang saham biasa dalam bentuk dividen. Pembayaran dividen bukan merupakan kewajiban perusahaan yang harus dipenuhi setiap tahun melainkan tergantung kondisi keuangan perusahaan.

Kondisi keuangan perusahaan dapat dipengaruhi oleh laba yang akan diinvestasikan kembali yang menyebabkan perusahaan untuk mengurangi atau sama sekali tidak membayar dividen kepada pemegang saham.

Dalam kebijakannya, perusahaan dapat menambah, mengurangi atau menjaga pembayaran dividen dalam jumlah yang sama. Namun pada umumnya dividen dibayarkan kepada pemegang saham berdasarkan keuntungan yang diperoleh. Pembayaran dividen dapat mempengaruhi terhadap harga saham. Definisi nilai dari sebuah saham sama dengan nilai sekarang dari dividen-dividen di masa datang.

Dalam kebijakannya, PT Aqua Golden Mississippi Tbk selalu membayar dividen kepada pemegang saham setiap tahun. Besar kecil dividen yang dibagikan dipengaruhi oleh laba bersih yang diperoleh.

Berdasarkan Laporan Keuangan tahun 2000 - 2006, pembayaran dividen yang dilakukan perseroan sebagai berikut:

Tabel 4.23 Daftar pembayaran dividen tahun 2000 - 2006

Tahun	Dividen Per share IDR
2000	500
2001	625
2002	860
2003	800
2004	1,180
2005	830
2006	630

Sumber: *Annual Report* 2000 - 2006

Data pembayaran diatas menunjukkan bahwa kebijakan pembayaran dividen perusahaan berdasarkan keuntungan yang diperoleh dan cenderung naik (tumbuh) namun turun pada tahun 2003 dan 2006, hal ini dikarenakan oleh menurunnya keuntungan yang diperoleh perusahaan.

Berdasarkan data pembayaran dividen yang telah dilakukan pada periode 2000 – 2006, dapat disimpulkan bahwa kebijakan pembayaran dividen PT Aqua Golden Mississippi Tbk adalah sebesar 17% dari keuntungan bersih.

Laba bersih proyeksi yang dibuat oleh manajemen tidak dapat dipergunakan untuk menetapkan pembayaran dividen, hal ini dikarenakan oleh adanya perbedaan yang sangat signifikan antara proyeksi dan realisasi untuk tahun 2005, 2006 dan 2007.

Berdasarkan data pembayaran dividen tahun 2000 – 2006, dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan (*growth*) rata-rata sebesar 11%.

Analisa *Growth* dan *dividend payout Ratio* tahun 2000 – 2006 (*Actual*), 2007 (*Tentative*) dan 2008 – 2010 (Proyeksi) sebagai berikut:

Tabel 4.24 Analisa pertumbuhan pembayaran dividen 2000 - 2007

Pembayaran Dividen						
	Laba Bersih	Total	%	Saham	Dividen	
		Dividen	Dividen	Lembar	Per Saham	<i>Growth</i>
	IDR	IDR		IDR	IDR	
<i>Actual</i>						
2000	38.464.528.990	6.581.236.500	17%	13.162.473	500	
2001	48.014.292.158	8.226.545.635	17%	13.162.473	625	25%
2002	66.109.918.250	11.319.726.780	17%	13.162.473	860	38%
2003	62.071.103.482	10.529.978.400	17%	13.162.473	800	-7%

2004	91.582.035.931	15.531.718.140	17%	13.162.473	1.180	48%
2005	64.349.873.753	10.924.852.590	17%	13.162.473	830	-30%
2006	48.853.686.588	8.292.357.990	17%	13.162.473	630	-24%
2007	61.813.960.266	10.529.978.400	17%	13.162.473	800	27%
	<b>Rata-rata</b> <i>(Average)</i>					11%

Sumber : *Annual Report 2000 - 2006 (2007 tentative)*

Tabel 4.25 Proyeksi pembayaran dividen 2008 - 2010

	<b>Dividen</b> <b>Per Saham</b>	<i>Growth</i>
	<b>IDR</b>	
2007	800	
2008	888	11%
2009	986	11%
2010	1.094	11%

Sumber: Hasil perhitungan

Berdasarkan hasil proyeksi pembayaran dividen, pertumbuhan (*Growth*) pembayaran dividen pada tahun 2009 – 2010 dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$g = \frac{d_1 - d_0}{d_0}$$

Dimana:

$$g = \text{growth}$$

$$d_1 = \text{dividen pada tahun 2010}$$

$$d_0 = \text{dividen pada tahun 2009}$$

Dengan menggunakan rumus diatas, maka dapat dihitung pertumbuhan (*growth*) atas pembayaran dividen 2009 – 2010 adalah sebesar 11 % (diasumsikan tumbuh tiap tahun 11% berdasarkan data pembayaran dividen tahun sebelumnya).

Pertumbuhan dividen ini diasumsikan tetap untuk selamanya. Pertumbuhan dividen ini akan dipergunakan dalam perhitungan harga wajar saham PT Aqua Golden Mississippi Tbk, dengan menggunakan metode *Dividend Discount Model* (DDM)

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1+k)^n}$$

Dimana

$P_0$  = harga saham saat ini

$P_n$  = harga saham pada tahun ke - n

$D_1$  = dividen yang dibayar pada akhir tahun ke - 1

$D_2$  = dividen yang dibayar pada akhir tahun ke - 2

$D_n$  = dividen yang dibayar pada akhir tahun ke - n

$k$  = discounted factor = WACC

Tabel 4.26 *Present value* dividen untuk tahun 2005 -2010

Tahun	N	Dividen	Discounted factor	Present value
2005	0	Rp 830	-	Rp 830
2006	1	Rp 630	1,1498	Rp 548
2007	2	Rp 800	1,3220	Rp 605
2008	3	Rp 888	1,5201	Rp 584
2009	4	Rp 986	1,7478	Rp 564
2010	5	Rp 1.094	2,0096	Rp 544
				3.676

Sumber: Hasil perhitungan

Berdasarkan proyeksi pembayaran dividen selama 4 tahun mendatang yakni 2007 – 2010, maka harga saham PT AGM dapat dihitung dengan menjumlahkan nilai

sekarang (*present value*) dividen yang akan dibayar pada tahun 2005 - 2010 dan ditambah dengan nilai sekarang dari hasil perhitungan harga saham pada tahun 2010. Harga saham pada tahun 2010 dapat dihitung berdasarkan hasil proyeksi pembayaran dividen pada tahun 2010 dan pertumbuhan dividen pada tahun 2008 -2010 yang diasumsikan sebesar 11%.

Perhitungan harga saham pada tahun 2010 dengan menggunakan rumus:

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

Dimana:

$P_0$  = harga saham tahun 2010

$D_0$  = dividen yang dibayar pada tahun 2010

$k$  = *discounted factor* = WACC

$g$  = pertumbuhan dividen

Pertumbuhan (*growth*) dividen tahun 2008 – 2010 adalah 11 % dengan *discounted factor* sebesar 14,98 %. Proyeksi pembayaran dividen pada tahun 2010 adalah sebesar Rp 1.094 per lembar saham.

Dengan menggunakan data-data diatas, harga saham PT AGM pada tahun 2010 dapat dihitung,

$$P_0 = \frac{Rp1.094 (1+0.11)}{0.1498-0.11} = Rp 30.511$$

Harga saham pada tahun 2005 adalah

$$\text{Harga saham thn 2005} = \frac{Rp30.511}{(1+0,1498)^5} = Rp 15.183$$

Present value harga saham dan pembayaran dividen pada tahun 2005

Present value harga saham pada tahun 2010 Rp 15.183

Present value pembayaran dividen 2005 -2010 Rp 3.676

Harga Saham Wajar PT AGM Tahun 2005 Rp 18.859

## F. Perhitungan Dengan Metode *Net Asset Value* (NAV)

Nilai buku perusahaan merupakan hasil dari penerapan serangkaian aturan akuntansi akrual untuk membebaskan harga perolehan *asset* dalam periode akuntansi tertentu atau merupakan kekayaan bersih perusahaan yakni selisih lebih antara total aktiva dikurangi total hutang, dengan persamaan sebagai berikut.

$$Ekuiti = Total Aktiva - Total Hutang$$

$$Nilai Aktiva Bersih = \frac{Nilai pasar asset dikurangi kewajiban}{Jumlah saham yang beredar}$$

Konsep nilai penggantian lebih mencerminkan kewajaran nilai buku perusahaan karena sesuai dengan Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) yaitu *asset* perusahaan harus dicatat berdasarkan nilai historis. Dalam hal *asset* perusahaan dicatat dengan nilai historis dan dikaitkan dengan inflasi dan fluktuasi mata uang asing yang begitu signifikan (krisis moneter tahun 1997), nilai buku perusahaan tidak mencerminkan kekayaan/nilai perusahaan yang wajar kecuali semua *asset* perusahaan harus dinilai kembali oleh penilai yang independen (biaya penggantian).

Berdasarkan laporan keuangan PT Aqua Golden Mississippi Tbk per 30 Juni 2005 dan data hasil penilaian aktiva tetap perusahaan yang dilakukan oleh penilai independen. Penyesuaian atas aktiva tetap perusahaan yang dicatat berdasarkan nilai *historis* (*historical cost*) dengan nilai wajar berdasarkan pasar, maka akan mencerminkan nilai buku yang lebih wajar.

Tabel 4.27 Daftar aktiva direvaluasi per 30 Juni 2005

PT AGM Tbk  
Per Juni 2005

	Market Value				Total
	Head Office	Bekasi Plant	Citireup Plant	Mekar sari Plant	
Building	14.465	6.964	10.031	34.209	<b>65.669</b>
Machineries & Equipment	-	13.020	41.177	101.493	<b>155.690</b>
Office Equipment	-	2.523	1.528	1.769	<b>5.820</b>
Bottle & Shells *)	-				<b>85.535</b>

Computer Set	-	172	189	154	515
Land	2.657	776	4.704	16.016	24.153
	17.122	23.455	57.629	153.641	337.382
Construction In Progress (CIP)					13.678
Anak Perusahaan IBIC (Nilai Buku)					3.482
Nilai Aktiva Tetap					354.542

\*) tidak dinilai kembali untuk botol dan krat

Sumber: Laporan Appraisal PT VPC Hagai Sejahtera

Tabel 4.28 Ekuitas setelah aktiva direvaluasi per 30 Juni 2005

PT. Aqua Golden Mississippi Tbk  
Neraca Konsolidasi (dalam jutaan Rupiah)

Deskripsi	30 Juni 2005 <i>Audited</i>	Adjustment	30 Juni 2005 <i>After Adjust</i>
<b>AKTIVA</b>			
<b>AKTIVA LANCAR</b>			
Kas dan Setara Kas	45.232	-	45.232
Piutang Usaha :			
- Pihak Ketiga	7.184	-	
- Pihak Afiliasi	266.935	-	
Piutang Lain-lain	1.007	-	1.007
Persediaan	31.250	-	31.250
Uang Muka Pembelian	35.629	-	35.629
Biaya Dibayar di Muka	1.199	-	1.199
Pajak Dibayar di Muka	16.277	-	16.277
<b>Jumlah Aktiva Lancar</b>	<b>404.713</b>	-	<b>404.713</b>
<b>AKTIVA TIDAK LANCAR</b>			
Kas & Setara Kas yang terbtts penggn.	214	-	214
Piutang Pihak Afiliasi	-	-	-
Aktiva Tetap	295.297	59.245	354.542
Uang Jaminan	-	-	-
Uang Muka Pembelian	1.773	-	1.773
Goodwill – bersih	160	-	160
<b>Jumlah Aktiva Lancar</b>	<b>297.444</b>	<b>59.245</b>	<b>356.689</b>
<b>JUMLAH AKTIVA</b>	<b>702.157</b>	<b>59.245</b>	<b>761.402</b>
<b>KEWAJIBAN DAN EKUITAS</b>			
<b>KEWAJIBAN LANCAR</b>			
Hutang Usaha:			
- Pihak Ketiga	38.699	-	
- Pihak Afiliasi	4.058	-	
Hutang Lain-lain	31	-	31
Hutang Pajak	6.038	-	6.038
Biaya yang Masih Harus Dibayar	5.869	-	5.869
Hutang Dividen	16.146	-	16.146

<b>Jumlah Kewajiban Lancar</b>	<b>70.840</b>	-	<b>70.840</b>
<b>KEWAJIBAN TIDAK LANCAR</b>			
Kewajiban Pada Pihak Afiliasi	-	-	-
Uang Jaminan botol dan krat	216.345	-	216.345
Kewajiban Pajak Tangguhan - bersih	18.489	-	18.489
Provisi Imbalan Kerja	13.697	-	13.697
<b>Jumlah Kewajiban Tidak Lancar</b>	<b>248.531</b>	-	<b>248.531</b>
<b>Jumlah Kewajiban</b>	<b>319.371</b>	-	<b>319.371</b>
<b>HAK MINORITAS</b>	<b>8.073</b>	-	<b>8.073</b>
<b>EKUITAS</b>			
Modal Saham	13.162	-	13.162
Agio saham	8.624	-	8.624
Selisih kurs penjabaran lap. Keu	10.386	-	10.386
Selisih penilaian kembali aktiva tetap	106	59.245	59.351
Laba Ditahan	307.950	-	307.950
Laba Berjalan	34.485	-	34.485
<b>Jumlah Ekuitas</b>	<b>374.713</b>	-	<b>433.958</b>
<b>JUMLAH KEWAJIBAN &amp; EKUITAS</b>	<b>702.157</b>	<b>59.245</b>	<b>761.402</b>

Sumber : Laporan keuangan perusahaan per 30 Juni 2005

Tabel 4.29 Nilai Aktiva Bersih sebelum dan sesudah penilaian kembali Aktiva tetap

Deskripsi	Per 30 Juni 2005	
	Audited	Asset
	(jutaan)	Dinilai kembali (jutaan)
Total Aktiva	702.157	761.402
Total Hutang	(327.444)	(327.444)
<b>Equity</b>	<b>374.713</b>	<b>433.958</b>
Jumlah saham (lembar)	13.162.473	13.162.473
<b>Nilai Aktiva Bersih per lembar</b>	<b>Rp 28.468</b>	<b>Rp 32.969</b>

Sumber: Hasil perhitungan

Hasil perhitungan, Nilai Aktiva Bersih per lembar saham berdasarkan aktiva (*asset*) dengan *historical cost* sebesar Rp 28.468 per lembar dan setelah aktiva disesuaikan dengan harga pasar berdasarkan hasil penilaian penilai independen, maka Nilai Aktiva Bersih meningkat menjadi Rp 32.969 per lembar.

Dalam perhitungan diatas, hanya menyesuaikan nilai aktiva berwujud (*tangible assets*) perusahaan dengan harga pasar, namun tidak memasukkan nilai merek AQUA (*intangible assets*) dalam perhitungan ini, sehingga menghasilkan nilai hanya Rp 32.969 per lembar.

Merek AQUA merupakan harta tak berwujud yang sulit dinilai harganya secara pasti, namun perlu diperhitungkan bahwa merek merupakan kekayaan yang sangat mempengaruhi penjualan produk dan profitabilitas yang akan meningkatkan kekayaan pemegang saham.

### G. Perhitungan Dengan Pendekatan Pasar

Perusahaan produsen AMDK yang telah mencatatkan saham di bursa Saham Indonesia adalah PT Aqua Golden Mississippi Tbk dengan produk AQUA dan Ades Water Indonesia Tbk (sebelumnya PT Ades Alfindo Putrasetia Tbk) dengan produk ADES. Untuk mengetahui harga wajar saham dengan menggunakan metode yang berpedoman pada perusahaan terbuka, memerlukan suatu perbandingan obyek perusahaan yang sahamnya diperdagangkan. Perbandingan biasanya didasarkan pada data yang dipublikasikan mencakup *harga saham dan laba, penjualan/ pendapatan* yang mana dinyatakan dengan rasio.

*Ratio* yang digunakan dalam mengukur kewajaran harga saham adalah *Price Earnings Ratio* (PER) yaitu merupakan *Ratio* antara harga saham dibandingkan dengan laba per saham dengan formula:

$$\text{Price Earnings Ratio} = \frac{\text{Market Value per share}}{\text{Earnings per share (EPS)}}$$

Tabel 4.30 PER sektor industri makanan dan minuman

INDUSTRI BARANG DAGANGAN

Sektor Makanan dan Minuman

No.	Code	Nama Perusahaan	<i>Price Earnings Ratio</i> (PER)			
			10 Dec 2007	12 Dec 2007	13 Dec 2007	14 Dec 2007
1	ADES	Ades Waters Indonesia Tbk	(1,39)	(1,44)	(1,44)	(1,39)

Universitas Indonesia

2	AISA	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk	48,53	48,53	48,53	48,53
3	AQUA	Aqua Golden Mississippi Tbk	24,47	24,80	24,80	24,47
4	CEKA	Cahaya Kalbar Tbk	8,40	7,65	7,45	8,18
5	DAVO	Davomas Abadi Tbk	11,71	11,97	11,97	13,04
6	DLTA	Delta Djakarta Tbk	6,07	6,70	6,70	6,70
7	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	27,21	-	-	26,43
8	MLBI	Multi Bintang Indonesia Tbk	18,30	-	-	18,30
9	MYOR	Mayora Indah Tbk	8,86	-	-	8,81
10	PSDN	Prasidha Aneka Niaga Tbk	(26,13)	-	-	(26,13)
11	STTP	Siantar TOP Tbk	35,69	35,69	35,69	35,69
12	SUBA	Suba Indah Tbk	(0,53)	-	-	(0,53)
Rata-rata			13,43	19,13	19,10	13,55

Sumber : Koran Bisnis Indonesia

Berdasarkan data *Price Earnings Ratio* (PER) untuk Sektor Industri Makanan dan Minuman yang rata-rata sebesar 13,50 x (kali) untuk tanggal 10 Desember 2007 dan 14 Desember 2007. Namun PER untuk tanggal 12 – 13 Desember 2007, data yang diperoleh dari Koran Bisnis Indonesia kurang lengkap sehingga tidak dapat dijadikan dasar dalam penentuan PER untuk sektor industri makanan dan minuman.

*Price Earnings Ratio* yang digunakan dalam perhitungan diatas adalah untuk tahun 2007, diasumsikan sama untuk tahun-tahun sebelumnya yakni untuk tahun 2005 dan 2006.

Tabel 4.31 Harga wajar saham 2005 – 2007 dihitung berdasarkan PER

		<i>ACTUAL</i>				Rata-rata 2005 -2007
		30 Juni 2005	31 Des 2005	31 Des 2006	31 Des 2007	
Laba Bersih	Jutaan	34.485	64.350	48.854	61.814	
Jumlah Saham	Lbr	13.162.473	13.162.473	13.162.473	13.162.473	
Laba persaham (setahun)	Rp	5.240	4.889	3.712	4.696	
<i>Price Earnings Ratio</i> PER)	X	13,50	13,50	13,50	13,50	
<b>Harga Wajar Saham</b>	<b>Rp</b>	<b>70.739</b>	<b>66.000</b>	<b>50.106</b>	<b>63.399</b>	<b>59.835</b>
<b>Harga Penutupan</b>	<b>Rp</b>	<b>49.000</b>	<b>63.000</b>	<b>98.000</b>	<b>129.500</b>	<b>96.833</b>

		<i>ACTUAL</i>	<i>PROJECTION</i>			Rata-rata 2005 -2007
		30 Juni 2005	31 Des 2005	31 Des 2006	31 Des 2007	
Laba Bersih	Jutaan	34.485	127.763	128.599	144.987	
Jumlah Saham	Lbr	13.162.473	13.162.473	13.162.473	13.162.473	
Laba persaham (setahun)	Rp	5.240	9.707	9.770	11.015	
<i>Price Earnings Ratio</i> PER)	X	13,50	13,50	13,50	13,50	
<b>Harga Wajar Saham</b>	<b>Rp</b>	<b>70.739</b>	<b>131.039</b>	<b>131.897</b>	<b>148.705</b>	<b>137.214</b>
<b>Harga Penutupan</b>	<b>Rp</b>	<b>49.000</b>	<b>63.000</b>	<b>98.000</b>	<b>129.500</b>	<b>96.833</b>

Sumber: Pengolahan Data Perusahaan, Koran Bisnis Indonesia, Bursa Efek Indonesia

Dari perhitungan diatas dengan metode PER dan berdasarkan data *Actual*, menunjukkan bahwa harga wajar saham PT Aqua Golden Mississippi Tbk per 30 Juni 2005 adalah sebesar Rp 70.739 per lembar dengan harga pasar/penutupan sebesar Rp 49.000 per lembar, dibawah harga wajar. Namun harga pasar terus menerus disesuaikan sampai pada harga Rp 63.000 per lembar per 31 Desember 2005.

Sebagai pembandingan, perhitungan juga menggunakan *data projection* yang menghasilkan harga wajar per 31 Desember 2005 sebesar Rp 131.039 per lembar dengan harga pasar sebesar Rp 63.000 per lembar, harga pasar hanya berkisar 48 % dari harga wajar hasil perhitungan. Namun demikian harga pasar terus naik sampai mencapai harga Rp 129.500 per 31 Desember 2007.

Berdasarkan data Laba bersih *Actual* dan *projection* PT AGM Tbk untuk tahun 2005, 2006 dan 2007 dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. *Projection* yang dibuat oleh manajemen terlalu agresif, karena laba bersih yang dapat dicapai hanya berkisar antara 38 % - 50 % saja.
2. Harga pasar saham di Bursa naik mengikuti *projection* laba bersih per 31 Desember 2007 sebesar Rp 129.500 per lembar (berdasarkan *projection*, harga wajar rata-rata sebesar Rp 137.214 per lembar).
3. Rata-rata harga penutupan 3 tahun terakhir yakni tahun 2005, 2006 dan 2007 sebesar Rp 96.833 per lembar (mendekati harga penawaran PT AGM Tbk pada saat melakukan *go private* sebesar Rp 100.000 per lembar).

#### H. Harga Wajar Saham PT Aqua Golden Mississippi Tbk

Harga Wajar Saham PT Aqua Golden Mississippi Tbk dihitung dengan menggunakan beberapa metode *Valuation*, namun menghasilkan angka yang berbeda.

Perhitungan dengan menggunakan *Discounted Cash Flow* menghasilkan angka yang paling tinggi yakni sebesar Rp 139.250 per lembar dan harga terendah dengan menggunakan metode *Dividend Discount Model* yakni sebesar Rp 18.859 per lembar.

Tabel 4.32 Resume hasil perhitungan Harga Wajar Saham PT AGM Tbk per 30 Juni 2005.

Harga Wajar Saham PT Aqua Golden Mississippi TBK

Metode <i>Valuation</i>	Per 30 Juni 2005
	Harga Wajar Saham PT AGM Tbk
	Rp/Lembar Saham
<i>Discounted Cash Flow</i> (DCF)	139.350
<i>Dividend Discount Model</i> (DDM)	18.859
<i>Net Asset Value</i> (NAV)	32.969
<i>Price Earnings Ratio</i> (PER)	70.739

Sumber : Perhitungan berdasarkan pengolahan data perusahaan dan pasar

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### A. Kesimpulan

1. Dari 4 metode perhitungan diatas dapat disimpulkan bahwa harga penawaran pembelian kembali (*buyback*) Rp 100.000 per lembar sudah diatas harga wajar yakni masing masing dengan hasil perhitungan sebagai berikut,
  - a. *Discounted Cash Flow* (DCF) sebesar  $50\% \times \text{Rp } 139.350 = \text{Rp } 69.675$  per lembar, karena harga wajar sebesar Rp 139.350 per lembar dihitung berdasar proyeksi sedangkan realisasinya berkisar 50% dari yang diproyeksikan (halaman 80, lampiran 14 dan lampiran 16).
  - b. *Dividend Discount Method* (DDM) sebesar Rp 18.859 per lembar, yang merupakan nilai sekarang dari dividen yang dibayar di masa yang akan datang (halaman 83).
  - c. *Net Asset Value* (NAV) sebesar Rp 32.969 per lembar, dengan *asset* yang direvaluasi (halaman 88).
  - d. *Price Earnings Ratio* (PER) sebesar Rp 70.739 per lembar dengan menggunakan PER rata-rata industri makanan dan minuman (halaman 91).
2. Dari hasil perhitungan harga wajar saham PT AGM Tbk dengan menggunakan metode *Discounted Cash Flow* (DCF) sebesar Rp 69.675 per lembar dan dengan menggunakan metode PER sebesar Rp 70.739 per lembar. Dengan menggunakan ke 2 metode tersebut menghasilkan harga yang mendekati harga pasar yakni harga pada tanggal 30 Juni 2005 sebesar Rp 49.000 per lembar dan tanggal 31 Desember 2005 sebesar Rp 63.000 per lembar. Dengan hasil perhitungan diatas, disimpulkan bahwa metode yang dianggap tepat adalah dengan menggunakan pendekatan *income* yakni metode *Discounted Cash Flow* dan dengan menggunakan pendekatan pasar yakni metode *Price Earnings Ratio* (PER).

3. Kendala yang dihadapi setelah dua kali gagal dalam usaha *go private* adalah mayoritas dari pemegang saham minoritas yang jumlahnya hanya sebesar 6,40% tidak menyetujui rencana perseroan untuk *go private* karena,
  - a. Tidak mau menjual sahamnya sebab harga pembelian kembali yang ditawarkan sebesar Rp 100.000 per lembar dianggap terlalu murah.
  - b. *Sense of belonging*, keinginan sebagian dari pemegang saham minoritas untuk tetap memiliki saham Aqua.
  
4. Strategi yang harus dilakukan agar dapat berhasil dalam usaha *go private* adalah
  - a. Proses *buyback* saham AQUA sebaiknya dilakukan secara bertahap melalui pembelian di Bursa Efek Indonesia (baik dibeli langsung oleh perusahaan atau oleh pihak yang ditunjuk) tanpa menghambuskan *issue Go private*.
  - b. Perusahaan memberi kesempatan kepada pemegang saham minoritas yang menolak proses *Go private* hanya karena ingin tetap memiliki AQUA (*sense of belonging*) sebagai pemegang saham dalam perusahaan tertutup, sejauh tidak bertentangan dengan Undang-undang Perseroan Terbatas dan Undang-undang Pasar Modal tentang jumlah pihak sebagai pemegang saham dalam perusahaan tertutup (halaman 16).

## B. Saran

Berdasarkan kesimpulan diatas disarankan sebagai berikut:

### Untuk Perusahaan:

1. Harga pembelian kembali (*buyback*) yang ditawarkan seharga Rp 100.000 per lembar saham sudah cukup tinggi jika dibandingkan dengan hasil perhitungan diatas dengan nilai wajar per lembar berkisar antara Rp 69.695 (DCF) – Rp 70.739 (PER), sedangkan dengan metode NAV Rp 32.969 per lembar dapat diabaikan karena sulit dalam menetapkan nilai dari Merek AQUA (*intangible asset*).

2. Proses *buyback* saham AQUA dapat dilakukan secara bertahap melalui Bursa Efek Indonesia (baik dibeli langsung oleh perseroan atau oleh pihak yang ditunjuk) tanpa menghembuskan *issue go private*. Dengan cara ini perseroan dapat membeli kembali saham di publik dengan harga pasar yang wajar sehingga biaya yang dikeluarkan tidak terlalu besar.
3. Setelah membeli kembali 75% atau lebih saham di publik, maka proses untuk memperoleh persetujuan RUPSLB berkaitan dengan *go private* jauh lebih mudah (halaman 10, Peraturan *Go private*)
4. Perusahaan tetap memberikan peluang kepada pemegang saham minoritas yang enggan menjual saham yang dimilikinya untuk tetap sebagai bagian dari AQUA tapi dalam perusahaan tertutup sehingga proses *Go private* dapat tetap tercapai, sejauh tidak bertentangan dengan Undang-undang Perseroan Terbatas dan Undang-undang Pasar Modal.

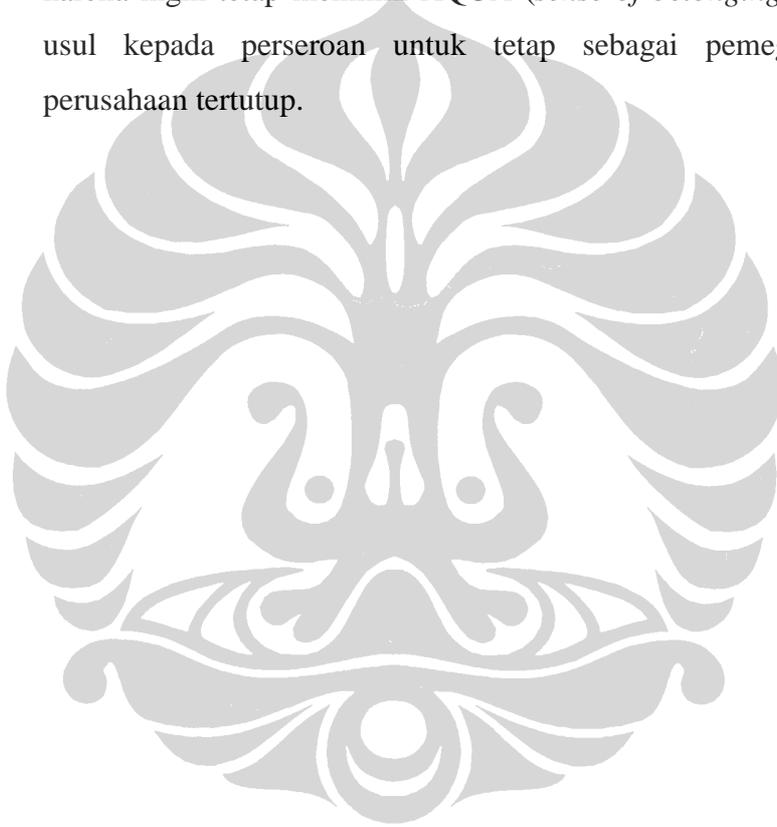
#### **Untuk Pemegang Saham Minoritas (*Minority Shareholders*)**

1. Harga penawaran sebesar Rp 100.000 per lembar sudah diatas nilai wajar saham PT Aqua Golden Mississippi Tbk yang berkisar antara Rp 69.695 (DCF) – Rp 70.739 (PER). Para pemegang saham minoritas disarankan untuk menerima tawaran *buyback*.
2. Berdasarkan perhitungan diatas, harga penawaran *buyback* Rp 100.000 per lembar adalah 3 x lebih besar dengan harga wajar yang dihitung dengan *Net Asset Value* (NAV) yang hanya sebesar Rp 32.969 per lembar. Ini merupakan kesempatan yang baik untuk mendapatkan keuntungan dengan menjual atau menerima tawaran *buyback*.
3. Transaksi Saham Aqua dibursa tidak likuid, sehingga sulit untuk menjual. Saat ini merupakan kesempatan yang baik untuk menjual dengan harga Rp 129.500, karena harga saham AQUA sebesar Rp 1.000.000 per lembar yang diklaim oleh Masyarakat Investor Sekuritas Indonesia (MISSI) sangat tidak beralasan dan berdasar.
4. Harga saham AQUA di bursa adalah sebesar Rp 129.500 per lembar, sedangkan dividen setahun diasumsikan paling tinggi Rp 1.200 per lembar

saham, maka *return* yang diperoleh sebagai pemegang saham AQUA setahun hanya sebesar  $\frac{Rp\ 1.200}{Rp\ 129.500} \times 100\ \% = 0,9266\ \%$  *gross*, dipotong *with*

*Holding tax 20%* sebesar 0,1853 % dan diterima sebesar 0,7413 % *net*, diluar *capital gain*. Jika dibandingkan dengan bunga deposito sebesar 8 % PA (*gross*), maka disarankan untuk menjual dan uang hasil penjualan ditempatkan dalam deposito.

5. Bagi pemegang saham minoritas yang menolak proses *Go private* hanya karena ingin tetap memiliki AQUA (*sense of belonging*), dapat mengajukan usul kepada perseroan untuk tetap sebagai pemegang saham dalam perusahaan tertutup.



## DAFTAR PUSTAKA

### Buku

- Ary Suta, I Putu Gede, 2002, Menuju Pasar Modal Modern, Yayasan Sad Satria Bakti, Jakarta.
- Bodie, Zvi. Kane, Alex. Marcus, Alan J., 2005 Investments, 6<sup>th</sup>. International Edition, McGraw-Hill, New York.
- Irham Fahmi, SE.,M.Si. Analisis Investasi dalam Perspektif Ekonomi dan Politik. cetakan pertama November 2006, PT Refika Aditama.
- John J. Hampton. 1989 Financial Decision Making: Concepts, Problems and Cases, 4<sup>th</sup> International Editions , Prentice-Hall.
- Keown, Arthur J. Martin, John D. Petty, J.William. Scott, David F.JR. 2005 Financial Management 10<sup>th</sup> International Edition, Pearson Prentice Hall.
- Ross, Stephen A. Westerfield, Randolph W. Jaffe, Feffrey, 2005 Corporate Finance 7<sup>th</sup> International edition , McGraw-Hill, USA.
- Rose, Peter S. Marquis, Milton H., 2006 Money and Capital Markets 9<sup>th</sup> International Edition , McGraw-Hill.
- Undang-undang No.1 tahun 1995, tentang Perseroan Terbatas dan Undang-undang No.8 tahun 1995, tentang Pasar Modal.
- Peraturan PT Bursa Efek Jakarta Nomor I-1 tentang penghapusan pencatatan (delisting) dan pencatatan kembali (relisting) saham di bursa.
- Surat Edaran PT Aqua Golden Mississippi Tbk. Perihal Rencana Go private 27 Oktober 2005 (Berdasarkan Surat Bapepam Nomor S-3051/PM/2005, 25 Oktober 2005).
- Laporan Tahunan (*Annual Report*) PT. Aqua Golden Mississippi Tbk tahun 2000 - 2006.

**Artikel dan Jurnal**

- Ardian Wibisono, Kuras Energi “Aqua Kapok Minta *Go private*”, Detikinet, 20 Desember 2005 (<http://www.detikinet.com>).
- Boby W. Hernawan & I Made B. Tirthayatra, Peraturan dan Prosedur *Go private*. (<http://www.bapepam.go.id>).
- Hinsa Siahaan, Analisa Saham Dengan Menggunakan Gordon Model, Kajian Ekonomi dan Keuangan, Vol 7 No.1, Maret 2003 (<http://www.fiskal.depkeu.go.id>)
- Saiful M. Ruky, Memahami dan Menggunakan Konsep serta Definisi Nilai Pasar Wajar (Fair Market Value) dan implikasinya Dalam Penilaian Usaha, Corporate Finance & Business Valuation Newsletter 1th edition, February 2003 (<http://www.truscel.com>).
- Wawat Sutanto, BAP, BPU, Sekilas Penilaian Usaha, Corporate Finance & Business Valuation Newsletter 1th edition, February 2003 (<http://www.truscel.com>).
- Laporan Bulanan Ekonomi, Monoter dan Perbankan, Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Monoter, Januari 2003 (<http://bi.go.id>).
- Koran Bisnis Indonesia, Data Finansial Bursa Efek Indonesia, 10 – 14 Desember 2007.



## Perhitungan Beta Saham PT. Aqua Golden Mississippi.

No.	Date	AGM		IHSG		yi	xi	yi <sup>2</sup>	xi <sup>2</sup>	xi x yi
		Closing	Yi(Ri)	Closing	Xi(Rm)	Yi-mean	Xi-mean			
		46,100		691.895						
1	2-Jan-04	46,100	-	704.498	0.01822	(0.00124)	0.01716	0.00000	0.00029	(0.00002)
2	5-Jan-04	46,100	-	725.472	0.02977	(0.00124)	0.02872	0.00000	0.00082	(0.00004)
3	6-Jan-04	46,100	-	723.989	(0.00204)	(0.00124)	(0.00310)	0.00000	0.00001	0.00000
4	7-Jan-04	46,100	-	709.367	(0.02020)	(0.00124)	(0.02125)	0.00000	0.00045	0.00003
5	8-Jan-04	47,800	0.03688	730.815	0.03024	0.03563	0.02918	0.00127	0.00085	0.00104
6	9-Jan-04	48,000	0.00418	753.692	0.03130	0.00294	0.03025	0.00001	0.00092	0.00009
7	12-Jan-04	48,500	0.01042	742.506	(0.01484)	0.00917	(0.01589)	0.00008	0.00025	(0.00015)
8	13-Jan-04	47,800	(0.01443)	743.143	0.00086	(0.01568)	(0.00019)	0.00025	0.00000	0.00000
9	14-Jan-04	47,800	-	756.563	0.01806	(0.00124)	0.01701	0.00000	0.00029	(0.00002)
10	15-Jan-04	47,800	-	763.453	0.00911	(0.00124)	0.00806	0.00000	0.00006	(0.00001)
11	16-Jan-04	48,500	0.01464	770.334	0.00901	0.01340	0.00796	0.00018	0.00006	0.00011
12	19-Jan-04	48,500	-	766.483	(0.00500)	(0.00124)	(0.00605)	0.00000	0.00004	0.00001
13	20-Jan-04	48,000	(0.01031)	773.125	0.00867	(0.01155)	0.00761	0.00013	0.00006	(0.00009)
14	21-Jan-04	49,050	0.02188	776.301	0.00411	0.02063	0.00306	0.00043	0.00001	0.00006
15	23-Jan-04	49,100	0.00102	785.879	0.01234	(0.00022)	0.01129	0.00000	0.00013	(0.00000)
16	26-Jan-04	47,800	(0.02648)	786.874	0.00127	(0.02772)	0.00022	0.00077	0.00000	(0.00001)
17	27-Jan-04	47,800	-	772.494	(0.01827)	(0.00124)	(0.01933)	0.00000	0.00037	0.00002
18	28-Jan-04	47,800	-	767.107	(0.00697)	(0.00124)	(0.00802)	0.00000	0.00006	0.00001
19	29-Jan-04	47,800	-	759.644	(0.00973)	(0.00124)	(0.01078)	0.00000	0.00012	0.00001
20	30-Jan-04	47,800	-	752.932	(0.00884)	(0.00124)	(0.00989)	0.00000	0.00010	0.00001
21	3-Feb-04	47,800	-	730.319	(0.03003)	(0.00124)	(0.03108)	0.00000	0.00097	0.00004
22	4-Feb-04	47,800	-	730.275	(0.00006)	(0.00124)	(0.00111)	0.00000	0.00000	0.00000
23	5-Feb-04	47,800	-	736.468	0.00848	(0.00124)	0.00743	0.00000	0.00006	(0.00001)
24	6-Feb-04	47,800	-	758.924	0.03049	(0.00124)	0.02944	0.00000	0.00087	(0.00004)
25	9-Feb-04	47,800	-	767.255	0.01098	(0.00124)	0.00993	0.00000	0.00010	(0.00001)
26	10-Feb-04	44,000	(0.07950)	766.771	(0.00063)	(0.08074)	(0.00168)	0.00652	0.00000	0.00014
27	11-Feb-04	44,000	-	769.793	0.00394	(0.00124)	0.00289	0.00000	0.00001	(0.00000)
28	12-Feb-04	44,000	-	766.083	(0.00482)	(0.00124)	(0.00587)	0.00000	0.00003	0.00001
29	13-Feb-04	44,000	-	773.140	0.00921	(0.00124)	0.00816	0.00000	0.00007	(0.00001)
30	16-Feb-04	45,000	0.02273	775.225	0.00270	0.02148	0.00165	0.00046	0.00000	0.00004
31	17-Feb-04	45,500	0.01111	776.999	0.00229	0.00987	0.00124	0.00010	0.00000	0.00001
32	18-Feb-04	45,250	(0.00549)	785.907	0.01146	(0.00674)	0.01041	0.00005	0.00011	(0.00007)
33	19-Feb-04	50,000	0.10497	789.432	0.00449	0.10373	0.00343	0.01076	0.00001	0.00036
34	20-Feb-04	45,950	(0.08100)	794.467	0.00638	(0.08224)	0.00533	0.00676	0.00003	(0.00044)
35	24-Feb-04	51,500	0.12078	780.753	(0.01726)	0.11954	(0.01831)	0.01429	0.00034	(0.00219)
36	25-Feb-04	46,800	(0.09126)	777.053	(0.00474)	(0.09251)	(0.00579)	0.00856	0.00003	0.00054
37	26-Feb-04	50,500	0.07906	776.016	(0.00133)	0.07782	(0.00239)	0.00606	0.00001	(0.00019)
38	27-Feb-04	48,050	(0.04851)	761.081	(0.01925)	(0.04976)	(0.02030)	0.00248	0.00041	0.00101
39	1-Mar-04	48,100	0.00104	759.006	(0.00273)	(0.00020)	(0.00378)	0.00000	0.00001	0.00000
40	2-Mar-04	47,550	(0.01143)	779.746	0.02733	(0.01268)	0.02627	0.00016	0.00069	(0.00033)
41	3-Mar-04	47,000	(0.01157)	776.826	(0.00374)	(0.01281)	(0.00480)	0.00016	0.00002	0.00006
42	4-Mar-04	46,250	(0.01596)	774.768	(0.00265)	(0.01720)	(0.00370)	0.00030	0.00001	0.00006
43	5-Mar-04	46,250	-	778.010	0.00418	(0.00124)	0.00313	0.00000	0.00001	(0.00000)
44	8-Mar-04	46,500	0.00541	772.868	(0.00661)	0.00416	(0.00766)	0.00002	0.00006	(0.00003)
45	9-Mar-04	47,100	0.01290	771.078	(0.00232)	0.01166	(0.00337)	0.00014	0.00001	(0.00004)
46	10-Mar-04	47,200	0.00212	760.327	(0.01394)	0.00088	(0.01499)	0.00000	0.00022	(0.00001)
47	11-Mar-04	47,000	(0.00424)	741.198	(0.02516)	(0.00548)	(0.02621)	0.00003	0.00069	0.00014
48	12-Mar-04	51,500	0.09574	738.152	(0.00411)	0.09450	(0.00516)	0.00893	0.00003	(0.00049)
49	15-Mar-04	46,600	(0.09515)	724.151	(0.01897)	(0.09639)	(0.02002)	0.00929	0.00040	0.00193
50	16-Mar-04	45,250	(0.02897)	716.177	(0.01101)	(0.03021)	(0.01206)	0.00091	0.00015	0.00036
51	17-Mar-04	45,300	0.00110	730.585	0.02012	(0.00014)	0.01907	0.00000	0.00036	(0.00000)

## Perhitungan Beta Saham PT. Aqua Golden Mississippi.

No.	Date	AGM		IHSG		yi	xi	yi <sup>2</sup>	xi <sup>2</sup>	xi x yi
		Closing	Yi(Ri)	Closing	Xi(Rm)	Yi-mean	Xi-mean			
52	18-Mar-04	45,750	0.00993	733.570	0.00409	0.00869	0.00303	0.00008	0.00001	0.00003
53	19-Mar-04	45,600	(0.00328)	742.914	0.01274	(0.00452)	0.01169	0.00002	0.00014	(0.00005)
54	23-Mar-04	45,600	-	736.442	(0.00871)	(0.00124)	(0.00976)	0.00000	0.00010	0.00001
55	24-Mar-04	46,000	0.00877	738.793	0.00319	0.00753	0.00214	0.00006	0.00000	0.00002
56	25-Mar-04	45,900	(0.00217)	727.103	(0.01582)	(0.00342)	(0.01687)	0.00001	0.00028	0.00006
57	26-Mar-04	45,800	(0.00218)	714.129	(0.01784)	(0.00342)	(0.01889)	0.00001	0.00036	0.00006
58	29-Mar-04	46,000	0.00437	716.921	0.00391	0.00312	0.00286	0.00001	0.00001	0.00001
59	30-Mar-04	46,100	0.00217	730.061	0.01833	0.00093	0.01728	0.00000	0.00030	0.00002
60	31-Mar-04	46,400	0.00651	735.677	0.00769	0.00526	0.00664	0.00003	0.00004	0.00003
61	1-Apr-04	47,550	0.02478	737.653	0.00269	0.02354	0.00163	0.00055	0.00000	0.00004
62	2-Apr-04	46,000	(0.03260)	750.652	0.01762	(0.03384)	0.01657	0.00115	0.00027	(0.00056)
63	6-Apr-04	45,700	(0.00652)	771.548	0.02784	(0.00777)	0.02679	0.00006	0.00072	(0.00021)
64	7-Apr-04	46,100	0.00875	774.399	0.00370	0.00751	0.00264	0.00006	0.00001	0.00002
65	8-Apr-04	46,000	(0.00217)	779.617	0.00674	(0.00341)	0.00569	0.00001	0.00003	(0.00002)
66	12-Apr-04	46,000	-	767.812	(0.01514)	(0.00124)	(0.01619)	0.00000	0.00026	0.00002
67	13-Apr-04	45,200	(0.01739)	771.739	0.00511	(0.01863)	0.00406	0.00035	0.00002	(0.00008)
68	14-Apr-04	45,500	0.00664	777.988	0.00810	0.00539	0.00705	0.00003	0.00005	0.00004
69	15-Apr-04	45,500	-	772.987	(0.00643)	(0.00124)	(0.00748)	0.00000	0.00006	0.00001
70	16-Apr-04	45,500	-	776.572	0.00464	(0.00124)	0.00359	0.00000	0.00001	(0.00000)
71	19-Apr-04	45,750	0.00549	784.839	0.01065	0.00425	0.00959	0.00002	0.00009	0.00004
72	20-Apr-04	46,000	0.00546	810.859	0.03315	0.00422	0.03210	0.00002	0.00103	0.00014
73	21-Apr-04	46,000	-	814.203	0.00412	(0.00124)	0.00307	0.00000	0.00001	(0.00000)
74	22-Apr-04	45,500	(0.01087)	804.427	(0.01201)	(0.01211)	(0.01306)	0.00015	0.00017	0.00016
75	23-Apr-04	46,000	0.01099	815.444	0.01370	0.00975	0.01264	0.00009	0.00016	0.00012
76	26-Apr-04	38,050	(0.17283)	811.745	(0.00454)	(0.17407)	(0.00559)	0.03030	0.00003	0.00097
77	27-Apr-04	45,250	0.18922	818.159	0.00790	0.18798	0.00685	0.03534	0.00005	0.00129
78	28-Apr-04	45,500	0.00552	817.933	(0.00028)	0.00428	(0.00133)	0.00002	0.00000	(0.00001)
79	29-Apr-04	45,500	-	801.967	(0.01952)	(0.00124)	(0.02057)	0.00000	0.00042	0.00003
80	30-Apr-04	45,500	-	783.413	(0.02314)	(0.00124)	(0.02419)	0.00000	0.00058	0.00003
81	4-May-04	45,000	(0.01099)	779.603	(0.00486)	(0.01223)	(0.00591)	0.00015	0.00003	0.00007
82	5-May-04	41,000	(0.08889)	758.082	(0.02761)	(0.09013)	(0.02866)	0.00812	0.00082	0.00258
83	6-May-04	40,000	(0.02439)	746.117	(0.01578)	(0.02563)	(0.01683)	0.00066	0.00028	0.00043
84	7-May-04	40,550	0.01375	743.637	(0.00332)	0.01251	(0.00437)	0.00016	0.00002	(0.00005)
85	10-May-04	40,000	(0.01356)	707.218	(0.04897)	(0.01481)	(0.05003)	0.00022	0.00250	0.00074
86	11-May-04	38,550	(0.03625)	718.261	0.01561	(0.03749)	0.01456	0.00141	0.00021	(0.00055)
87	12-May-04	39,550	0.02594	744.291	0.03624	0.02470	0.03519	0.00061	0.00124	0.00087
88	13-May-04	39,550	-	739.137	(0.00692)	(0.00124)	(0.00798)	0.00000	0.00006	0.00001
89	14-May-04	39,550	-	722.709	(0.02223)	(0.00124)	(0.02328)	0.00000	0.00054	0.00003
90	17-May-04	40,000	0.01138	668.477	(0.07504)	0.01013	(0.07609)	0.00010	0.00579	(0.00077)
91	18-May-04	36,600	(0.08500)	676.152	0.01148	(0.08624)	0.01043	0.00744	0.00011	(0.00090)
92	19-May-04	36,000	(0.01639)	706.797	0.04532	(0.01764)	0.04427	0.00031	0.00196	(0.00078)
93	21-May-04	36,500	0.01389	724.932	0.02566	0.01265	0.02461	0.00016	0.00061	0.00031
94	24-May-04	36,000	(0.01370)	732.580	0.01055	(0.01494)	0.00950	0.00022	0.00009	(0.00014)
95	25-May-04	37,500	0.04167	717.135	(0.02108)	0.04042	(0.02213)	0.00163	0.00049	(0.00089)
96	26-May-04	35,000	(0.06667)	718.005	0.00121	(0.06791)	0.00016	0.00461	0.00000	(0.00001)
97	27-May-04	37,700	0.07714	728.313	0.01436	0.07590	0.01331	0.00576	0.00018	0.00101
98	28-May-04	37,700	-	733.990	0.00779	(0.00124)	0.00674	0.00000	0.00005	(0.00001)
99	31-May-04	38,000	0.00796	732.516	(0.00201)	0.00671	(0.00306)	0.00005	0.00001	(0.00002)
100	1-Jun-04	37,500	(0.01316)	731.202	(0.00179)	(0.01440)	(0.00284)	0.00021	0.00001	0.00004
101	2-Jun-04	37,600	0.00267	719.042	(0.01663)	0.00142	(0.01768)	0.00000	0.00031	(0.00003)
102	4-Jun-04	37,600	-	697.937	(0.02935)	(0.00124)	(0.03040)	0.00000	0.00092	0.00004
103	7-Jun-04	38,100	0.01330	700.785	0.00408	0.01205	0.00303	0.00015	0.00001	0.00004

## Perhitungan Beta Saham PT. Aqua Golden Mississippi.

No.	Date	AGM		IHSG		yi	xi	yi <sup>2</sup>	xi <sup>2</sup>	xi x yi
		Closing	Yi(Ri)	Closing	Xi(Rm)	Yi-mean	Xi-mean			
104	8-Jun-04	45,000	0.18110	703.579	0.00399	0.17986	0.00294	0.03235	0.00001	0.00053
105	9-Jun-04	40,000	(0.11111)	709.753	0.00878	(0.11235)	0.00772	0.01262	0.00006	(0.00087)
106	10-Jun-04	40,000	-	706.841	(0.00410)	(0.00124)	(0.00515)	0.00000	0.00003	0.00001
107	11-Jun-04	40,000	-	704.125	(0.00384)	(0.00124)	(0.00489)	0.00000	0.00002	0.00001
108	14-Jun-04	40,000	-	696.338	(0.01106)	(0.00124)	(0.01211)	0.00000	0.00015	0.00002
109	15-Jun-04	40,000	-	707.411	0.01590	(0.00124)	0.01485	0.00000	0.00022	(0.00002)
110	16-Jun-04	40,000	-	707.887	0.00067	(0.00124)	(0.00038)	0.00000	0.00000	0.00000
111	17-Jun-04	40,000	-	700.137	(0.01095)	(0.00124)	(0.01200)	0.00000	0.00014	0.00001
112	18-Jun-04	39,000	(0.02500)	692.715	(0.01060)	(0.02624)	(0.01165)	0.00069	0.00014	0.00031
113	21-Jun-04	39,000	-	689.615	(0.00448)	(0.00124)	(0.00553)	0.00000	0.00003	0.00001
114	22-Jun-04	39,000	-	691.093	0.00214	(0.00124)	0.00109	0.00000	0.00000	(0.00000)
115	23-Jun-04	39,000	-	699.756	0.01254	(0.00124)	0.01148	0.00000	0.00013	(0.00001)
116	24-Jun-04	39,000	-	709.351	0.01371	(0.00124)	0.01266	0.00000	0.00016	(0.00002)
117	25-Jun-04	39,000	-	720.232	0.01534	(0.00124)	0.01429	0.00000	0.00020	(0.00002)
118	28-Jun-04	39,000	-	720.539	0.00043	(0.00124)	(0.00062)	0.00000	0.00000	0.00000
119	29-Jun-04	39,000	-	722.293	0.00243	(0.00124)	0.00138	0.00000	0.00000	(0.00000)
120	30-Jun-04	39,000	-	732.401	0.01399	(0.00124)	0.01294	0.00000	0.00017	(0.00002)
121	1-Jul-04	39,000	-	729.808	(0.00354)	(0.00124)	(0.00459)	0.00000	0.00002	0.00001
122	2-Jul-04	39,000	-	745.025	0.02085	(0.00124)	0.01980	0.00000	0.00039	(0.00002)
123	6-Jul-04	39,150	0.00385	768.255	0.03118	0.00260	0.03013	0.00001	0.00091	0.00008
124	7-Jul-04	39,150	-	771.664	0.00444	(0.00124)	0.00339	0.00000	0.00001	(0.00000)
125	8-Jul-04	39,000	(0.00383)	759.742	(0.01545)	(0.00507)	(0.01650)	0.00003	0.00027	0.00008
126	9-Jul-04	39,500	0.01282	761.140	0.00184	0.01158	0.00079	0.00013	0.00000	0.00001
127	12-Jul-04	36,500	(0.07595)	757.575	(0.00468)	(0.07719)	(0.00573)	0.00596	0.00003	0.00044
128	13-Jul-04	40,000	0.09589	756.582	(0.00131)	0.09465	(0.00236)	0.00896	0.00001	(0.00022)
129	14-Jul-04	39,050	(0.02375)	744.316	(0.01621)	(0.02499)	(0.01726)	0.00062	0.00030	0.00043
130	15-Jul-04	37,500	(0.03969)	745.340	0.00138	(0.04094)	0.00032	0.00168	0.00000	(0.00001)
131	16-Jul-04	38,000	0.01333	756.095	0.01443	0.01209	0.01338	0.00015	0.00018	0.00016
132	19-Jul-04	37,000	(0.02632)	754.273	(0.00241)	(0.02756)	(0.00346)	0.00076	0.00001	0.00010
133	20-Jul-04	37,500	0.01351	756.667	0.00317	0.01227	0.00212	0.00015	0.00000	0.00003
134	21-Jul-04	37,000	(0.01333)	761.239	0.00604	(0.01458)	0.00499	0.00021	0.00002	(0.00007)
135	22-Jul-04	37,000	-	761.518	0.00037	(0.00124)	(0.00068)	0.00000	0.00000	0.00000
136	23-Jul-04	38,050	0.02838	766.367	0.00637	0.02714	0.00532	0.00074	0.00003	0.00014
137	26-Jul-04	43,000	0.13009	761.804	(0.00595)	0.12885	(0.00701)	0.01660	0.00005	(0.00090)
138	27-Jul-04	38,100	(0.11395)	759.279	(0.00331)	(0.11520)	(0.00437)	0.01327	0.00002	0.00050
139	28-Jul-04	38,600	0.01312	760.200	0.00121	0.01188	0.00016	0.00014	0.00000	0.00000
140	29-Jul-04	38,600	-	760.973	0.00102	(0.00124)	(0.00003)	0.00000	0.00000	0.00000
141	30-Jul-04	39,000	0.01036	756.983	(0.00524)	0.00912	(0.00629)	0.00008	0.00004	(0.00006)
142	2-Aug-04	39,000	-	749.458	(0.00994)	(0.00124)	(0.01099)	0.00000	0.00012	0.00001
143	3-Aug-04	39,000	-	757.295	0.01046	(0.00124)	0.00941	0.00000	0.00009	(0.00001)
144	4-Aug-04	39,000	-	758.304	0.00133	(0.00124)	0.00028	0.00000	0.00000	(0.00000)
145	5-Aug-04	39,000	-	762.011	0.00489	(0.00124)	0.00384	0.00000	0.00001	(0.00000)
146	6-Aug-04	38,550	(0.01154)	753.932	(0.01060)	(0.01278)	(0.01165)	0.00016	0.00014	0.00015
147	9-Aug-04	38,000	(0.01427)	750.040	(0.00516)	(0.01551)	(0.00621)	0.00024	0.00004	0.00010
148	10-Aug-04	39,000	0.02632	752.443	0.00320	0.02507	0.00215	0.00063	0.00000	0.00005
149	11-Aug-04	39,000	-	763.947	0.01529	(0.00124)	0.01424	0.00000	0.00020	(0.00002)
150	12-Aug-04	39,000	-	758.179	(0.00755)	(0.00124)	(0.00860)	0.00000	0.00007	0.00001
151	13-Aug-04	39,000	-	755.920	(0.00298)	(0.00124)	(0.00403)	0.00000	0.00002	0.00001
152	16-Aug-04	39,000	-	751.950	(0.00525)	(0.00124)	(0.00630)	0.00000	0.00004	0.00001
153	18-Aug-04	39,000	-	754.254	0.00306	(0.00124)	0.00201	0.00000	0.00000	(0.00000)
154	19-Aug-04	37,000	(0.05128)	753.689	(0.00075)	(0.05253)	(0.00180)	0.00276	0.00000	0.00009
155	20-Aug-04	39,000	0.05405	750.472	(0.00427)	0.05281	(0.00532)	0.00279	0.00003	(0.00028)

## Perhitungan Beta Saham PT. Aqua Golden Mississippi.

No.	Date	AGM		IHSG		yi	xi	yi <sup>2</sup>	xi <sup>2</sup>	xi x yi
		Closing	Yi(Ri)	Closing	Xi(Rm)	Yi-mean	Xi-mean			
156	23-Aug-04	43,000	0.10256	749.371	(0.00147)	0.10132	(0.00252)	0.01027	0.00001	(0.00026)
157	24-Aug-04	38,200	(0.11163)	738.866	(0.01402)	(0.11287)	(0.01507)	0.01274	0.00023	0.00170
158	25-Aug-04	37,900	(0.00785)	731.716	(0.00968)	(0.00910)	(0.01073)	0.00008	0.00012	0.00010
159	26-Aug-04	37,600	(0.00792)	735.254	0.00484	(0.00916)	0.00378	0.00008	0.00001	(0.00003)
160	27-Aug-04	37,600	-	746.760	0.01565	(0.00124)	0.01460	0.00000	0.00021	(0.00002)
161	30-Aug-04	37,800	0.00532	753.025	0.00839	0.00408	0.00734	0.00002	0.00005	0.00003
162	31-Aug-04	38,000	0.00529	754.704	0.00223	0.00405	0.00118	0.00002	0.00000	0.00000
163	1-Sep-04	38,200	0.00526	775.096	0.02702	0.00402	0.02597	0.00002	0.00067	0.00010
164	2-Sep-04	38,000	(0.00524)	780.271	0.00668	(0.00648)	0.00563	0.00004	0.00003	(0.00004)
165	3-Sep-04	38,200	0.00526	786.490	0.00797	0.00402	0.00692	0.00002	0.00005	0.00003
166	6-Sep-04	38,200	-	784.787	(0.00217)	(0.00124)	(0.00322)	0.00000	0.00001	0.00000
167	7-Sep-04	39,500	0.03403	786.687	0.00242	0.03279	0.00137	0.00108	0.00000	0.00004
168	8-Sep-04	38,000	(0.03797)	789.135	0.00311	(0.03922)	0.00206	0.00154	0.00000	(0.00008)
169	9-Sep-04	38,000	-	782.650	(0.00822)	(0.00124)	(0.00927)	0.00000	0.00009	0.00001
170	10-Sep-04	38,000	-	797.775	0.01933	(0.00124)	0.01827	0.00000	0.00033	(0.00002)
171	14-Sep-04	38,000	-	809.016	0.01409	(0.00124)	0.01304	0.00000	0.00017	(0.00002)
172	15-Sep-04	38,000	-	815.486	0.00800	(0.00124)	0.00695	0.00000	0.00005	(0.00001)
173	16-Sep-04	38,000	-	813.064	(0.00297)	(0.00124)	(0.00402)	0.00000	0.00002	0.00000
174	17-Sep-04	38,000	-	814.626	0.00192	(0.00124)	0.00087	0.00000	0.00000	(0.00000)
175	21-Sep-04	38,000	-	823.858	0.01133	(0.00124)	0.01028	0.00000	0.00011	(0.00001)
176	22-Sep-04	41,000	0.07895	818.230	(0.00683)	0.07770	(0.00788)	0.00604	0.00006	(0.00061)
177	23-Sep-04	37,000	(0.09756)	816.762	(0.00179)	(0.09880)	(0.00285)	0.00976	0.00001	0.00028
178	24-Sep-04	41,000	0.10811	819.821	0.00375	0.10686	0.00269	0.01142	0.00001	0.00029
179	27-Sep-04	41,000	-	815.582	(0.00517)	(0.00124)	(0.00622)	0.00000	0.00004	0.00001
180	28-Sep-04	38,000	(0.07317)	812.127	(0.00424)	(0.07441)	(0.00529)	0.00554	0.00003	0.00039
181	29-Sep-04	38,000	-	812.892	0.00094	(0.00124)	(0.00011)	0.00000	0.00000	0.00000
182	30-Sep-04	36,000	(0.05263)	820.134	0.00891	(0.05387)	0.00786	0.00290	0.00006	(0.00042)
183	1-Oct-04	36,000	-	835.905	0.01923	(0.00124)	0.01818	0.00000	0.00033	(0.00002)
184	4-Oct-04	37,000	0.02778	856.449	0.02458	0.02653	0.02353	0.00070	0.00055	0.00062
185	5-Oct-04	38,000	0.02703	861.318	0.00569	0.02578	0.00463	0.00066	0.00002	0.00012
186	6-Oct-04	37,500	(0.01316)	856.060	(0.00610)	(0.01440)	(0.00716)	0.00021	0.00005	0.00010
187	7-Oct-04	41,000	0.09333	849.826	(0.00728)	0.09209	(0.00833)	0.00848	0.00007	(0.00077)
188	8-Oct-04	41,000	-	855.719	0.00693	(0.00124)	0.00588	0.00000	0.00003	(0.00001)
189	11-Oct-04	37,500	(0.08537)	860.144	0.00517	(0.08661)	0.00412	0.00750	0.00002	(0.00036)
190	12-Oct-04	40,800	0.08800	849.193	(0.01273)	0.08676	(0.01378)	0.00753	0.00019	(0.00120)
191	13-Oct-04	38,000	(0.06863)	863.171	0.01646	(0.06987)	0.01541	0.00488	0.00024	(0.00108)
192	14-Oct-04	40,800	0.07368	859.664	(0.00406)	0.07244	(0.00511)	0.00525	0.00003	(0.00037)
193	15-Oct-04	38,000	(0.06863)	857.593	(0.00241)	(0.06987)	(0.00346)	0.00488	0.00001	0.00024
194	18-Oct-04	41,000	0.07895	854.387	(0.00374)	0.07770	(0.00479)	0.00604	0.00002	(0.00037)
195	19-Oct-04	40,700	(0.00732)	853.393	(0.00116)	(0.00856)	(0.00221)	0.00007	0.00000	0.00002
196	20-Oct-04	36,000	(0.11548)	840.791	(0.01477)	(0.11672)	(0.01582)	0.01362	0.00025	0.00185
197	21-Oct-04	36,000	-	834.169	(0.00788)	(0.00124)	(0.00893)	0.00000	0.00008	0.00001
198	22-Oct-04	37,000	0.02778	850.774	0.01991	0.02653	0.01885	0.00070	0.00036	0.00050
199	25-Oct-04	38,000	0.02703	846.635	(0.00486)	0.02578	(0.00592)	0.00066	0.00003	(0.00015)
200	26-Oct-04	37,550	(0.01184)	841.353	(0.00624)	(0.01309)	(0.00729)	0.00017	0.00005	0.00010
201	27-Oct-04	37,550	-	849.184	0.00931	(0.00124)	0.00826	0.00000	0.00007	(0.00001)
202	28-Oct-04	38,000	0.01198	862.119	0.01523	0.01074	0.01418	0.00012	0.00020	0.00015
203	29-Oct-04	37,700	(0.00789)	860.487	(0.00189)	(0.00914)	(0.00294)	0.00008	0.00001	0.00003
204	1-Nov-04	38,000	0.00796	863.589	0.00360	0.00671	0.00255	0.00005	0.00001	0.00002
205	2-Nov-04	39,000	0.02632	881.396	0.02062	0.02507	0.01957	0.00063	0.00038	0.00049
206	3-Nov-04	38,500	(0.01282)	890.365	0.01018	(0.01406)	0.00912	0.00020	0.00008	(0.00013)
207	4-Nov-04	39,000	0.01299	888.336	(0.00228)	0.01174	(0.00333)	0.00014	0.00001	(0.00004)

## Perhitungan Beta Saham PT. Aqua Golden Mississippi.

No.	Date	AGM		IHSG		yi	xi	yi <sup>2</sup>	xi <sup>2</sup>	xi x yi
		Closing	Yi(Ri)	Closing	Xi(Rm)	Yi-mean	Xi-mean			
208	5-Nov-04	39,000	-	893.639	0.00597	(0.00124)	0.00492	0.00000	0.00002	(0.00001)
209	8-Nov-04	39,000	-	888.738	(0.00548)	(0.00124)	(0.00654)	0.00000	0.00004	0.00001
210	9-Nov-04	39,000	-	901.380	0.01422	(0.00124)	0.01317	0.00000	0.00017	(0.00002)
211	10-Nov-04	39,000	-	918.713	0.01923	(0.00124)	0.01818	0.00000	0.00033	(0.00002)
212	11-Nov-04	39,000	-	925.185	0.00704	(0.00124)	0.00599	0.00000	0.00004	(0.00001)
213	12-Nov-04	39,600	0.01538	934.030	0.00956	0.01414	0.00851	0.00020	0.00007	0.00012
214	22-Nov-04	40,100	0.01263	939.991	0.00638	0.01138	0.00533	0.00013	0.00003	0.00006
215	23-Nov-04	41,000	0.02244	959.019	0.02024	0.02120	0.01919	0.00045	0.00037	0.00041
216	24-Nov-04	41,600	0.01463	961.324	0.00240	0.01339	0.00135	0.00018	0.00000	0.00002
217	25-Nov-04	43,800	0.05288	955.681	(0.00587)	0.05164	(0.00692)	0.00267	0.00005	(0.00036)
218	26-Nov-04	47,500	0.08447	965.216	0.00998	0.08323	0.00893	0.00693	0.00008	0.00074
219	29-Nov-04	40,800	(0.14105)	964.086	(0.00117)	(0.14230)	(0.00222)	0.02025	0.00000	0.00032
220	30-Nov-04	48,800	0.19608	977.767	0.01419	0.19484	0.01314	0.03796	0.00017	0.00256
221	1-Dec-04	49,900	0.02254	986.199	0.00862	0.02130	0.00757	0.00045	0.00006	0.00016
222	2-Dec-04	45,000	(0.09820)	997.698	0.01166	(0.09944)	0.01061	0.00989	0.00011	(0.00105)
223	3-Dec-04	41,000	(0.08889)	981.407	(0.01633)	(0.09013)	(0.01738)	0.00812	0.00030	0.00157
224	6-Dec-04	40,800	(0.00488)	983.198	0.00182	(0.00612)	0.00077	0.00004	0.00000	(0.00000)
225	7-Dec-04	40,800	-	986.410	0.00327	(0.00124)	0.00222	0.00000	0.00000	(0.00000)
226	8-Dec-04	42,000	0.02941	979.220	(0.00729)	0.02817	(0.00834)	0.00079	0.00007	(0.00023)
227	9-Dec-04	40,800	(0.02857)	963.797	(0.01575)	(0.02981)	(0.01680)	0.00089	0.00028	0.00050
228	10-Dec-04	40,800	-	945.230	(0.01926)	(0.00124)	(0.02032)	0.00000	0.00041	0.00003
229	13-Dec-04	40,800	-	935.784	(0.00999)	(0.00124)	(0.01104)	0.00000	0.00012	0.00001
230	14-Dec-04	40,800	-	922.073	(0.01465)	(0.00124)	(0.01570)	0.00000	0.00025	0.00002
231	15-Dec-04	42,000	0.02941	939.151	0.01852	0.02817	0.01747	0.00079	0.00031	0.00049
232	16-Dec-04	48,000	0.14286	957.166	0.01918	0.14161	0.01813	0.02005	0.00033	0.00257
233	17-Dec-04	40,800	(0.15000)	973.354	0.01691	(0.15124)	0.01586	0.02287	0.00025	(0.00240)
234	20-Dec-04	42,000	0.02941	966.813	(0.00672)	0.02817	(0.00777)	0.00079	0.00006	(0.00022)
235	21-Dec-04	40,800	(0.02857)	976.319	0.00983	(0.02981)	0.00878	0.00089	0.00008	(0.00026)
236	22-Dec-04	39,000	(0.04412)	985.182	0.00908	(0.04536)	0.00803	0.00206	0.00006	(0.00036)
237	23-Dec-04	40,000	0.02564	986.506	0.00134	0.02440	0.00029	0.00060	0.00000	0.00001
238	27-Dec-04	40,000	-	997.518	0.01116	(0.00124)	0.01011	0.00000	0.00010	(0.00001)
239	28-Dec-04	40,000	-	1,003.919	0.00642	(0.00124)	0.00537	0.00000	0.00003	(0.00001)
240	29-Dec-04	39,000	(0.02500)	1,004.430	0.00051	(0.02624)	(0.00054)	0.00069	0.00000	0.00001
241	30-Dec-04	39,500	0.01282	1,000.233	(0.00418)	0.01158	(0.00523)	0.00013	0.00003	(0.00006)
242	3-Jan-05	39,000	(0.01266)	1,000.877	0.00064	(0.01390)	(0.00041)	0.00019	0.00000	0.00001
243	4-Jan-05	48,500	0.24359	1,018.543	0.01765	0.24235	0.01660	0.05873	0.00028	0.00402
244	5-Jan-05	41,500	(0.14433)	1,015.431	(0.00306)	(0.14557)	(0.00411)	0.02119	0.00002	0.00060
245	6-Jan-05	42,500	0.02410	1,029.886	0.01424	0.02285	0.01318	0.00052	0.00017	0.00030
246	7-Jan-05	44,500	0.04706	1,032.525	0.00256	0.04582	0.00151	0.00210	0.00000	0.00007
247	10-Jan-05	45,000	0.01124	1,015.478	(0.01651)	0.00999	(0.01756)	0.00010	0.00031	(0.00018)
248	11-Jan-05	44,100	(0.02000)	1,011.673	(0.00375)	(0.02124)	(0.00480)	0.00045	0.00002	0.00010
249	12-Jan-05	44,100	-	1,008.578	(0.00306)	(0.00124)	(0.00411)	0.00000	0.00002	0.00001
250	13-Jan-05	44,500	0.00907	1,021.670	0.01298	0.00783	0.01193	0.00006	0.00014	0.00009
251	14-Jan-05	43,500	(0.02247)	1,021.340	(0.00032)	(0.02372)	(0.00137)	0.00056	0.00000	0.00003
252	17-Jan-05	45,600	0.04828	1,024.885	0.00347	0.04703	0.00242	0.00221	0.00001	0.00011
253	18-Jan-05	44,500	(0.02412)	1,017.726	(0.00699)	(0.02537)	(0.00804)	0.00064	0.00006	0.00020
254	19-Jan-05	44,500	-	1,027.810	0.00991	(0.00124)	0.00886	0.00000	0.00008	(0.00001)
255	20-Jan-05	45,000	0.01124	1,035.747	0.00772	0.00999	0.00667	0.00010	0.00004	0.00007
256	24-Jan-05	44,350	(0.01444)	1,030.717	(0.00486)	(0.01569)	(0.00591)	0.00025	0.00003	0.00009
257	25-Jan-05	45,150	0.01804	1,026.893	(0.00371)	0.01679	(0.00476)	0.00028	0.00002	(0.00008)
258	26-Jan-05	46,500	0.02990	1,037.509	0.01034	0.02866	0.00929	0.00082	0.00009	0.00027
259	27-Jan-05	47,000	0.01075	1,044.988	0.00721	0.00951	0.00616	0.00009	0.00004	0.00006

## Perhitungan Beta Saham PT. Aqua Golden Mississippi.

No.	Date	AGM		IHSG		yi	xi	yi <sup>2</sup>	xi <sup>2</sup>	xi x yi
		Closing	Yi(Ri)	Closing	Xi(Rm)	Yi-mean	Xi-mean			
260	28-Jan-05	47,100	0.00213	1,046.483	0.00143	0.00088	0.00038	0.00000	0.00000	0.00000
261	31-Jan-05	46,500	(0.01274)	1,045.435	(0.00100)	(0.01398)	(0.00205)	0.00020	0.00000	0.00003
262	1-Feb-05	46,100	(0.00860)	1,047.532	0.00201	(0.00985)	0.00095	0.00010	0.00000	(0.00001)
263	2-Feb-05	46,000	(0.00217)	1,052.825	0.00505	(0.00341)	0.00400	0.00001	0.00002	(0.00001)
264	3-Feb-05	46,500	0.01087	1,049.331	(0.00332)	0.00963	(0.00437)	0.00009	0.00002	(0.00004)
265	4-Feb-05	45,500	(0.02151)	1,048.391	(0.00090)	(0.02275)	(0.00195)	0.00052	0.00000	0.00004
266	7-Feb-05	47,100	0.03516	1,041.628	(0.00645)	0.03392	(0.00750)	0.00115	0.00006	(0.00025)
267	8-Feb-05	47,100	-	1,036.604	(0.00482)	(0.00124)	(0.00587)	0.00000	0.00003	0.00001
268	11-Feb-05	47,500	0.00849	1,045.869	0.00894	0.00725	0.00789	0.00005	0.00006	0.00006
269	14-Feb-05	46,300	(0.02526)	1,050.733	0.00465	(0.02651)	0.00360	0.00070	0.00001	(0.00010)
270	15-Feb-05	49,900	0.07775	1,067.200	0.01567	0.07651	0.01462	0.00585	0.00021	0.00112
271	16-Feb-05	48,900	(0.02004)	1,073.445	0.00585	(0.02128)	0.00480	0.00045	0.00002	(0.00010)
272	17-Feb-05	50,000	0.02249	1,082.978	0.00888	0.02125	0.00783	0.00045	0.00006	0.00017
273	18-Feb-05	46,700	(0.06600)	1,092.493	0.00879	(0.06724)	0.00773	0.00452	0.00006	(0.00052)
274	21-Feb-05	47,500	0.01713	1,093.778	0.00118	0.01589	0.00013	0.00025	0.00000	0.00000
275	22-Feb-05	47,000	(0.01053)	1,099.913	0.00561	(0.01177)	0.00456	0.00014	0.00002	(0.00005)
276	23-Feb-05	48,500	0.03191	1,102.926	0.00274	0.03067	0.00169	0.00094	0.00000	0.00005
277	24-Feb-05	47,500	(0.02062)	1,102.019	(0.00082)	(0.02186)	(0.00187)	0.00048	0.00000	0.00004
278	25-Feb-05	47,200	(0.00632)	1,083.376	(0.01692)	(0.00756)	(0.01797)	0.00006	0.00032	0.00014
279	28-Feb-05	48,000	0.01695	1,073.828	(0.00881)	0.01571	(0.00986)	0.00025	0.00010	(0.00015)
280	1-Mar-05	50,000	0.04167	1,093.281	0.01812	0.04042	0.01706	0.00163	0.00029	0.00069
281	2-Mar-05	49,500	(0.01000)	1,082.747	(0.00964)	(0.01124)	(0.01069)	0.00013	0.00011	0.00012
282	3-Mar-05	47,700	(0.03636)	1,094.596	0.01094	(0.03761)	0.00989	0.00141	0.00010	(0.00037)
283	4-Mar-05	50,000	0.04822	1,103.008	0.00769	0.04697	0.00663	0.00221	0.00004	0.00031
284	7-Mar-05	47,800	(0.04400)	1,105.298	0.00208	(0.04524)	0.00103	0.00205	0.00000	(0.00005)
285	8-Mar-05	48,000	0.00418	1,114.207	0.00806	0.00294	0.00701	0.00001	0.00005	0.00002
286	9-Mar-05	47,500	(0.01042)	1,116.808	0.00233	(0.01166)	0.00128	0.00014	0.00000	(0.00001)
287	10-Mar-05	47,800	0.00632	1,108.047	(0.00784)	0.00507	(0.00890)	0.00003	0.00008	(0.00005)
288	14-Mar-05	48,500	0.01464	1,123.482	0.01393	0.01340	0.01288	0.00018	0.00017	0.00017
289	15-Mar-05	47,500	(0.02062)	1,119.001	(0.00399)	(0.02186)	(0.00504)	0.00048	0.00003	0.00011
290	16-Mar-05	50,500	0.06316	1,138.234	0.01719	0.06191	0.01614	0.00383	0.00026	0.00100
291	17-Mar-05	47,500	(0.05941)	1,134.591	(0.00320)	(0.06065)	(0.00425)	0.00368	0.00002	0.00026
292	18-Mar-05	50,000	0.05263	1,147.874	0.01171	0.05139	0.01066	0.00264	0.00011	0.00055
293	21-Mar-05	49,000	(0.02000)	1,151.559	0.00321	(0.02124)	0.00216	0.00045	0.00000	(0.00005)
294	22-Mar-05	50,000	0.02041	1,152.601	0.00090	0.01916	(0.00015)	0.00037	0.00000	(0.00000)
295	23-Mar-05	50,200	0.00400	1,142.148	(0.00907)	0.00276	(0.01012)	0.00001	0.00010	(0.00003)
296	24-Mar-05	46,700	(0.06972)	1,114.551	(0.02416)	(0.07096)	(0.02521)	0.00504	0.00064	0.00179
297	28-Mar-05	46,100	(0.01285)	1,100.240	(0.01284)	(0.01409)	(0.01389)	0.00020	0.00019	0.00020
298	29-Mar-05	43,200	(0.06291)	1,070.300	(0.02721)	(0.06415)	(0.02826)	0.00412	0.00080	0.00181
299	30-Mar-05	47,800	0.10648	1,065.127	(0.00483)	0.10524	(0.00588)	0.01108	0.00003	(0.00062)
300	31-Mar-05	46,200	(0.03347)	1,080.165	0.01412	(0.03472)	0.01307	0.00121	0.00017	(0.00045)
301	1-Apr-05	50,000	0.08225	1,095.066	0.01380	0.08101	0.01274	0.00656	0.00016	0.00103
302	4-Apr-05	50,500	0.01000	1,100.203	0.00469	0.00876	0.00364	0.00008	0.00001	0.00003
303	5-Apr-05	50,100	(0.00792)	1,096.526	(0.00334)	(0.00916)	(0.00439)	0.00008	0.00002	0.00004
304	6-Apr-05	51,000	0.01796	1,103.288	0.00617	0.01672	0.00512	0.00028	0.00003	0.00009
305	7-Apr-05	51,000	-	1,111.621	0.00755	(0.00124)	0.00650	0.00000	0.00004	(0.00001)
306	8-Apr-05	51,000	-	1,111.226	(0.00036)	(0.00124)	(0.00141)	0.00000	0.00000	0.00000
307	11-Apr-05	50,100	(0.01765)	1,105.982	(0.00472)	(0.01889)	(0.00577)	0.00036	0.00003	0.00011
308	12-Apr-05	51,000	0.01796	1,110.884	0.00443	0.01672	0.00338	0.00028	0.00001	0.00006
309	13-Apr-05	50,100	(0.01765)	1,116.670	0.00521	(0.01889)	0.00416	0.00036	0.00002	(0.00008)
310	14-Apr-05	50,100	-	1,108.439	(0.00737)	(0.00124)	(0.00842)	0.00000	0.00007	0.00001
311	15-Apr-05	51,000	0.01796	1,096.518	(0.01075)	0.01672	(0.01181)	0.00028	0.00014	(0.00020)

## Perhitungan Beta Saham PT. Aqua Golden Mississippi.

No.	Date	AGM		IHSG		yi	xi	yi <sup>2</sup>	xi <sup>2</sup>	xi x yi
		Closing	Yi(Ri)	Closing	Xi(Rm)	Yi-mean	Xi-mean			
312	18-Apr-05	51,000	-	1,060.189	(0.03313)	(0.00124)	(0.03418)	0.00000	0.00117	0.00004
313	19-Apr-05	50,500	(0.00980)	1,062.693	0.00236	(0.01105)	0.00131	0.00012	0.00000	(0.00001)
314	20-Apr-05	50,500	-	1,070.946	0.00777	(0.00124)	0.00672	0.00000	0.00005	(0.00001)
315	21-Apr-05	50,500	-	1,047.804	(0.02161)	(0.00124)	(0.02266)	0.00000	0.00051	0.00003
316	25-Apr-05	50,500	-	1,019.875	(0.02665)	(0.00124)	(0.02771)	0.00000	0.00077	0.00003
317	26-Apr-05	50,600	0.00198	1,031.768	0.01166	0.00074	0.01061	0.00000	0.00011	0.00001
318	27-Apr-05	50,500	(0.00198)	1,032.218	0.00044	(0.00322)	(0.00061)	0.00001	0.00000	0.00000
319	28-Apr-05	50,600	0.00198	1,038.357	0.00595	0.00074	0.00490	0.00000	0.00002	0.00000
320	29-Apr-05	50,500	(0.00198)	1,029.613	(0.00842)	(0.00322)	(0.00947)	0.00001	0.00009	0.00003
321	2-May-05	50,600	0.00198	1,026.522	(0.00300)	0.00074	(0.00405)	0.00000	0.00002	(0.00000)
322	3-May-05	50,600	-	1,033.503	0.00680	(0.00124)	0.00575	0.00000	0.00003	(0.00001)
323	4-May-05	50,500	(0.00198)	1,049.579	0.01555	(0.00322)	0.01450	0.00001	0.00021	(0.00005)
324	6-May-05	50,500	-	1,068.275	0.01781	(0.00124)	0.01676	0.00000	0.00028	(0.00002)
325	9-May-05	50,500	-	1,080.207	0.01117	(0.00124)	0.01012	0.00000	0.00010	(0.00001)
326	10-May-05	50,700	0.00396	1,071.157	(0.00838)	0.00272	(0.00943)	0.00001	0.00009	(0.00003)
327	11-May-05	50,700	-	1,057.077	(0.01314)	(0.00124)	(0.01420)	0.00000	0.00020	0.00002
328	12-May-05	50,500	(0.00394)	1,063.827	0.00639	(0.00519)	0.00533	0.00003	0.00003	(0.00003)
329	13-May-05	50,500	-	1,059.273	(0.00428)	(0.00124)	(0.00533)	0.00000	0.00003	0.00001
330	16-May-05	50,500	-	1,048.787	(0.00990)	(0.00124)	(0.01095)	0.00000	0.00012	0.00001
331	17-May-05	50,500	-	1,045.773	(0.00287)	(0.00124)	(0.00392)	0.00000	0.00002	0.00000
332	18-May-05	50,500	-	1,040.263	(0.00527)	(0.00124)	(0.00632)	0.00000	0.00004	0.00001
333	19-May-05	50,500	-	1,045.465	0.00500	(0.00124)	0.00395	0.00000	0.00002	(0.00000)
334	20-May-05	50,500	-	1,048.112	0.00253	(0.00124)	0.00148	0.00000	0.00000	(0.00000)
335	23-May-05	50,500	-	1,045.150	(0.00283)	(0.00124)	(0.00388)	0.00000	0.00002	0.00000
336	25-May-05	50,500	-	1,049.056	0.00374	(0.00124)	0.00269	0.00000	0.00001	(0.00000)
337	26-May-05	50,500	-	1,054.361	0.00506	(0.00124)	0.00401	0.00000	0.00002	(0.00000)
338	27-May-05	50,500	-	1,061.495	0.00677	(0.00124)	0.00572	0.00000	0.00003	(0.00001)
339	30-May-05	50,500	-	1,062.956	0.00138	(0.00124)	0.00033	0.00000	0.00000	(0.00000)
340	31-May-05	51,000	0.00990	1,088.169	0.02372	0.00866	0.02267	0.00007	0.00051	0.00020
341	1-Jun-05	46,000	(0.09804)	1,082.941	(0.00480)	(0.09928)	(0.00586)	0.00986	0.00003	0.00058
342	2-Jun-05	46,000	-	1,091.465	0.00787	(0.00124)	0.00682	0.00000	0.00005	(0.00001)
343	3-Jun-05	48,200	0.04783	1,092.502	0.00095	0.04658	(0.0010)	0.00217	0.00000	(0.00000)
344	6-Jun-05	48,200	-	1,096.833	0.00396	(0.00124)	0.00291	0.00000	0.00001	(0.00000)
345	7-Jun-05	48,200	-	1,092.814	(0.00366)	(0.00124)	(0.00472)	0.00000	0.00002	0.00001
346	8-Jun-05	51,000	0.05809	1,095.510	0.00247	0.05685	0.00142	0.00323	0.00000	0.00008
347	9-Jun-05	51,000	-	1,094.189	(0.00121)	(0.00124)	(0.00226)	0.00000	0.00001	0.00000
348	10-Jun-05	51,000	-	1,096.932	0.00251	(0.00124)	0.00146	0.00000	0.00000	(0.00000)
349	13-Jun-05	55,000	0.07843	1,100.878	0.00360	0.07719	0.00255	0.00596	0.00001	0.00020
350	14-Jun-05	55,000	-	1,105.890	0.00455	(0.00124)	0.00350	0.00000	0.00001	(0.00000)
351	15-Jun-05	55,000	-	1,119.579	0.01238	(0.00124)	0.01133	0.00000	0.00013	(0.00001)
352	16-Jun-05	52,000	(0.05455)	1,125.759	0.00552	(0.05579)	0.00447	0.00311	0.00002	(0.00025)
353	17-Jun-05	50,500	(0.02885)	1,141.818	0.01427	(0.03009)	0.01321	0.00091	0.00017	(0.00040)
354	20-Jun-05	50,500	-	1,147.710	0.00516	(0.00124)	0.00411	0.00000	0.00002	(0.00001)
355	21-Jun-05	50,500	-	1,133.326	(0.01253)	(0.00124)	(0.01358)	0.00000	0.00018	0.00002
356	22-Jun-05	50,500	-	1,134.695	0.00121	(0.00124)	0.00016	0.00000	0.00000	(0.00000)
357	23-Jun-05	50,500	-	1,137.424	0.00241	(0.00124)	0.00135	0.00000	0.00000	(0.00000)
358	24-Jun-05	50,500	-	1,135.667	(0.00154)	(0.00124)	(0.00260)	0.00000	0.00001	0.00000
359	27-Jun-05	49,000	(0.02970)	1,119.898	(0.01389)	(0.03095)	(0.01494)	0.00096	0.00022	0.00046
360	28-Jun-05	50,000	0.02041	1,127.817	0.00707	0.01916	0.00602	0.00037	0.00004	0.00012
361	29-Jun-05	50,000	-	1,126.857	(0.00085)	(0.00124)	(0.00190)	0.00000	0.00000	0.00000
362	30-Jun-05	49,000	(0.02000)	1,122.376	(0.00398)	(0.02124)	(0.00503)	0.00045	0.00003	0.00011
363	1-Jul-05	49,000	-	1,138.988	0.01480	(0.00124)	0.01375	0.00000	0.00019	(0.00002)

## Perhitungan Beta Saham PT. Aqua Golden Mississippi.

No.	Date	AGM		IHSG		yi	xi	yi <sup>2</sup>	xi <sup>2</sup>	xi x yi
		Closing	Yi(Ri)	Closing	Xi(Rm)	Yi-mean	Xi-mean			
364	4-Jul-05	50,000	0.02041	1,138.882	(0.00009)	0.01916	(0.00114)	0.00037	0.00000	(0.00002)
365	5-Jul-05	49,200	(0.01600)	1,131.168	(0.00677)	(0.01724)	(0.00782)	0.00030	0.00006	0.00013
366	6-Jul-05	49,200	-	1,117.812	(0.01181)	(0.00124)	(0.01286)	0.00000	0.00017	0.00002
367	7-Jul-05	49,000	(0.00407)	1,108.403	(0.00842)	(0.00531)	(0.00947)	0.00003	0.00009	0.00005
368	8-Jul-05	49,000	-	1,110.557	0.00194	(0.00124)	0.00089	0.00000	0.00000	(0.00000)
369	11-Jul-05	45,200	(0.07755)	1,123.462	0.01162	(0.07879)	0.01057	0.00621	0.00011	(0.00083)
370	12-Jul-05	45,200	-	1,129.115	0.00503	(0.00124)	0.00398	0.00000	0.00002	(0.00000)
371	13-Jul-05	46,200	0.02212	1,132.794	0.00326	0.02088	0.00221	0.00044	0.00000	0.00005
372	14-Jul-05	47,000	0.01732	1,136.569	0.00333	0.01607	0.00228	0.00026	0.00001	0.00004
373	15-Jul-05	45,500	(0.03191)	1,131.461	(0.00449)	(0.03316)	(0.00555)	0.00110	0.00003	0.00018
374	18-Jul-05	45,100	(0.00879)	1,128.440	(0.00267)	(0.01003)	(0.00372)	0.00010	0.00001	0.00004
375	19-Jul-05	45,000	(0.00222)	1,132.017	0.00317	(0.00346)	0.00212	0.00001	0.00000	(0.00001)
376	20-Jul-05	51,000	0.13333	1,140.656	0.00763	0.13209	0.00658	0.01745	0.00004	0.00087
377	21-Jul-05	48,000	(0.05882)	1,157.514	0.01478	(0.06007)	0.01373	0.00361	0.00019	(0.00082)
378	22-Jul-05	49,000	0.02083	1,172.244	0.01273	0.01959	0.01167	0.00038	0.00014	0.00023
379	25-Jul-05	49,000	-	1,169.750	(0.00213)	(0.00124)	(0.00318)	0.00000	0.00001	0.00000
380	26-Jul-05	49,200	0.00408	1,178.003	0.00706	0.00284	0.00600	0.00001	0.00004	0.00002
381	27-Jul-05	49,000	(0.00407)	1,178.112	0.00009	(0.00531)	(0.00096)	0.00003	0.00000	0.00001
382	28-Jul-05	49,000	-	1,186.614	0.00722	(0.00124)	0.00617	0.00000	0.00004	(0.00001)
383	29-Jul-05	55,000	0.12245	1,182.301	(0.00363)	0.12121	(0.00469)	0.01469	0.00002	(0.00057)
384	1-Aug-05	50,000	(0.09091)	1,178.223	(0.00345)	(0.09215)	(0.00450)	0.00849	0.00002	0.00041
385	2-Aug-05	49,500	(0.01000)	1,189.327	0.00942	(0.01124)	0.00837	0.00013	0.00007	(0.00009)
386	3-Aug-05	56,000	0.13131	1,192.203	0.00242	0.13007	0.00137	0.01692	0.00000	0.00018
387	4-Aug-05	51,000	(0.08929)	1,185.327	(0.00577)	(0.09053)	(0.00682)	0.00820	0.00005	0.00062
388	5-Aug-05	49,400	(0.03137)	1,174.090	(0.00948)	(0.03262)	(0.01053)	0.00106	0.00011	0.00034
389	8-Aug-05	49,600	0.00405	1,158.586	(0.01321)	0.00281	(0.01426)	0.00001	0.00020	(0.00004)
390	9-Aug-05	44,800	(0.09677)	1,162.799	0.00364	(0.09802)	0.00259	0.00961	0.00001	(0.00025)
391	10-Aug-05	46,100	0.02902	1,176.838	0.01207	0.02777	0.01102	0.00077	0.00012	0.00031
392	11-Aug-05	56,000	0.21475	1,167.972	(0.00753)	0.21351	(0.00858)	0.04559	0.00007	(0.00183)
393	12-Aug-05	49,400	(0.11786)	1,153.969	(0.01199)	(0.11910)	(0.01304)	0.01418	0.00017	0.00155
394	15-Aug-05	48,000	(0.02834)	1,118.274	(0.03093)	(0.02958)	(0.03198)	0.00088	0.00102	0.00095
395	16-Aug-05	57,000	0.18750	1,113.825	(0.00398)	0.18626	(0.00503)	0.03469	0.00003	(0.00094)
396	18-Aug-05	58,000	0.01754	1,100.299	(0.01214)	0.01630	(0.01319)	0.00027	0.00017	(0.00022)
397	19-Aug-05	59,000	0.01724	1,087.953	(0.01122)	0.01600	(0.01227)	0.00026	0.00015	(0.00020)
398	22-Aug-05	50,100	(0.15085)	1,076.353	(0.01066)	(0.15209)	(0.01171)	0.02313	0.00014	0.00178
399	23-Aug-05	50,000	(0.00200)	1,066.092	(0.00953)	(0.00324)	(0.01058)	0.00001	0.00011	0.00003
400	24-Aug-05	48,500	(0.03000)	1,035.445	(0.02875)	(0.03124)	(0.02980)	0.00098	0.00089	0.00093
401	25-Aug-05	48,500	-	1,061.847	0.02550	(0.00124)	0.02445	0.00000	0.00060	(0.00003)
402	26-Aug-05	48,300	(0.00412)	1,048.874	(0.01222)	(0.00537)	(0.01327)	0.00003	0.00018	0.00007
403	29-Aug-05	48,500	0.00414	994.770	(0.05158)	0.00290	(0.05263)	0.00001	0.00277	(0.00015)
404	30-Aug-05	48,000	(0.01031)	1,039.820	0.04529	(0.01155)	0.04424	0.00013	0.00196	(0.00051)
405	31-Aug-05	48,000	-	1,050.090	0.00988	(0.00124)	0.00883	0.00000	0.00008	(0.00001)
406	1-Sep-05	48,000	-	1,039.230	(0.01034)	(0.00124)	(0.01139)	0.00000	0.00013	0.00001
407	5-Sep-05	48,100	0.00208	1,035.891	(0.00321)	0.00084	(0.00426)	0.00000	0.00002	(0.00000)
408	6-Sep-05	50,000	0.03950	1,051.594	0.01516	0.03826	0.01411	0.00146	0.00020	0.00054
409	7-Sep-05	48,100	(0.03800)	1,059.380	0.00740	(0.03924)	0.00635	0.00154	0.00004	(0.00025)
410	8-Sep-05	48,100	-	1,080.450	0.01989	(0.00124)	0.01884	0.00000	0.00035	(0.00002)
411	9-Sep-05	50,100	0.04158	1,098.456	0.01667	0.04034	0.01561	0.00163	0.00024	0.00063
412	12-Sep-05	48,100	(0.03992)	1,105.657	0.00656	(0.04116)	0.00550	0.00169	0.00003	(0.00023)
413	13-Sep-05	49,200	0.02287	1,085.744	(0.01801)	0.02163	(0.01906)	0.00047	0.00036	(0.00041)
414	14-Sep-05	50,000	0.01626	1,058.627	(0.02498)	0.01502	(0.02603)	0.00023	0.00068	(0.00039)
415	15-Sep-05	48,400	(0.03200)	1,058.627	-	(0.03324)	(0.00105)	0.00111	0.00000	0.00003

## Perhitungan Beta Saham PT. Aqua Golden Mississippi.

No.	Date	AGM		IHSG		yi	xi	yi <sup>2</sup>	xi <sup>2</sup>	xi x yi
		Closing	Yi(Ri)	Closing	Xi(Rm)	Yi-mean	Xi-mean			
416	16-Sep-05	49,000	0.01240	1,056.726	(0.00180)	0.01115	(0.00285)	0.00012	0.00001	(0.00003)
417	19-Sep-05	48,500	(0.01020)	1,066.591	0.00934	(0.01145)	0.00828	0.00013	0.00007	(0.00009)
418	20-Sep-05	48,800	0.00619	1,055.591	(0.01031)	0.00494	(0.01136)	0.00002	0.00013	(0.00006)
419	21-Sep-05	49,000	0.00410	1,044.056	(0.01093)	0.00285	(0.01198)	0.00001	0.00014	(0.00003)
420	22-Sep-05	48,000	(0.02041)	1,016.758	(0.02615)	(0.02165)	(0.02720)	0.00047	0.00074	0.00059
421	23-Sep-05	47,100	(0.01875)	1,012.851	(0.00384)	(0.01999)	(0.00489)	0.00040	0.00002	0.00010
422	26-Sep-05	47,100	-	1,034.585	0.02146	(0.00124)	0.02041	0.00000	0.00042	(0.00003)
423	27-Sep-05	52,500	0.11465	1,037.634	0.00295	0.11341	0.00190	0.01286	0.00000	0.00022
424	28-Sep-05	48,000	(0.08571)	1,027.888	(0.00939)	(0.08696)	(0.01044)	0.00756	0.00011	0.00091
425	29-Sep-05	50,000	0.04167	1,048.302	0.01986	0.04042	0.01881	0.00163	0.00035	0.00076
426	30-Sep-05	50,000	-	1,079.275	0.02955	(0.00124)	0.02849	0.00000	0.00081	(0.00004)
427	3-Oct-05	50,000	-	1,083.414	0.00383	(0.00124)	0.00278	0.00000	0.00001	(0.00000)
428	4-Oct-05	50,000	-	1,101.166	0.01639	(0.00124)	0.01533	0.00000	0.00024	(0.00002)
429	5-Oct-05	50,000	-	1,104.055	0.00262	(0.00124)	0.00157	0.00000	0.00000	(0.00000)
430	6-Oct-05	50,000	-	1,096.376	(0.00696)	(0.00124)	(0.00801)	0.00000	0.00006	0.00001
431	7-Oct-05	50,000	-	1,094.652	(0.00157)	(0.00124)	(0.00262)	0.00000	0.00001	0.00000
432	10-Oct-05	50,000	-	1,102.780	0.00743	(0.00124)	0.00637	0.00000	0.00004	(0.00001)
433	11-Oct-05	50,000	-	1,105.629	0.00258	(0.00124)	0.00153	0.00000	0.00000	(0.00000)
434	12-Oct-05	50,000	-	1,102.980	(0.00240)	(0.00124)	(0.00345)	0.00000	0.00001	0.00000
435	13-Oct-05	50,000	-	1,090.535	(0.01128)	(0.00124)	(0.01233)	0.00000	0.00015	0.00002
436	14-Oct-05	50,000	-	1,096.704	0.00566	(0.00124)	0.00461	0.00000	0.00002	(0.00001)
437	17-Oct-05	50,000	-	1,090.091	(0.00603)	(0.00124)	(0.00708)	0.00000	0.00005	0.00001
438	18-Oct-05	50,000	-	1,095.873	0.00530	(0.00124)	0.00425	0.00000	0.00002	(0.00001)
439	19-Oct-05	50,000	-	1,075.912	(0.01821)	(0.00124)	(0.01927)	0.00000	0.00037	0.00002
440	20-Oct-05	50,000	-	1,075.401	(0.00047)	(0.00124)	(0.00153)	0.00000	0.00000	0.00000
441	21-Oct-05	50,000	-	1,075.962	0.00052	(0.00124)	(0.00053)	0.00000	0.00000	0.00000
442	24-Oct-05	50,000	-	1,073.082	(0.00268)	(0.00124)	(0.00373)	0.00000	0.00001	0.00000
443	25-Oct-05	50,000	-	1,062.172	(0.01017)	(0.00124)	(0.01122)	0.00000	0.00013	0.00001
444	26-Oct-05	50,000	-	1,062.175	0.00000	(0.00124)	(0.00105)	0.00000	0.00000	0.00000
445	27-Oct-05	50,000	-	1,063.697	0.00143	(0.00124)	0.00038	0.00000	0.00000	(0.00000)
446	28-Oct-05	50,000	-	1,058.256	(0.00512)	(0.00124)	(0.00617)	0.00000	0.00004	0.00001
447	31-Oct-05	50,000	-	1,066.224	0.00753	(0.00124)	0.00648	0.00000	0.00004	(0.00001)
			<b>0.55579</b>		<b>0.46982</b>			<b>0.96590</b>	<b>0.07402</b>	<b>0.03089</b>
		<b>Mean =</b>	<b>0.00124</b>	<b>Mean =</b>	<b>0.00105</b>				<b>0.00017</b>	<b>0.00007</b>

**Beta = 0.417344275**

**SBI RATE**

<b>TANGGAL</b>	<b>JANGKA WAKTU</b>	<b>RATE</b>
30-Nov-05	3 Bulan	12.83%
9-Nov-05	3 Bulan	12.69%
5-Oct-05	3 Bulan	12.09%
31-Aug-05	3 Bulan	9.25%
3-Aug-05	3 Bulan	8.54%
6-Jul-05	3 Bulan	8.45%
1-Jun-05	3 Bulan	8.05%
4-May-05	3 Bulan	7.81%
6-Apr-05	3 Bulan	7.51%
2-Mar-05	3 Bulan	7.31%
2-Feb-05	3 Bulan	7.27%
5-Jan-05	3 Bulan	7.30%
8-Dec-04	3 Bulan	7.29%
3-Nov-04	3 Bulan	7.30%
6-Oct-04	3 Bulan	7.30%
1-Sep-04	3 Bulan	7.31%
4-Aug-04	3 Bulan	7.31%
7-Jul-04	3 Bulan	7.29%
2-Jun-04	3 Bulan	7.25%
5-May-04	3 Bulan	7.24%
7-Apr-04	3 Bulan	7.25%
3-Mar-04	3 Bulan	7.32%
4-Feb-04	3 Bulan	7.70%
7-Jan-04	3 Bulan	8.15%
3-Dec-03	3 Bulan	8.34%
5-Nov-03	3 Bulan	8.38%
3-Sep-03	3 Bulan	8.75%
6-Aug-03	3 Bulan	9.06%
	<b>RATA-RATA</b>	<b>7.79%</b>

**PT Aqua Golden Mississippi - Consolidated  
Income Statement Projection**

Deskripsi	Profonna	Projection				
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
NET SALES	1,592,443	1,929,372	2,269,476	2,674,749	3,046,952	3,413,052
COGS	1,372,817	1,675,574	1,969,238	2,315,576	2,633,597	2,935,941
<b>Gross Profit</b>	<b>219,626</b>	<b>253,798</b>	<b>300,238</b>	<b>359,173</b>	<b>413,355</b>	<b>477,111</b>
Operating Expense	23,911	23,550	25,041	26,892	28,583	29,920
Management Fee to TIV	-	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
<b>EBITDA</b>	<b>195,715</b>	<b>229,048</b>	<b>273,997</b>	<b>331,081</b>	<b>383,572</b>	<b>445,991</b>
Depresiation & Amortization	27,904	62,169	86,881	112,942	111,553	128,308
<b>EBIT</b>	<b>167,811</b>	<b>166,879</b>	<b>187,116</b>	<b>218,139</b>	<b>272,019</b>	<b>317,683</b>
<b>Other Income &amp; Expenses</b>						
Technical assistance fees	14,632	18,201	21,396	25,174	28,664	32,087
Gain on sale of fixed assets - net	62	-	-	-	-	-
Rental Income	(315)	300	300	300	300	300
Interest income	296	-	-	-	-	-
Share of I BIC's Net Income	-	-	-	-	-	-
Interest exp. & financial charges	(133)	-	-	-	-	-
Foreign Exchange gain - net	2,322	-	-	-	-	-
Miscellaneous	(339)	-	-	-	-	-
<b>Total Other Income &amp; Expenses</b>	<b>16,525</b>	<b>18,501</b>	<b>21,696</b>	<b>25,474</b>	<b>28,964</b>	<b>32,387</b>
<b>Earning Before Taxes</b>	<b>184,336</b>	<b>185,380</b>	<b>208,812</b>	<b>243,613</b>	<b>300,983</b>	<b>350,070</b>
Minority Interest	1,272	1,167	1,182	1,044	1,036	1,175
<b>Income Tax Expenses</b>						
Current tax	55,301	55,614	62,644	73,084	90,295	105,021
Deferred tax	-	-	-	-	-	-
	<b>55,301</b>	<b>55,614</b>	<b>62,644</b>	<b>73,084</b>	<b>90,295</b>	<b>105,021</b>
<b>Net Income/Losses</b>	<b>127,763</b>	<b>128,599</b>	<b>144,986</b>	<b>169,485</b>	<b>209,652</b>	<b>243,874</b>