

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1. Penawaran Umum Saham Perdana

Penawaran Perdana Saham atau *Initial Public Offerings* (IPO) adalah penjualan saham kepada masyarakat untuk pertama kalinya oleh suatu perusahaan yang akan *go public* (Bodie, Kane dan Marcus, 2008). Dengan melakukan penawaran umum saham perdana, suatu perusahaan akan berubah statusnya dari perusahaan tertutup (*private company*) menjadi perusahaan terbuka (*public company*). Perusahaan terbuka diharuskan melakukan keterbukaan informasi kepada publik khususnya investor yang telah membeli saham perusahaan dan melakukan transformasi pengelolaan perusahaan dari yang bersifat tertutup ke arah yang lebih transparan dan profesional.

Dengan melakukan Penawaran Umum Saham kepada masyarakat, perusahaan dapat menikmati berbagai manfaat antara lain sebagai berikut :

- a. Memperoleh dana tambahan dalam jumlah yang besar dan diterima secara sekaligus. Dana tambahan tersebut dapat digunakan untuk perluasan/ ekspansi perusahaan atau dapat juga digunakan untuk pembayaran utang, sehingga dapat menurunkan beban bunga dan pada akhirnya dapat meningkatkan laba perusahaan.
- b. Biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk *go public* termasuk ringan jika dibandingkan dengan sumber pendanaan lainnya seperti meminjam dana dari bank atau lembaga keuangan lainnya
- c. Perusahaan memiliki akses terhadap sumber dana yang lebih beragam di masa yang akan datang, misalnya perusahaan dapat melakukan penawaran umum terbatas (*rights issue*)
- d. Perusahaan publik akan lebih dipercaya dibandingkan dengan perusahaan non publik dalam persaingannya, karena perusahaan publik harus transparan dalam menjalankan usahanya.
- e. Perusahaan akan lebih dikenal oleh masyarakat. Hal ini terjadi karena secara otomatis sebagai perusahaan publik akan lebih banyak diekspos media, analis, investor, dan lembaga lainnya.

- f. Sebagai perusahaan publik, memungkinkan karyawan perusahaan untuk memiliki saham perusahaan sehingga dapat meningkatkan motivasi bekerja.

Di samping berbagai manfaat yang dapat dinikmati sebagai perusahaan terbuka, ada beberapa konsekuensi yang harus diperhatikan / ditanggung oleh perusahaan terbuka, antara lain (Fakhrudin, 2008) :

- a. Kewajiban untuk melakukan keterbukaan informasi secara penuh kepada publik (*full disclosure*). Hal ini merupakan konsekuensi utama menjadi perusahaan publik dimana perusahaan diwajibkan untuk memenuhi berbagai peraturan keterbukaan baik yang ditentukan Bapepam-LK, Lembaga Bursa dan berbagai kewajiban lainnya.
- b. Transformasi manajemen menjadi perusahaan yang lebih transparan, profesional, kredibel dan memenuhi tuntutan *Good Corporate Governance*. Dengan menjadi perusahaan publik, maka perusahaan akan dikontrol oleh pihak-pihak eksternal perusahaan untuk mencegah terjadinya praktik – praktik bisnis yang tidak sehat.
- c. Kewajiban membayar dividen, karena salah satu tujuan yang ingin diperoleh pemegang saham adalah untuk mendapatkan dividen. Atas persetujuan pemegang saham pada saat Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), perusahaan mempunyai kewajiban menysihkan keuntungannya untuk memberi dividen kepada para pemegang saham secara proposional.
- d. Membayar biaya – biaya yang timbul berkaitan dengan saham perusahaan, seperti biaya pencatatan saham di Bursa Efek, membayar jasa Biro Administrasi Efek (BAE).

2.2. Analisis Makro Ekonomi

Investasi melalui pasar modal selain dapat memberikan hasil yang tinggi, juga mengandung risiko yang cukup besar. Besar kecilnya risiko di pasar modal sangat dipengaruhi oleh keadaan ekonomi, politik dan sosial suatu negara. Faktor ekonomi yang mempengaruhi kegiatan investasi di pasar modal adalah kondisi makro ekonomi. Faktor makro merupakan faktor yang berada di luar perusahaan, tetapi dapat mempengaruhi kenaikan atau penurunan kinerja perusahaan. Faktor

makro ekonomi yang dapat mempengaruhi kinerja saham maupun kinerja perusahaan antara lain (Bodie, Kane dan Marcus, 2008) :

a. Produk Domestik Bruto

Produk Domestik Bruto (PDB) merupakan suatu pengukuran total produksi barang dan jasa yang dihasilkan suatu negara. Pertumbuhan PDB yang tinggi menunjukkan ekspansi ekonomi, sehingga memberikan kesempatan perusahaan untuk meningkatkan penjualannya.

b. Tingkat Inflasi

Tingkat inflasi dapat mempunyai pengaruh yang positif maupun negatif tergantung pada tingkat inflasi itu sendiri. Inflasi yang tinggi diasosiasikan dengan “*overheated economies*” dimana permintaan barang dan jasa jauh di atas kapasitas produksi, sehingga menyebabkan harga - harga naik dan dapat merugikan perekonomian secara keseluruhan. Sementara inflasi yang terlalu rendah akan menyebabkan pertumbuhan ekonomi menjadi sangat lamban, dan pada akhirnya akan mempengaruhi pergerakan harga saham menjadi lamban. Tingkat inflasi yang diinginkan adalah yang dapat menggerakkan dunia usaha menjadi semarak, pertumbuhan ekonomi dapat menutupi pengangguran, perusahaan dapat memperoleh keuntungan yang memadai dan harga saham di pasar bergerak normal.

c. Tingkat Suku Bunga

Tingkat bunga yang tinggi dapat mengurangi nilai sekarang (*present value*) dari arus kas perusahaan di masa yang akan datang, sehingga mengurangi daya tarik investasi. Tingkat bunga pinjaman yang tinggi memiliki dampak negatif terhadap setiap emiten, karena akan meningkatkan beban bunga kredit dan akan menyebabkan penurunan laba bersih dan pada akhirnya akan berakibat turunnya harga saham di pasar. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kenaikan suku bunga dapat mengakibatkan turunnya harga saham.

Sebaliknya, penurunan tingkat bunga pinjaman atau tingkat bunga deposito akan menaikkan harga saham di pasar dan laba bersih per saham, sehingga akan mendorong harga saham meningkat. Penurunan bunga deposito

akan mendorong investor mengalihkan dananya dari perbankan ke pasar modal sehingga harga saham dapat meningkat.

d. Nilai Tukar Rupiah

Perubahan nilai tukar rupiah mempunyai pengaruh yang berbeda terhadap setiap jenis saham. Kenaikan kurs US\$ yang tajam terhadap rupiah akan berdampak negatif terhadap emiten yang mempunyai utang dalam dolar, sementara produk emiten tersebut dijual dengan menggunakan mata uang rupiah. Sementara itu, emiten yang berorientasi ekspor akan menerima dampak positif dari kenaikan kurs US\$ tersebut. Harga saham emiten yang terkena dampak negatif akan mengalami penurunan harga sahamnya, sementara emiten yang terkena dampak positif akan meningkatkan harga sahamnya.

e. Sentimen

Optimisme dari konsumen dan produsen atau pesimisme dari konsumen dan produsen terhadap situasi ekonomi merupakan faktor yang menentukan kinerja ekonomi suatu negara. Jika konsumen mempunyai keyakinan pada tingkat pendapatan mereka di masa yang akan datang, maka produsen akan meningkatkan produksinya untuk mengantisipasi permintaan yang lebih tinggi dari produknya.

Perubahan faktor - faktor makro tersebut di atas tidak dengan langsung mempengaruhi kinerja perusahaan, tetapi secara bertahap dalam jangka panjang. Sebaliknya harga saham akan cepat terpengaruh oleh perubahan faktor makro ekonomi itu karena investor fundamentalis akan menilai saham sesuai dengan kinerja perusahaan saat ini dan prospek kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Jika salah satu variabel makro berubah, maka investor dapat bereaksi positif atau negatif tergantung apakah perubahan variabel makro itu bersifat positif atau negatif terhadap kinerja suatu perusahaan.

2.3. Analisis Industri

2.3.1. Batasan Industri

Industri dapat didefinisikan sebagai kumpulan perusahaan yang menawarkan produk atau jasa yang serupa dan dapat saling mensubstitusi. Produk

dan jasa tersebut dapat memuaskan kebutuhan dasar pelanggan yang sama (Hill dan Jones, 2008). Memahami batasan industri merupakan suatu hal yang penting, hal ini disebabkan karena :

- a. Memahami batasan industri membantu eksekutif menetapkan arena dimana perusahaannya berkompetisi.
- b. Definisi batasan industri memusatkan perhatian kepada pesaing perusahaan tersebut, sehingga memungkinkan perusahaan untuk mengidentifikasi pesaing dan produsen produk substitusi. Hal ini sangat penting bagi desain strategi kompetitif suatu perusahaan.
- c. Definisi batasan industri membantu para eksekutif untuk menentukan faktor – faktor kunci keberhasilan.
- d. Definisi batasan industri memberikan landasan lain kepada eksekutif untuk mengevaluasi sasaran perusahaannya. Eksekutif menggunakan definisi tersebut untuk meramalkan permintaan akan produk dan jasa perusahaan, sehingga mereka dapat menentukan apakah sasaran itu cukup realistis.

Membuat definisi batasan industri merupakan tugas yang sulit sehingga memerlukan imajinasi dan kehati – hatian, karena tidak terdapat aturan yang pasti untuk tugas ini dan karena definisi yang buruk akan mengarah pada perencanaan yang buruk (Pearce dan Robinson, 2007).

2.3.2. Struktur Industri

Mendefinisikan batasan industri tidaklah lengkap tanpa pemahaman mengenai atribut strukturalnya, yaitu karakteristik yang membedakan suatu industri. Setiap industri mempunyai persyaratan yang berbeda untuk berhasil. Ada empat variabel yang harus diperhatikan dalam struktur industri (Pearce dan Robinson, 2007) :

- a. Konsentrasi, mengacu pada sejauh mana penjualan suatu industri didominasi hanya oleh sejumlah kecil perusahaan. Pada industri yang sangat terkonsentrasi (didominasi hanya oleh beberapa perusahaan), intensitas persaingan rendah. Konsentrasi yang tinggi akan menjadi hambatan bagi masuknya pendatang baru ke industri tersebut karena

konsentrasi yang tinggi memungkinkan perusahaan yang memiliki pangsa besar dapat mencapai skala ekonomi yang signifikan sehingga dapat menurunkan harganya guna menghalangi upaya perusahaan baru untuk masuk pasar.

- b. Skala Ekonomi, mengacu pada penghematan yang dapat dicapai oleh perusahaan dalam suatu industri karena peningkatan volume, sehingga biaya rata-rata jangka panjang per unit yang diproduksi akan turun. Perusahaan yang menikmati skala ekonomi dapat menerapkan harga yang lebih rendah dibanding dengan pesaingnya, sehingga dapat menghalangi masuknya pendatang baru.
- c. Diferensiasi Produk, mengacu pada sejauh mana konsumen melihat produk atau jasa yang ditawarkan perusahaan – perusahaan dalam industri tersebut berbeda. Diferensiasi produk dapat bersifat nyata atau hanya berupa anggapan. Perbedaan yang hanya berupa anggapan berasal dari cara bagaimana suatu perusahaan memosisikan produknya dan dari keberhasilan perusahaan itu dalam mempengaruhi pelanggan bahwa produknya berbeda secara signifikan dari produk saingan. Diferensiasi produk dapat meningkatkan intensitas persaingan di antara perusahaan-perusahaan yang ada.
- d. Hambatan masuknya pendatang baru, merupakan rintangan yang harus diatasi oleh perusahaan yang akan memasuki suatu industri. Hambatan bagi masuknya pendatang baru akan meningkatkan tingkat konsentrasi, skala ekonomi dan diferensiasi produk dalam suatu industri. Peningkatan tersebut membuat pendatang baru semakin sulit untuk masuk dalam industri, sehingga apabila terdapat hambatan yang tinggi dalam suatu industri, persaingan dalam industri tersebut akan berkurang seiring berjalannya waktu.

2.3.3. Analisis Pesaing

Porter Five Forces adalah alat ukur yang dikenalkan oleh Michael Porter untuk melihat daya tarik persaingan dalam suatu industri. Ada lima hal yang harus dianalisa untuk melihat daya tarik persaingan (Porter, 1979).

- a. Risiko masuknya pesaing baru yang potensial.
Pesaing yang potensial adalah perusahaan yang saat ini belum berkompetisi didalam industri, tetapi mempunyai kemampuan untuk melakukan itu apabila mereka menginginkan. Ancaman pelaku bisnis yang baru terkait dengan apakah memasuki industri tersebut gampang atau tidak. Apakah ada hambatan yang besar (*barrier to entry*), misalnya dari sisi investasi, teknologi, orang, pengetahuan, dan lain-lain. Jika hambatan masuknya kecil, kemungkinan pemain baru akan masuk juga sangat besar, artinya setiap saat dalam suatu industri akan terjadi persaingan yang sangat ketat.
- b. Persaingan antara perusahaan dalam industri yang sama.
Persaingan dalam industri meliputi banyaknya pesaing langsung dalam bisnis yang dijalankan untuk merebutkan pangsa pasar yang tersedia. Untuk memenangkan persaingan dapat dilakukan dengan cara memainkan harga, promosi, desain produk, layanan purna jual dan lain-lain. Banyaknya persaingan di sini dibandingkan dengan faktor kebutuhan masyarakat akan produk ataupun jasa yang ditawarkan. Jika penawaran sudah terlalu banyak dan melebihi permintaan yang ada, maka kondisi persaingan sudah sangat ketat.
- c. Kekuatan tawar menawar pembeli.
Pembeli di dalam industri bisa pelanggan individu yang mengkonsumsi secara langsung produk atau perusahaan yang mendistribusikan produknya di dalam industri kepada pemakai akhir, seperti *retailer* dan *wholesalers*. Kekuatan tawar pembeli di sini adalah bagaimana pembeli mendapatkan informasi dan penawaran yang beragam dari berbagai produsen. Dengan tawaran yang begitu banyak di pasar, pembeli memang akan mempunyai kekuatan tawar menawar yang lebih besar karena punya cukup banyak pilihan.
- d. Kekuatan tawar menawar penjual/pemasok.
Pemasok dalam hal ini adalah perusahaan yang menyediakan bahan-bahan ke dalam industri seperti bahan baku, jasa, tenaga kerja, dan lainnya. Kekuatan tawar pemasok dalam hal ini adalah kemampuan untuk menaikkan harga bahan produksi. Pemasok akan memiliki kekuatan besar jika sesuatu

yang dipasok merupakan hal penting dan tidak banyak perusahaan yang menyediakan. Tetapi jika banyak perusahaan lain yang menyediakan, kekuatan pemasok menjadi tidak terlalu besar.

e. Potensi pengembangan produk substitusi.

Produk pengganti adalah produk lain di luar produk sejenis yang mempunyai fungsi hampir sama dengan produk atau jasa perusahaan yang bisa saling menggantikan. Kekuatan tawar produk pengganti besar jika terdapat harga yang sangat berbeda antara produk utama dengan produk pengganti

2.4. Analisis Perusahaan

2.4.1. Visi dan Misi Perusahaan

Suatu perusahaan harus mempunyai strategi yang tepat untuk dapat mencapai keunggulan kompetitif dibanding dengan pesaingnya di industri. Proses perencanaan strategi terdiri dari beberapa tahapan. Hal pertama yang harus ditentukan adalah misi dan visi perusahaan. Pernyataan Misi adalah pernyataan tujuan jangka panjang yang membedakan suatu perusahaan dengan perusahaan sejenis lainnya serta merupakan alasan keberadaan sebuah organisasi. Pernyataan misi yang jelas menggambarkan nilai dan prioritas dari suatu organisasi. Mengembangkan pernyataan misi mengharuskan penyusun strategi untuk berpikir tentang sifat dan cakupan operasi saat ini dan mengevaluasi potensi ketertarikan atas pasar dan aktivitas di masa depan. Pernyataan misi menggambarkan arah masa depan suatu organisasi.

Banyak organisasi mengembangkan pernyataan visi dan misi. Pernyataan misi menjawab pertanyaan "Apa bisnis kita?", pernyataan visi menjawab pertanyaan "Apa yang ingin kita capai?". Visi adalah "keadaan di masa depan yang mungkin dan diinginkan sebuah organisasi" yang mencakup tujuan spesifik, sedangkan misi lebih diasosiasikan dengan perilaku dan kondisi saat ini. Pernyataan misi yang jelas adalah penting untuk perumusan tujuan dan formulasi strategi yang efektif (David, 2006).

2.4.2. Strategi Bersaing

Agar perusahaan dapat menciptakan nilai yang lebih dari produk yang dihasilkan sehingga dapat memiliki keunggulan kompetitif dibanding produk dari pesaingnya, ada beberapa strategi kompetitif yang dapat diterapkan yaitu (Hill dan Jones, 2008) :

- a. *Cost Leadership*, adalah strategi yang bertujuan memproduksi barang pada biaya per unit yang sangat rendah untuk konsumen / pelanggan yang sensitif terhadap harga. perusahaan akan melakukan apapun agar dapat menekan struktur biaya sehingga dapat menjual barang atau jasa dengan biaya yang lebih murah dibanding dengan pesaingnya.
- b. *Focus Cost Leadership*, merupakan kombinasi antara *Cost Leadership* dan *Focused Business Level Strategies* untuk bersaing mendapatkan pelanggan pada satu atau beberapa segmen pasar. Konsentrasinya pada segmen pasar yang terbatas, yang dapat dibedakan berdasarkan geografi, berdasarkan tipe pelanggan dan lain – lain.
- c. *Differentiation*, adalah strategi yang bertujuan memproduksi barang dan jasa yang dianggap unik oleh industri dan ditujukan kepada konsumen/ pelanggan yang relatif tidak sensitif terhadap harga
- d. *Focused Differentiation*, merupakan kombinasi antara *Differentiation* dan *Focused Business Level Strategies* yang mengkhususkan pada produk yang unik untuk satu atau dua segmen pasar.
- e. *Integrated Cost Leadership & Differentiation*, strategi ini merupakan gabungan antara strategi *Cost Leadership & Differentiation* dimana perusahaan memproduksi barang & jasa yang unik/berbeda namun tetap memperhatikan efisiensi biaya.

Setelah menentukan strategi yang akan dijalankan untuk dapat mencapai keunggulan kompetitif, tantangan berikutnya adalah bagaimana perusahaan dapat menjalankan strategi bisnisnya dan mempertahankan keunggulan kompetitifnya secara berkesinambungan pada lingkungan industri yang berbeda. Lingkungan industri yang berbeda memberikan kesempatan dan ancaman bagi perusahaan, sehingga model bisnis dan strategi yang diterapkan suatu perusahaan harus dapat beradaptasi / menyesuaikan dengan perubahan lingkungan.

Pada industri yang baru bertumbuh, strategi yang dipilih tergantung pada permintaan pasar, umumnya industri ini dipenuhi oleh banyak penemuan dan terobosan baru, sehingga apabila pemain dalam industri ini tidak dapat segera menemukan model bisnis ataupun strategi yang tepat, mereka akan terlempar dari pasar. Untuk dapat memilih strategi yang tepat seorang pengusaha harus memperhitungkan posisi kompetitifnya di pasar dan tahapan ia berada dalam siklus bisnis.

Industri yang matang, terdiri dari beberapa perusahaan besar yang mana masing-masing usaha mempunyai saling ketergantungan yang tinggi, sehingga kesuksesan suatu usaha tergantung dari reaksi pesaingnya. Strategi yang digunakan pada industri yang matang adalah pengembangan produk, potongan harga dan mempertahankan kelebihan kapasitas. Mengendalikan persaingan dengan *price signaling*, *price leadership*, *non price competition* dan *capacity control*

Pada industri yang sedang memasuki tahap menurun, perusahaan harus menyesuaikan strategi mereka baik harga maupun non harga. Strategi yang dapat dipakai terbagi dalam empat strategi utama yaitu (Hill dan Jones, 2008) :

- *Leadership Strategy*, perusahaan berusaha menjadi pemain dominan pada industri yang menurun.
- *Niche Strategy*, fokus pada permintaan yang turunnya lebih lambat dibanding dengan industri secara keseluruhan.
- *Harvest Strategy*, strategi yang mengoptimalkan *cash flow*.
- *Divestment Strategy*, menjual unit bisnis yang mengalami penurunan permintaan.

2.4.3. Pendekatan Valuasi Saham

Ada berbagai pendekatan valuasi saham untuk menilai fundamental suatu perusahaan. Setiap model di dasarkan pada asumsi yang berbeda-beda, tetapi tetap ada karakteristik yang berlaku secara umum dan dapat di klasifikasikan dengan aturan yang lebih luas. Secara umum ada tiga pendekatan yang digunakan untuk melakukan valuasi yakni *discounted cash flow*, *relative valuation* dan *contingent*

claim valuation (Damodaran, 2002), namun pendekatan yang biasa digunakan adalah :

- a. *Discounted Cash Flow (DCF) Valuation*, adalah teknik dengan menilai arus kas (*cash flow*) yang diterima di masa yang akan datang menjadi nilai sekarang dengan tingkat bunga yang diharapkan investor.
- b. *Relative Valuation*, melakukan estimasi nilai aset dengan melihat pada harga dari *comparable asset* (aset yang dapat diperbandingkan) dengan relatif terhadap variabel umum lainnya seperti laba, arus kas, nilai buku ataupun penjualan.

2.4.3.1 *Discounted Cash Flow (DCF) Valuation*

Pendekatan ini didasarkan pada aturan *present value*, di mana suatu aset adalah merupakan nilai saat ini dari arus kas yang di harapkan pada masa yang akan datang. DCF menggunakan rumus sebagai berikut. :

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (2.1)$$

Dimana :

n : umur aset

CF_t : arus kas pada periode t

r : tingkat diskonto yang mencerminkan risiko dari arus kas yang akan datang

Dalam valuasi menggunakan DCF, dilakukan estimasi *Intrinsic Value* (nilai intrinsik) dari suatu aset berdasarkan fundamental perusahaan. Nilai intrinsik adalah nilai sekarang dari arus kas yang disediakan untuk investor, didiskontokan pada tingkat pengembalian yang ditentukan sesuai dengan jumlah risiko yang menyertainya. Dalam penerapannya, pendekatan DCF terdiri dari (Damodaran, 2002):

- *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) , merupakan sisa dari arus kas yang tertinggal bagi pemegang saham setelah memenuhi seluruh kewajiban keuangannya.
- *Free Cash Flow to Firm* (FCFF), merupakan sisa arus kas yang tertinggal untuk seluruh pihak yang memiliki klaim terhadap perusahaan, meliputi pemegang saham biasa, pemegang obligasi dan pemegang saham preferen
- *Adjusted Present Value* (APV) *Valuation*, yang menilai secara keseluruhan dengan dimulai pada operasional perusahaan dan menambahkan dengan efek atas nilai dari peningkatan utang dan klaim lainnya

2.4.3.2 *Relative Valuation*

Dalam *relative valuation*, nilai suatu aset diturunkan dari harga aset yang diperbandingkan dengan menggunakan variabel umum seperti *earnings*, *cash flow*, *book value* ataupun *revenues*. Contoh dari penggunaan valuasi relatif adalah *Price Earnings Ratio* (PER), *Price-Book Value Ratio* (PBV) dan *Revenue Multiples*. Berbeda dengan model DCF yang berusaha mencari nilai intristik, maka *relative valuation* lebih menekankan pada *market*, dengan asumsi bahwa *market* adalah benar bila dilihat dari rata-rata harga saham, namun tidak tepat bila dilihat dari harga saham individu (Damodaran, 2002).

Model *relative valuation* cukup sederhana dan dapat dipergunakan untuk melakukan estimasi dengan cepat dan sangat bermanfaat apabila ada banyak perusahaan yang diperbandingkan dan *market pricing* secara rata - rata benar. Model ini akan menghadapi masalah apabila perusahaan yang diperbandingkan hanya sedikit. Selain itu, model ini cukup mudah untuk dimanipulasi khususnya pada asumsi perusahaan pembanding, karena tidak ada dua perusahaan yang persis sama tingkat pertumbuhan dan risikonya. Masalah lain yang dihadapi model ini adalah apabila salah dalam mengambil harga rata – rata perusahaan pembanding sehingga perhitungan bisa *overvaluation* atau *undervaluation*. Hal ini berbeda dengan model DCF yang didasarkan pada spesifik perusahaan, sehingga kurang terpengaruh oleh *market errors* (Murhadi, 2009).

2.4.4. Faktor – faktor yang Mempengaruhi Valuasi

2.4.4.1. Estimasi Parameter Risiko

Dalam melakukan valuasi terhadap aset dan perusahaan, digunakan tingkat diskonto yang mencerminkan risiko terhadap arus kas. Karena di dalam tesis ini arus kas yang didiskontokan adalah *Cash Flow to Equity* maka tingkat diskonto yang digunakan adalah *Cost of Equity*.

Cost of Equity merupakan tingkat pengembalian yang di syaratkan oleh investor atas investasi pada saham perusahaan (Damodaran, 2002). Pendekatan yang biasa digunakan untuk melakukan estimasi *Cost of Equity* adalah pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Model ini pertama kali dikembangkan oleh William F. Sharpe (1964) dan dilanjutkan oleh J. Lintner (1965).

CAPM dikembangkan dari suatu asumsi yang mendasarinya yaitu (Bodie, Kane dan Marcus, 2008) :

- Investor adalah *price takers* (tidak ada satupun investor dapat mempengaruhi harga dari saham) dan mempunyai ekspektasi yang sama mengenai tingkat pengembalian dari aset.
- Semua Investor mempunyai rencana pada satu periode waktu yang sama dan mengabaikan semua yang dapat terjadi setelah berakhirnya satu periode waktu tersebut.
- Investor tidak membayar pajak dan dapat membeli dan menjual sekuritas tanpa menanggung biaya transaksi seperti komisi dan *service charge*.
- Terdapat aset yang bebas risiko (*riskless assets*), dimana tingkat pengembalian yang diharapkan dapat diketahui dengan pasti. Semua aset dapat diperjualbelikan.
- Investor dapat meminjamkan dan meminjam pada tingkat suku bunga bebas risiko.
- Semua investor melakukan analisa sekuritas dengan jalan yang sama dan mempunyai pandangan ekonomi dunia yang sama.

CAPM mengukur risiko dalam kondisi *variance* yang tidak terdiversifikasi dan berhubungan dengan tingkat pengembalian yang diharapkan terhadap risiko

atas pengukuran tersebut. Risiko yang tidak terdiversifikasi ini dapat diukur dengan beta, yang dapat digunakan untuk memperkirakan *cost of equity*, dengan rumus sebagai berikut :

$$Ke = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (2.2)$$

- Ke : biaya ekuitas (*cost of equity*)
 R_f : tingkat bunga bebas risiko (*risk free rate*)
 β : faktor risiko spesifik perusahaan (beta)
 R_m : tingkat bunga investasi rata – rata dari pasar (*market return*)

Tingkat bunga bebas risiko (*risk free rate*)

Risk free rate yang biasa digunakan adalah bunga surat berharga pemerintah jangka pendek atau jangka panjang seperti suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) karena tidak memiliki risiko gagal bayar.

Beta (β)

Beta suatu saham adalah suatu ukuran volatilitas saham tersebut terhadap rata – rata saham di pasar (*market*). Hal tersebut mencerminkan risiko pasar terhadap risiko spesifik perusahaan yang dapat dikurangi dengan diversifikasi. Ada beberapa pendekatan dalam menghitung beta, antara lain (Damodaran, 2002) :

a. Beta Pasar Historis

Pendekatan konvensional untuk menghitung beta adalah dengan melakukan regresi linear antara tingkat pengembalian (*return*) dari suatu saham terhadap pengembalian indeks pasar (*market index*). Persamaan regresi satu faktor :

$$R_j = a + b_j (R_m) + e_j \quad (2.3)$$

Di mana :

R_j : tingkat pengembalian saham

a : titik potong / *intercept* dari regresi

b_j : *slope* dari regresi = kovarians (R_j, R_m) / σ^2_m perusahaan ke j

R_m : tingkat pengembalian pasar

e_j : *white noise*

Slope dari regresi mencerminkan beta dari saham dan mengukur seberapa besar risiko saham tersebut. Intersep dari regresi mencerminkan pengukuran yang paling sederhana dari kinerja investasi selama periode regresi.

b. Beta Fundamental

Risiko yang dihadapi suatu perusahaan sebenarnya lebih ditentukan pada bisnis apa yang dijalankan perusahaan (*type of business*), berapa besar *operating leverage* dan *financial leverage* yang dipergunakannya (Damodaran, 2002).

Tipe Bisnis. Beta merupakan pengukuran risiko suatu perusahaan terhadap indeks pasar, semakin sensitif suatu bisnis terhadap kondisi pasar, maka semakin tinggi pula beta perusahaan. Selain itu perusahaan yang bisnisnya bersifat siklus (*cyclical firms*) akan memiliki beta yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak terpengaruh oleh siklus (*non-cyclical firms*).

Degree of Operating Leverage (DOL), DOL merupakan pencerminan dari struktur biaya yang ada di perusahaan, dan biasanya mengkaitkan antara biaya tetap terhadap total biaya perusahaan. Perusahaan dengan struktur biaya tetap yang besar bila dibandingkan dengan total biaya, dapat dikatakan memiliki DOL yang tinggi. Semakin tinggi DOL, maka semakin tinggi pula beta perusahaan. DOL sendiri diperoleh dengan rumusan sebagai berikut :

$DOL = \% \text{ perubahan dalam EBIT} / \% \text{ perubahan dalam penjualan}$

Degree of Financial Leverage (DFL), semakin tinggi DFL maka semakin tinggi pula beta perusahaan. Pemanfaatan utang akan menimbulkan beban bunga tetap di mana bila perusahaan dalam kondisi baik maka hal ini dapat meningkatkan *income*, sementara dalam kondisi buruk akan menurunkan *income*. Semakin meningkatnya utang akan meningkatkan varians dalam *income* dan membuat investasi menjadi lebih berisiko.

Secara umum, perhitungan beta dapat memperhatikan fundamental perusahaan dapat di tulis dalam rumusan sebagai berikut :

$$\beta_L = \beta_U \times (1 + (1 - \text{tax}) \times (\text{Debt}/\text{Equity})) \quad (2.4)$$

Dimana

β_L = Beta perusahaan dengan menggunakan utang (*leverage*)

β_U = Beta perusahaan tanpa utang (*Unleverage*)

2.4.4.2. Estimasi Tingkat Pertumbuhan

Melakukan estimasi terhadap tingkat pertumbuhan yang akan digunakan sebagai dasar untuk memproyeksikan *revenue*, merupakan salah satu hal yang penting dalam melakukan valuasi. Nilai suatu perusahaan dapat dikelompokkan menjadi dua jenis aset, yaitu aset yang dimiliki saat ini untuk dipergunakan menghasilkan arus kas sekarang, dan aset yang akan dimiliki di masa akan datang yang akan digunakan untuk pertumbuhan (Damodaran, 2002).

Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi, akan semakin membatasi kemampuannya untuk terus dapat mempertahankan tingkat pertumbuhan tersebut, sehingga pada akhirnya akan mencapai tingkat pertumbuhan yang stabil. Sedangkan perusahaan yang tingkat pertumbuhannya masih rendah, akan berusaha untuk meningkatkan pertumbuhannya dengan mengalihkan aset-aset yang tidak produktif untuk digunakan pada sektor – sektor yang lebih produktif.

Ada beberapa cara untuk melakukan estimasi pertumbuhan suatu perusahaan, antara lain (Damodaran, 2002) :

a. Tingkat Pertumbuhan Historis

Estimasi pertumbuhan masa yang akan datang didasarkan pada pertumbuhan masa lalunya. Ada beberapa cara yang biasa digunakan untuk mengukur pertumbuhan yaitu menggunakan rata-rata aritmetika dan geometrik. Rata – rata aritmetika diperoleh dengan menggunakan rata-rata biasa dari

pertumbuhan masa lalu, sedangkan rata – rata geometrik memasukkan unsur *compounding* yang terjadi dari satu periode ke periode lainnya.

b. Tingkat Pertumbuhan Fundamental Perusahaan

Estimasi tingkat pertumbuhan didasarkan pada presentasi dari laba yang ditahan untuk pengembangan usaha (*retention ratio*) dan tingkat pengembalian dari modal yang telah ditanamkan (*return on equity*). Perusahaan yang mempunyai kebijakan *retention ratio* yang tinggi dan diikuti dengan *return on equity* yang tinggi akan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi.

$$\text{Expected growth rate (} g \text{)} = \text{Retention Ratio (} b \text{)} \times \text{Return on Equity (ROE)}$$

Rumusan ini diasumsikan bahwa perusahaan tidak menerbitkan saham baru untuk meningkatkan dananya. Akibatnya tingkat pertumbuhan *net income* dan tingkat pertumbuhan *earning per share* (EPS) adalah sama.

2.4.4.3. Estimasi Arus Kas

Salah satu faktor penting untuk menentukan nilai dari suatu saham adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan arus kas. Dalam melakukan estimasi arus kas, ada tiga langkah yang harus dilakukan, yaitu (Murhadi, 2009) :

- a. Melakukan estimasi pendapatan yang dihasilkan perusahaan atas investasi dan aset yang ada saat ini.
- b. Melakukan estimasi proporsi pendapatan setelah pajak.
- c. Mengembangkan pengukuran untuk mengetahui bagaimana perusahaan melakukan re-investasi agar mendukung pertumbuhan di masa yang akan datang.

Arus kas perusahaan di masa yang akan datang sangat tergantung pada re-investasi yang dilakukan perusahaan saat ini. Dengan demikian yang diperhitungkan adalah arus kas setelah perusahaan menyisihkan sebagian dananya untuk kepentingan pertumbuhan. Ada dua komponen re-investasi dalam rangka mendukung pertumbuhan perusahaan yaitu *net capital expenditure* dan *working capital*.

Net capital expenditure, adalah selisih antara dana yang digunakan untuk membeli aset tetap dalam rangka operasional perusahaan (*capital expenditure*) dengan depresiasi yang merupakan arus kas positif bagi perusahaan, karena dalam laporan keuangan depresiasi merupakan pembebanan yang tidak mencerminkan pengeluaran kas.

Working Capital adalah selisih antara aset lancar dengan kewajiban lancar. Untuk keperluan valuasi, *working capital* dimodifikasi menjadi *non cash working capital* yakni dengan cara mengeluarkan kas dan investasi dalam *marketable securities* dari aset lancar dan mengeluarkan utang yang mengandung unsur bunga dari kewajiban lancar

2.4.5 *Free Cash Flow to Equity*

Free Cash Flow to Equity (FCFE) merupakan sisa dari arus kas yang tertinggal bagi pemegang saham setelah memenuhi seluruh kewajiban keuangannya yang meliputi pembayaran hutang, dan setelah dikurangi dana yang disisihkan untuk memenuhi kebutuhan belanja barang modal (*capital expenditure*) dan modal kerja (*working capital*) yang dibutuhkan (Damodaran, 2002)

$$\begin{aligned} \text{FCFE} = & \text{Net Income} - (\text{Capital Expenditures} - \text{Depresiasi}) \\ & - (\text{perubahan dalam Non Cash Working Capital}) \\ & + (\text{penerbitan utang baru} - \text{pembayaran utang lama}) \end{aligned}$$

Ada dua asumsi di dalam penerapan model FCFE, yakni :

- Di masa yang akan datang tidak ada kas yang tersisa di perusahaan, karena kas yang tersedia setelah pembayaran utang dan kebutuhan re-investasi semuanya dibayarkan kepada pemegang saham.
- Ekspektasi pertumbuhan dalam FCFE meliputi pertumbuhan dalam *income* dari aset operasi dan bukan pertumbuhan *income* yang bersumber dari surat berharga (*marketable securities*).

2.4.5.1 Model Pertumbuhan FCFE Konstan

Model FCFE dengan pertumbuhan konstan digunakan untuk menilai perusahaan yang tingkat pertumbuhannya stabil. Harga suatu saham yang menggunakan model pertumbuhan konstan merupakan fungsi dari FCFE yang diharapkan pada periode yang akan datang, tingkat pertumbuhan stabil dan tingkat pengembalian yang diharapkan.

$$Value = \frac{FCFE_1}{K_e - g_n} \quad (2.5)$$

Dimana:

$Value$ = nilai saham saat ini

$FCFE_1$ = FCFE yang diharapkan tahun depan

k_e = *cost of equity* dari perusahaan

g_n = tingkat pertumbuhan dalam FCFE selamanya.

Hasil dari rumus tersebut dibagi dengan jumlah saham beredar maka akan diperoleh nilai per lembar saham.

2.4.5.2 Model FCFE Dua Tahap

Model FCFE Dua Tahap dirancang untuk menilai perusahaan yang diperkirakan tumbuh lebih cepat dari perusahaan yang stabil pada periode awal, kemudian baru pertumbuhannya menjadi stabil pada periode berikutnya. Nilai saham dengan menggunakan pendekatan ini adalah merupakan nilai saat ini dari FCFE setiap tahunnya untuk periode dengan tingkat pertumbuhan tinggi ditambah dengan nilai saat ini dari *terminal value* pada akhir periode.

Value equity : Nilai saat ini FCFE + Nilai saat ini *Terminal value*

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1+k_e)} \quad (2.6)$$

Dimana:

$FCFE_t$ = *Free cash flow to equity* pada tahun t

P_n = harga pada saat akhir periode *extraordinary*

k_e = *cost of equity* periode pertumbuhan tinggi (hg) dan pertumbuhan stabil (st)

Terminal value biasanya dihitung dengan menggunakan tingkat pertumbuhan stabil sebagai berikut:

$$P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{(k_{e,st} - g_n)} \quad (2.7)$$

Dimana:

g_n = tingkat pertumbuhan stabil.

2.4.5.3 Model FCFE Tiga Tahap

Model FCFE digunakan untuk menilai perusahaan yang tumbuh dalam tiga tahap pertumbuhan: tahap awal ditandai pertumbuhan yang tinggi, periode transisi dimana pertumbuhan mulai berkurang, dan terakhir diikuti dengan periode stabil. Model ini dapat dicari dengan menghitung nilai saat ini dari FCFE yang diharapkan pada tiga tahap pertumbuhan:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_{n2}}{(1+k_e)^{n2}} \quad (2.8)$$

Dimana:

P_0 = nilai saham saat ini

$FCFE_t$ = FCFE dalam tahun t

K_e = *cost of equity*

P_{n2} = nilai terminal

Bila perusahaan berada pada posisi dari pertumbuhan tinggi menjadi pertumbuhan stabil, maka hubungan antara *capital expenditure* dan depresiasi juga akan berubah. Pada tahap pertumbuhan tinggi, biasanya perusahaan memiliki

capital expenditure yang lebih tinggi dari tingkat depresiasi. Pada tahap transisi, perbedaan antara besarnya *capital expenditure* dengan depresiasi akan semakin mengecil. Selanjutnya, pada tahap stabil, maka perbedaan antara *capital expenditure* dengan deperesiasi akan lebih mengecil dan ini mencerminkan tingkat pertumbuhan.

2.4.6 *Price Earnings Ratio*

Price Earnings Ratio (PER) adalah rasio dari harga pasar per lembar saham (*market price per share*) dengan laba per lembar saham (*earnings per share*).

$$\text{PER} = \text{Harga pasar per lembar saham/laba per lembar saham}$$

PE ratio menggambarkan penilaian investor atas pertumbuhan laba, risiko serta kondisi keuangan perusahaan dalam satu paket rasio yang sederhana. *PE ratio* juga merupakan gambaran atas kesediaan investor membeli saham dengan harga sebesar sekian kali laba per saham. Contohnya, saham dengan *PE ratio* sebesar 6, artinya investor harus membayar saham tersebut dengan harga 6 kali laba per saham.

Model ini paling sering digunakan dari pendekatan *relative valuation*. Kesederhanaannya membuat model ini menjadi pilihan yang menarik untuk digunakan dalam menentukan harga perdana saham. Masalah utama dalam menggunakan PER adalah banyaknya variasi dalam menghitung laba per lembar saham. Terutama pada perusahaan yang sedang bertumbuh dengan pesat, PER dapat sangat berbeda tergantung ukuran mana yang digunakan dalam menghitung laba per lembar saham (Damodaran, 2002).

Perhitungan dengan menggunakan *PE ratio* cukup sederhana yaitu dengan mengalikan rata – rata *PE ratio* dari perusahaan yang sejenis dengan laba per lembar saham perusahaan. Dari hasil tersebut kita dapat membandingkannya dengan harga saham yang kita nilai, apakah harga saham tersebut *overvalued* atau *undervalued*.

Para analis biasanya menggunakan pendekatan fundamental dalam menghitung *PE ratio* yakni dengan menghitung nilai fundamental perusahaan

seperti pertumbuhan laba dan arus kas, *pay out ratio* dan risiko. Untuk perusahaan yang mempunyai pertumbuhan stabil, maka rumus *PE ratio* dapat dimodifikasi menjadi sebagai berikut (Damodaran, 2002) :

$$\frac{P_0}{EPS_1} = \frac{\text{Payout ratio}}{k_e - g} \quad (2.9)$$

Dimana :

EPS_1 : *Earnings per share* tahun berikutnya

k_e : *Cost of Equity*

g : Tingkat pertumbuhan

