

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Setelah saham dijual ke masyarakat pada saat IPO, yang dikenal dengan sebagai pasar primer, saham tersebut sudah dapat diperdagangkan di bursa efek atau di kenal dengan pasar sekunder. Di pasar sekunder inilah, seorang investor dapat memburu keuntungan dan menjadi kaya raya seperti pemain saham terkenal George Soros atau Warrant Buffet yang mendapat keuntungan dari saham. Dalam memilih saham, baik untuk dijual atau dibeli, investor merujuk pada dua aspek: aspek fundamental dan aspek teknikal.

Salah satu cara yang dilakukan oleh investor untuk menentukan nilai wajar saham suatu perusahaan adalah dengan menganalisis kondisi perusahaan di masa lalu, masa kini, dan prospeknya di masa yang akan datang berdasarkan faktor-faktor fundamental yang diperkirakan dapat mempengaruhi harga saham. Dalam analisis fundamental, faktor-faktor fundamental yang dijadikan dasar perkiraan nilai wajar saham adalah laporan keuangan, perkembangan ekonomi makro dunia dan domestik juga politiknya, persaingan dalam industri, manajemen perusahaan – termasuk di dalamnya kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba -, dan sebagainya. Sedangkan analisis teknikal hanya fokus pada pembentukan harga di pasar, untuk menentukan apakah harga saham mahal (*overvalued*) atau murah (*undervalued*).

4.1. Analisis Ekonomi Makro

Kondisi lingkungan makro merupakan salah satu faktor penting yang dapat menentukan arah suatu industri. Lingkungan makro yang kondusif dapat menjadi faktor pendukung bagi industri untuk mencapai performa yang lebih baik di masa yang akan datang. Demikian juga sebaliknya, kondisi makro yang memburuk akan menjadi faktor penghambat bagi perusahaan untuk menciptakan keuntungan.

Sangat banyak parameter yang bisa digunakan untuk memprediksi kondisi makroekonomi dunia. Yang menjadi masalah adalah seberapa kuat prediksi tersebut. Sebagai contoh, banyak silang pendapat mengenai kondisi perekonomian dunia pada triwulan I-2010. Sebagian beranggapan bahwa proses pemulihan akan mengalami

banyak kendala dan pertumbuhan ekonomi dunia kembali terancam kesinambungan positifnya. Sementara sebagian lain berpendapat bahwa saat ini proses pemulihan global telah terjadi dan semua parameter menunjukkan tren positif, meskipun diakui bahwa akselerasi (percepatan) pemulihan tidak cukup memuaskan.

4.1.1. Kondisi Umum Perekonomian Dunia

Berdasarkan kesimpulan umum, perekonomian dunia saat ini dianggap memasuki tahap pemulihan. Perekonomian dunia menunjukkan perkembangan yang positif sejak akhir Maret 2009, ditopang proses pemulihan sektor perbankan Amerika Serikat, sebagaimana tergambar dari kinerja beberapa bank besar pada triwulan I-2009 yang lebih baik dari perkiraan. Faktor lainnya berasal dari hasil kesepakatan pertemuan G-20 untuk meredakan gejolak pasar keuangan dunia dengan memperketat peraturan pasar keuangan dunia, komitmen untuk menambah stimulus fiskal, peningkatan dana cadangan IMF sebesar 750 milyar. Hingga triwulan IV-2009, proses pemulihan perekonomian masih terus berlanjut dan dirasakan semakin kuat dan merata terjadi di berbagai negara. Berbagai kebijakan yang dilakukan oleh Bank Sentral dan otoritas fiskal selama tahun 2009 telah mampu menahan kejatuhan perekonomian dunia yang lebih dalam.

Selain itu, aliran modal pun mulai meningkat dan umumnya mengalir ke negara-negara berkembang (*Emerging Markets Economies / EMEs*). Negara-negara berkembang menarik perhatian investor global karena dianggap lebih dinamis dan bersaing (*low cost*). Sehingga, pemulihan yang paling tampak adalah di negara-negara *emerging markets*, terutama kawasan Asia, seperti China dan India. Sementara itu, beberapa negara utama dunia seperti Amerika Serikat, kawasan Eropa, dan Jepang sudah mencatat pertumbuhan ekonomi positif pada triwulan II-2009, meski faktor resiko masih membayangi proses pemulihan perekonomian dunia terkait masalah masih tingginya angka pengangguran di negara maju.

Tabel 4.1. Pertumbuhan Ekonomi Negara Industri Utama dan Beberapa Negara di Asia

(% per tahun)

Kelompok Negara	2005	2006	2007	2008				2009				
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4*)	
Tujuh Negara Industri												
Amerika Serikat	3,5	3,4	2,0	2,5	2,2	0,7	-0,8	-2,5	-3,9	-2,6	0,1	
Jepang	3,4	2,6	2,4	1,0	0,7	-0,5	-4,3	-8,8	-6,4	-5,1	-0,4	
Jerman	1,0	2,8	2,5	1,8	1,7	0,8	-1,7	-6,9	-5,9	-4,8	-2,4	
Inggris	1,9	2,7	3,0	2,5	1,5	0,3	-1,9	-4,1	-5,6	-5,1	-3,2	
Italia	0,1	1,9	1,6	0,3	-0,1	-0,9	-2,9	-6,0	-4,6	-4,6	-2,8	
Perancis	1,6	2,1	2,1	2,2	1,1	0,5	-1,0	-3,2	-2,6	-2,3	-0,3	
Kanada	2,9	2,8	2,7	1,7	0,7	0,5	-0,7	-2,1	-2,1	-3,2	-3,2	
Asia												
China	9,6	10,6	13,0	10,6	10,1	9,0	6,8	6,1	7,9	8,9	10,7	
Korea Selatan	4,0	5,0	5,1	5,7	4,8	3,9	-3,4	-4,2	-2,5	0,9	6,0	
Hong Kong	7,2	6,8	6,4	6,8	4,2	1,7	-2,5	-7,8	-3,8	-2,4	2,6	
Taiwan	4,1	4,6	5,7	6,1	6,1	-1,0	-8,4	-10,2	-7,5	-1,3	9,2	
Beberapa Negara ASEAN												
Indonesia	5,5	5,4	5,7	6,3	6,4	6,1	5,2	4,4	4,0	4,2	5,4	
Malaysia	5,1	5,7	6,3	7,1	6,3	4,7	0,1	-6,2	-3,9	-1,2	4,5	
Singapura	5,6	8,1	7,8	7,2	1,9	-0,8	-4,2	-10,1	-3,5	0,6	3,5	
Thailand	4,4	5,0	4,9	6,0	5,3	4,0	-4,3	-7,1	-4,9	-2,8	5,8	
Filipina	4,9	4,0	7,2	-	-	-	4,5	0,4	1,2	0,8	1,8	
Beberapa Negara Amerika Latin												
Argentina	9,1	8,5	8,7	8,4	7,8	6,2	4,9	2,0	-0,8	-0,3	-	
Brazil	2,9	2,9	5,7	5,8	6,1	6,8	1,3	-1,8	-1,2	-1,2	-	
Mexico	3,9	4,8	3,3	2,6	2,8	1,6	-1,6	-8,2	-10,3	-6,2	-2,3	

*) Angka sementara

Sumber: Statistik Bank Indonesia, Desember 2009

Tabel di atas memperlihatkan bahwa perekonomian dunia mulai menunjukkan pemulihan, terutama di Amerika Serikat yang telah melewati fase resesi sebagaimana tercermin dari pertumbuhan positif pada triwulan IV-2009. Perekonomian Amerika Serikat yang mengalami pertumbuhan positif tersebut didorong oleh program stimulus fiskal Pemerintah yang mampu menahan kejatuhan konsumsi domestik dan berbagai proyek infrastruktur yang mampu mendorong sektor produksi untuk beraktivitas kembali. Meskipun demikian, perbaikan ekonomi ini belum memasuki fase yang aman, karena masih adanya masalah *credit crunch* yang mengakibatkan banyak lembaga keuangan mengandalkan pendapatannya dari

selain penyaluran kredit, masih belum baiknya sektor perumahan di Amerika Serikat, tingginya angka pengangguran yang mencapai 10,2% pada bulan Oktober 2009. Pendapatan rumah tangga (*personal income*) Amerika Serikat masih tertekan seiring dengan tingginya tingkat pengangguran dan relatif masih ketatnya kredit perbankan. Di pasar tenaga kerja, gelombang PHK masih terus berlangsung namun mulai melambat sebagaimana tercermin dari penurunan rata-rata *initial jobless claim* triwulan IV-2009 menjadi sebesar 519 ribu orang dari 560 ribu orang. Konsumsi rumah tangga mengalami peningkatan di tengah-tengah penurunan pendapatan yang didorong oleh program *cash for clunkers* sehingga mampu mendongkrak penjualan eceran serta memicu menguatnya keyakinan konsumen terhadap prospek ekonomi ke depan.

Jepang dan negara-negara industri Eropa terlihat juga mulai memasuki masa pemulihan, dimana hal ini ditandai dengan perbaikan pertumbuhan ekonomi di negara-negara tersebut. Sementara itu Negara industri Asia baru seperti Singapura dan Hong Kong yang berkontraksi cukup dalam pada semester pertama tahun 2009 telah kembali tumbuh positif pada triwulan III dan IV tahun 2009. Perekonomian China menjadi penopang utama kebangkitan ekonomi Asia juga tetap tumbuh solid pada semester kedua tahun 2009.

Pasar keuangan dunia terus melanjutkan tren penguatan selama triwulan IV-2009. Meredanya keketatan likuiditas global tergambar dari menyempitnya penyebaran (*spread*) LIBOR to *Overnight Index Swap* (OIS) yang mendorong aksi *dollar carry trade* akibat rendahnya suku bunga Dollar Amerika Serikat. Arus dana tersebut mengalir masuk ke asset-aset dengan imbal hasil yang lebih tinggi seiring dengan tanda-tanda perbaikan ekonomi yang semakin sering muncul. Sementara itu, ekspektasi *policy reversal* di negara-negara *emerging markets* yang lebih cepat dibandingkan negara maju akan semakin memperlebar *spread* suku bunga dan mendorong derasnya arus dana asing masuk ke asset-aset yang lebih beresiko termasuk bursa saham dan asset *emerging markets*.

Di sisi lain, banyaknya aliran modal ke negara-negara berkembang pada sisi yang lain menimbulkan kekhawatiran baru – terutama pada negara-negara industri maju. Diantaranya adalah program pengalihan pabrik atau lokasi manufaktur ke negara berkembang, otomatis akan menutup peluang penambahan investasi di negara

industri maju yang secara langsung menimbulkan ancaman penambahan pengangguran. Kemudian, aliran modal – terutama di pasar keuangan - yang semakin hebat tersebut juga menjadi kekhawatiran ketika dikaitkan dengan persepsi aliran modal spekulatif (*hot money*) dimana dana-dananya bersifat jangka pendek yang mengalir cepat demi sekedar mencari keuntungan dan bukan dana investasi jangka panjang. Karena perubahan cepat pergerakan *hot money* dapat mempengaruhi persepsi terhadap kondisi makroekonomi sebuah negara. Meski demikian, beberapa himbauan yang muncul dalam wacana internasional untuk setidaknya membatasi atau melakukan kontrol terhadap aliran dana *hot money* menjadi sebuah wacana yang mungkin sulit diwujudkan dalam bentuk peraturan atau regulasi tertentu.

Akibatnya, meski tidak diakui secara eksplisit, azas proteksionisme dapat dirasakan muncul kembali. Hal itu dikarenakan setiap pemerintah di seluruh negara di dunia membuat kebijakan untuk merespons berbagai dinamika pasar keuangan domestik maupun global dalam rangka mengamankan perekonomiannya masing-masing. Azas proteksionisme ini tidak bisa dengan mudah dicabut kembali setelah diberlakukan. Prosesnya membutuhkan waktu cukup panjang dan tentu berpengaruh kepada percepatan pemulihan ekonomi dunia. Umumnya standar kebijakan yang digunakan negara-negara di dunia untuk melindungi dirinya dari ancaman gejolak finansial antara lain: kebijakan fiskal, kebijakan moneter, tarik ulur tingkat suku bunga, dan sebagainya.

Meskipun secara umum dunia dianggap telah berada pada tahap pemulihan, namun masih terdapat ancaman gejolak finansial yang mungkin sulit terelakkan. Pasar keuangan sempat mengalami gejolak yang cukup signifikan khususnya pada bulan November 2009. Gejolak tersebut disebabkan perilaku *risk aversion* pelaku pasar yang meningkat dipicu oleh respon beberapa otoritas keuangan dan bank sentral yang berusaha untuk membatasi *inflow* asing serta meredam penguatan mata uang domestik yang terlalu cepat. Pada akhir November 2009, pasar keuangan kembali mengalami tekanan yang dipicu oleh laporan kerugian Dubai World akibat anjloknya harga *underlying assets* yaitu harga property dan jeratan krisis hutang. Namun demikian rambatan krisis Dubai World tidak berlangsung lama, sentimen positif dari kelanjutan stimulus fiskal oleh Pemerintah China serta respon yang cepat dari Pemerintah dan Bank Sentral UAE dalam menjamin dukungannya kepada bank

local dan domestik disertai pembukaan fasilitas likuiditas pada sistem keuangan mampu meredakan gejolak lebih lanjut.

Gejolak kedua terjadi ditahun 2010, dimana beberapa negara di kawasan Eropa telah mengalami kesulitan likuiditas yang parah dan signal negatif ini telah menumbuhkan kekhawatiran dalam memandang kondisi makroekonomi dunia. Terdapat komentar yang mengatakan bahwa Yunani adalah awal dari sebuah masalah yang jauh lebih besar. Bahkan judul berita utama 'Financial Times', menuliskan: "Krisis Yunani sedang menuju Amerika" (Jafar Sidik, 2010). Bila memang judul tulisan di atas benar-benar terjadi, maka kepercayaan yang tiba-tiba hilang terhadap semua surat utang negara - terutama *Treasury Bond* milik Amerika yang menjadi *benchmark* (patokan) dunia untuk asset bebas risiko - akan menciptakan malapetaka di negara yang masih rentan dan perlu lebih pulih lagi ini. Ditambah lagi ketakutan berlebihan terhadap risiko obligasi pemerintah akan mendorong pemerintah-pemerintah seluruh dunia untuk mencermati kebijakan fiskalnya, yang lalu bakal menekan ekonomi dunia ke resesi lagi.

Kondisi makroekonomi dunia masih dianggap rawan karena ternyata permasalahan yang muncul seiring dengan gejolak finansial dunia yang terjadi pada akhir tahun 2007 menyisakan persoalan sangat kompleks pada masalah hutang luar dan dalam negeri, tingkat inflasi, portfolio investasi, dan *Foreign Direct Investment* (FDI). Dengan demikian, tahun 2010 adalah tahun yang sangat sulit ditebak dengan tren mengarah negatif (SIGI Capital Market, 2010, p. 23-34). Hal ini diungkapkan dengan tujuan agar setiap negara, otorita keuangan, sektor riil, dan masyarakat umum lebih waspada, serta tidak terjebak pada persepsi positif yang membutuhkan mata bahwa dunia masih menghadapi persoalan yang berat. Karena pada akhirnya, setiap parameter, membutuhkan sudut pandang yang bijak untuk mendapatkan formulasi persepsi yang mendekati akurat – yaitu melalui strategi antisipasi, sehingga setiap entitas memiliki alternatif tindakan saat melangkah.

Berdasarkan data realisasi inflasi yang dikompositkan, inflasi dunia sudah mulai meningkat meskipun masih berada di level yang rendah. Tekanan inflasi pada September 2009 meningkat ke level 1,1 YoY (*Year Over Year / Year on Year*) dibandingkan dengan Juli 2009 yang berada di level 0,5%. Fase deflasi sudah mulai terlewati di beberapa negara dan tekanan inflasi mulai meningkat seiring dengan

aktivitas ekonomi yang mulai pulih. Berikut adalah tingkat inflasi dari beberapa negara industri utama dan beberapa negara di Asia:

Tabel 4.2. Tingkat Inflasi Negara Industri Utama dan Beberapa Negara di Asia

(% per tahun)

Kelompok Negara	2005	2006	2007	2008				2009				
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Tujuh Negara Industri												
Amerika Serikat	2,2	3,2	2,9	4,0	5,0	4,9	0,1	-0,4	-1,4	-1,3	2,7	
Jepang	-0,8	0,6	-	- 0,7	2,0	2,1	0,4	-0,3	-1,8	-2,2	-	
Jerman	2,3	1,9	2,3	3,1	3,3	2,9	1,1	0,5	-0,3	-	0,9	
Inggris	2,0	2,5	2,3	2,5	3,8	5,2	3,1	2,9	1,8	1,1	2,9	
Italia	2,0	1,5	2,0	3,3	3,8	3,8	2,2	1,3	0,6	0,2	1,1	
Perancis	1,5	1,8	1,6	3,2	3,6	1,5	1,0	0,3	-0,5	-0,4	0,9	
Kanada	3,2		2,1	1,4	3,1	3,4	1,2	1,2	-0,3	-0,9	1,3	
Asia												
China	1,6	1,3	4,8	8,3	7,1	4,6	1,2	-1,2	-1,7	-0,8	1,9	
Korea Selatan	2,6	2,4	2,5	3,9	5,5	5,1	4,1	3,9	2,0	2,2	2,8	
Hong Kong	1,8	2,1	2,0	4,2	6,1	3,0	2,1	1,2	-0,9	0,5	1,3	
Taiwan	3,2	1,4	1,8	4,0	5,0	4,8	1,2	-0,1	-2,0	-0,9	-0,2	
Beberapa Negara ASEAN												
Indonesia	17,1	6,6	6,6	8,2	11,0	12,1	11,1	7,9	3,7	2,8	2,8	
Malaysia	3,3	3,4	2,0	2,8	7,7	8,2	4,4	3,5	-1,4	-2,0	1,1	
Singapura	1,3	1,0	2,1	6,7	7,5	6,7	4,3	1,6	-0,5	-0,4	-	
Thailand	5,8	5,3	2,2	5,3	8,9	6,0	8,0	-0,2	-4,0	-1,0	3,5	
Filipina	6,6	5,3	2,8	-	-	-	8,0	6,4	1,5	0,7	4,4	
Beberapa Negara Amerika Latin												
Argentina	12,3	10,7	8,8	8,8	9,3	8,7	7,2	6,3	5,3	6,2	7,7	
Brazil	5,7	4,1	3,6	4,7	6,1	6,3	5,9	4,7	4,8	4,3	4,3	
Mexico	3,3	3,8	4,0	4,3	5,3	5,5	6,5	6,0	5,7	4,9	3,6	

Sumber: Statistik Bank Indonesia, Desember 2009

4.1.2. Lingkungan Makro Indonesia

Pelaksanaan Pemilihan Umum legislatif yang berlangsung aman, meredakan kekhawatiran investor terhadap meningkatnya kebutuhan pembayaran luar negeri sektor swasta semakin memperkuat sentimen positif pada perekonomian Indonesia sehingga mendorong aliran modal masuk ke dalam negeri. Kondisi ini berdampak positif pada penguatan mata uang Rupiah, peningkatan Indeks Harga Saham

Gabungan (IHSG), dan perbaikan *yield* Surat Utang Negara (SUN), serta diperkuat dengan kecenderungan perekonomian dunia yang membaik. Berdasarkan hal tersebut, pertumbuhan ekonomi Indonesia selama triwulan IV-2009 adalah sebesar 5,4% (Bank Indonesia, 2009). Pertumbuhan ini cukup baik, dimana dibandingkan dengan pertumbuhan triwulan III/2009, terjadi pertumbuhan sebesar 1,2 % dan dibandingkan dengan negara-negara ASEAN lainnya, Indonesia hanya sedikit lebih rendah dari Thailand yang mencatatkan pertumbuhan sebesar 5,8% (lihat tabel 2.1). Membaiknya pertumbuhan ekonomi pada kuartal IV-2009 terutama ditopang oleh semakin membaiknya kinerja ekspor yang selanjutnya mempengaruhi pertumbuhan konsumsi rumah tangga dan perbaikan pertumbuhan investasi.

Arus modal masuk juga memperkuat cadangan devisa Indonesia pada tahun 2009 yang mencapai US\$ 66 miliar atau merupakan rekor tertinggi sepanjang sejarah. Penambahan devisa berasal dari hasil penjualan ekspor minyak bumi dan gas pemerintah. Untuk tahun 2010, cadangan devisa akan mengalami tekanan akibat utang luar negeri yang jatuh tempo mencapai Rp 64,2 triliun. Khusus di akhir triwulan pertama 2010 nilai utang valas yang jatuh tempo mencapai Rp 33,5 triliun. Adanya hutang jatuh tempo pemerintah yang cukup besar dapat mengakibatkan pelemahan nilai tukar rupiah dalam jangka pendek. Namun, pertumbuhan ekonomi yang diperkirakan diatas 4% dapat menenangkan pasar. Adapun data terakhir perkembangan besaran moneter menunjukkan cadangan devisa Indonesia pada 31 Mei 2010 mencapai US\$ 74.587,29.

Tabel 4.3. Perkembangan Besaran Moneter (dalam Miliar Rupiah)

No	Items	31/12/09	29/1/10	28/2/10	31/3/10	30/4/10	31/5/10
1	Uang Primer	402.118	384.176	380.145	374.406	385.431	391,848
	antara lain: Uang Kertas dan Uang Logam yang Diedarkan	279.029	258.118	255.418	250.612	262.752	262.752
	antara lain: Saldo Giro Bank pada BI	89.903	86.871	87.743	85.666	90.433	90.433
2	Posisi Aktiva Luar Negeri Bersih ¹⁾	585.913	616.219	616.101	620.575	674.776	651.283
3	Aktiva Domestik Bersih ²⁾	-183.794	-232.043	-235.956	-246.16	-289.344	-259.435
	antara lain: Tagihan Bersih kepada Pemerintah	200.956	171.049	146.762	144.792	81.523	81.523
	antara lain: Kredit Likuiditas ³⁾	8.231	8.178	8.169	8.103	8.053	8.053
	antara lain: Operasi Pasar Terbuka	-289.892	-315.420	-303.893	-322.962	-287.917	-287.917
4	Memorandum item: Cadangan Devisa (konsep IRFCL ⁴⁾ dalam juta USD	66.104,90	69.562,48	69,730.61	71.823,21	78.582,76	74.587,29

Keterangan :

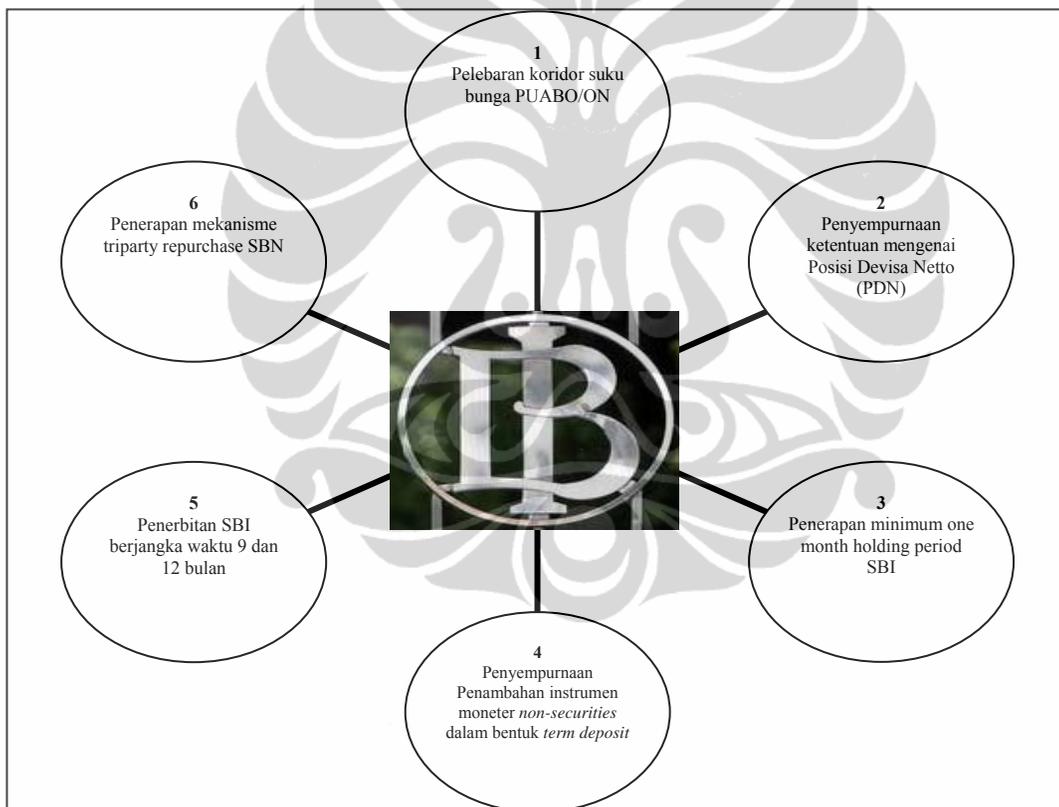
- 1) Sejak Juni 2009, angka posisi aktiva luar negeri bersih dihitung dari aset luar negeri dikurangi kewajiban luar negeri menggunakan kurs neraca Bank Indonesia
- 2) Aktiva Domestik Bersih = Uang Primer - Aktiva Luar Negeri Bersih
- 3) Termasuk kredit dalam rangka channeling
- 4) Menggunakan konsep IRFCL atas dasar harga berlaku dengan format Official Reserve Asset (ORA)

Sumber: <http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/Indikator+Moneter/>

Bank Indonesia (BI) memproyeksikan cadangan devisa akhir tahun 2010 bisa mencapai USD 81,3 miliar. Nilai tersebut setara dengan 6,4 bulan impor dan pembayaran utang luar negeri. Proyeksi tersebut lebih optimistis dari prediksi bulan April lalu, dimana hanya menargetkan cadangan devisa sebesar USD 80 miliar hingga akhir tahun. Prediksi tersebut dilihat dari transaksi berjalan dan akan berubah sesuai kondisi, yaitu hingga akhir Mei, posisi cadangan devisa Indonesia mencapai USD 74,6 miliar atau setara dengan pembayaran 5,87 bulan impor dan pembayaran utang luar negeri pemerintah. Dari sisi fundamental, diperkirakan arus dana asing akan tetap masuk mengingat Indonesia mencatatkan pertumbuhan ekonomi tertinggi setelah China dan India, serta suku bunga acuan BI *Rate* pun masih relatif menarik dibandingkan negara-negara lainnya.

Meski demikian, terdapat kemungkinan proyeksi optimis tersebut akan berubah sesuai dengan kondisi global. Misalkan pada saat ada sentimen negatif global, maka pelaku pasar akan langsung mencari tempat investasi yang aman dan memberikan imbal hasil (*yield*) tinggi. Meski ada yang membeli emas, jumlahnya tidak banyak karena biasanya, investor akan langsung memburu dolar AS.

Sementara itu, baru-baru ini Bank Indonesia (BI) mengeluarkan enam kebijakan berkaitan untuk mengatur aliran modal di pasar keuangan dalam negeri agar berdampak positif bagi stabilitas nilai tukar rupiah, pembiayaan untuk jangka menengah-panjang, dan meminimalkan fluktuasi jangka pendek. Lebih lanjut, kebijakan-kebijakan baru tersebut diarahkan untuk pengembangan pasar keuangan nasional, meningkatkan efektivitas transmisi kebijakan moneter, memperkuat stabilitas sistem keuangan, mendorong pendalaman pasar keuangan, mendukung kesinambungan stabilitas makroekonomi dan memperkuat momentum pemulihan ekonomi, serta memperkuat operasi moneter dan menyempurnakan aspek kehati-hatian perbankan.



Gambar 4.1. Enam Aturan Pengendali *Hot Money*

Sumber: Harian Seputar Indonesia, Kamis 17 Juni 2010

- a. Kebijakan pertama. Melebarkan koridor suku bunga pasar uang antarbank (PUAB) yang akan diimplementasikan mulai 17 Juni 2010. Kebijakan ini akan menyesuaikan suku bunga instrumen *standing facilities* terhadap *BI Rate*, yaitu suku bunga repo akan dinaikkan dari *BI Rate* plus 50 basis poin (bps) menjadi *BI Rate* plus 100 bps atau dari 7% menjadi 7,5%, dan suku bunga Fasilitas Bank Indonesia (FasBI) yang diturunkan dari *BI Rate* minus 50 bps menjadi *BI Rate* minus 100 bps atau dari 6% menjadi 5,5%.
- b. Kebijakan kedua. Penerapan waktu minimal penguasaan Sertifikat Bank Indonesia (SBI) selama sebulan (28 hari) yang akan berlaku mulai 7 Juli 2010. Selama periode tersebut, pemilik SBI dilarang melepas kepemilikannya baik secara outright maupun repo kepada pihak lain kecuali dalam rangka repo ke BI.
- c. Kebijakan ketiga. Penambahan instrumen berbentuk term deposit yang juga mulai berlaku 7 Juli 2010. Kebijakan ini dimaksudkan untuk menyerap likuiditas tanpa *underlying* surat berharga, tidak dapat dipindahtangankan namun bisa dicairkan sebelum jatuh tempo dengan syarat tertentu. Nantinya dalam menyerap likuiditas, BI akan melelang *term deposit* dengan prioritas tenor 1 bulan. Mekanisme lelang dan perhitungan term deposit sama dengan SBI.
- d. Kebijakan keempat. BI akan menerbitkan SBI bertenor 9 bulan (berlaku minggu kedua Agustus) dan 12 bulan (minggu kedua September).
- e. Kebijakan kelima. Penerapan mekanisme *triparty repurchase* (repo) Surat Utang Negara (SUN) yang akan diimplementasikan mulai 2011. Transaksi ini merupakan penyerapan likuiditas oleh BI melalui transaksi reverse repo dengan *underlying asset* surat berharga negara (SBN) dari pihak lain.
- f. Kebijakan keenam. Penyempurnaan ketentuan mengenai posisi devisa neto (PDN) yang berlaku mulai 1 Juli 2010. Kebijakan ini akan membatasi PDN maksimal 20% dari modal dihapuskan dan PDN keseluruhan tetap maksimal 20% dari modal. Sementara itu, ketentuan PDN dilonggarkan menjadi 30 menit. Hal itu ditujukan untuk meningkatkan kedalaman pasar keuangan dalam negeri, memelihara nilai tukar dengan memperhatikan aspek prudential bank.

Berdasarkan kebijakan di atas, tersirat harapan BI agar investor asing mau memindahkan instrumen investasinya dari SBI bertenor pendek ke surat perbendaharaan negara (SPN) atau SBI bertenor lebih panjang. Hal itu terbukti dari

penerbitan SBI bertenor sembilan bulan dan 12 bulan. Langkah BI tersebut secara tak langsung menunjukkan pembatasan aliran modal ke SBI bertenor pendek mulai dilakukan. Meski demikian, kebijakan ini bukanlah awal dari upaya kontrol devisa karena para pelaku pasar yang tahu mengenai perekonomian Indonesia sadar betul bahwa pemerintah cukup bergantung pada dana asing untuk menutupi defisit anggaran. Sehingga, tidaklah mungkin aliran modal masuk atau keluar dari pasar obligasi maupun pasar saham akan dibatasi secara substansial (Seputar Indonesia, 2010).

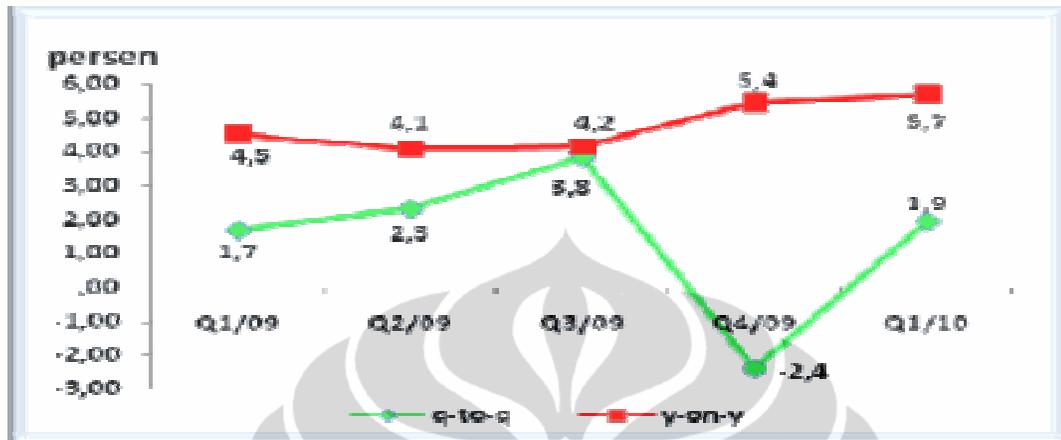
4.1.2.1. Produk Domestik Bruto (PDB)

PDB adalah nilai seluruh barang akhir dan jasa yang dihasilkan oleh siapapun di dalam satu wilayah teritorial suatu negara selama periode waktu satu tahun. Dalam perhitungannya, PDB nilai barang dan jasa menyesuaikan dengan laju inflasi dimana perubahan PDB dari satu tahun ke tahun berikutnya inilah yang biasa dijadikan ukuran pertumbuhan ekonomi sehingga melalui PDB dapat dilihat pertumbuhan ekonomi yang sedang berlangsung.

Tahun lalu Indonesia melaju mulus di tengah bayang-bayang resesi perekonomian dunia. Sepanjang 2009, perekonomian nasional diproyeksi tumbuh 4,3% – 4,4 % namun secara keseluruhan, pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2009 oleh Badan Pusat Statistik (BPS) tercatat tumbuh 4,5% pada 2009. Pemicu utamanya adalah ekonomi dunia yang mulai membaik pada triwulan ketiga 2009 yang menyebabkan ekspor Indonesia ikut membaik. Meskipun pada tahun lalu ekspor masih -9,7%. Belanja rumah tangga yang tumbuh 4,9% memberikan kontribusi paling tinggi dalam menciptakan pertumbuhan ekonomi. Diikuti belanja pemerintah yang naik 15,7%. Sementara sektor pengangkutan dan transportasi menjadi sektor yang laju pertumbuhannya paling tinggi, yaitu sebesar 15,5%. Menurut BPS, ekonomi yang masih bergantung pada konsumsi masyarakat juga membuat Indonesia bisa sedikit terhindar dari krisis finansial dunia.

Lalu, bagaimana dengan 2010? Performa positif ekonomi 2009 digunakan sebagai pijakan untuk mendorong ekonomi lebih maju di 2010. Pemerintah tetap mempertahankan asumsi target pertumbuhan ekonomi 2010 pada angka 5,6%, namun Bank Indonesia (BI) menargetkan pertumbuhan ekonomi Indonesia pada

tahun 2010 Indonesia lebih baik dari perkiraan sebelumnya, mencapai antara 5,5% - 6% dan kemungkinan besar mendekati 6%. Sedangkan World Bank dan ADB, masing-masing memproyeksikan pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2010 sebesar 5,6% dan 5,5%. Dibandingkan dengan triwulan sebelumnya (triwulan IV-2009), perekonomian Indonesia pada triwulan I-2010 tumbuh sebesar 1,9 persen atau lebih tinggi jika dibandingkan dengan pertumbuhan triwulan I-2009 yang mencapai 1,7 persen (q-to-q).



Grafik 4.1. Laju Pertumbuhan PDB Triwulan I-2009 s.d Triwulan I-2010 (%)

Sumber: Badan Pusat Statistik (BPS)

Kontribusi pertumbuhan tersebut diperkirakan terutama dari konsumsi, investasi yang akan meningkat signifikan, dan peningkatan ekspor sebesar 3,7% yang dimulai pada triwulan IV sejak akhir 2009 lalu. Selain itu, peningkatan pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2010 lainnya adalah adanya perubahan target pertumbuhan ekonomi dunia juga berdampak positif bagi pertumbuhan ekonomi Indonesia, dimana beberapa lembaga internasional memperbaiki target pertumbuhan ekonomi dunia yang tadinya antara 2,8% -3,1% menjadi 3,5% - 3,9%. Perbaikan perekonomian dan daya beli masyarakat tampak dari pertumbuhan penjualan mobil +61% YoY, sepeda motor +30% YoY dan semen +10% YoY hingga akhir Februari 2010. Sedangkan pertumbuhan kredit perbankan hingga Maret 2010 mencapai 11% YoY.

Sentimen positif tersebut membuat pertumbuhan ekonomi 2010 yang dipatok 5,6%, kemudian dinaikkan menjadi 6% – 6,3% pada 2011. Sementara itu untuk pertumbuhan ekonomi 2012, pertumbuhan ekonomi diperkirakan bisa mencapai 6,4% – 6,5%, yang dilanjutkan dengan kenaikan target pertumbuhan ekonomi pada 2013 yang mencapai 6,7–7,7%. Bahkan Menko Perekonomian Hatta Rajasa mengatakan (Nova & Mmoerti, 2010, p. 1), pemerintah menargetkan pertumbuhan ekonomi tahun 2014 sebesar 7% dengan didorong pertumbuhan sektor energi sebesar 1,25–1,5%. Target pertumbuhan sektor energi terutama didorong dengan kebijakan pemerintah yang fokus pada pengelolaan gas nasional.

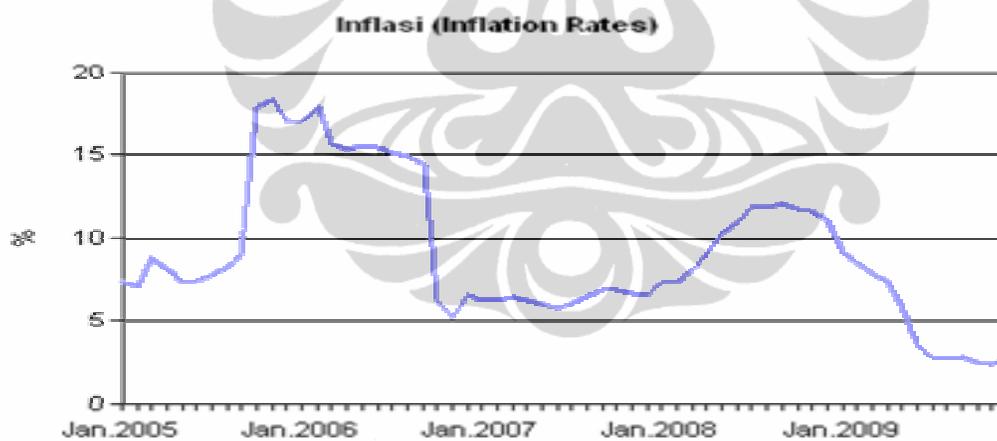
Oleh karena itu, terdapat banyak hal yang harus dilakukan pemerintah terkait kebijakan energi nasional agar mencapai target pertumbuhan 7%. Di antaranya merangsang produksi minyak dan gas dengan menemukan ladang-ladang gas baru, serta memastikan kepada pengusaha bahwa cadangan gas Indonesia cukup untuk konsumsi dalam negeri. Dengan kata lain, ketersediaan energi, gas, dan minyak harus diperhatikan. Selain itu, faktor pendorongnya, seperti konsumsi masyarakat, inflasi, dan konsumsi pemerintah juga harus berkualitas. Jangan sampai pertumbuhan ekonomi dirusak oleh impor gas yang besar.

Apabila kesemua hal di atas ditunjang dengan pembangunan infrastruktur yang terus digalakkan oleh pemerintah, maka target itu bisa dicapai. Sehingga pemerintah harus benar-benar fokus pada konsumsi masyarakat, karena kekhawatiran internasional terhadap dampak krisis belum hilang. Perlu bagi pemerintah untuk bisa menciptakan iklim usaha yang kondusif dan menjaga konsumsi masyarakat, besar kemungkinan bisa tercapai. Karena tingkat pertumbuhan PDB yang tinggi, mengindikasikan pertumbuhan ekonomi yang mana keadaan tersebut akan memberikan kesempatan bagi perusahaan untuk meningkatkan penjualannya. Hal tersebut dikarenakan dengan meningkatnya PDB, akan berpengaruh positif terhadap pendapatan konsumen yang dapat mengakibatkan meningkatnya permintaan terhadap produk perusahaan sehingga diharapkan profitabilitas perusahaan pun akan ikut meningkat.

4.1.2.2. Tingkat Inflasi

Inflasi merupakan suatu indikator ekonomi yang menunjukkan proses kenaikan harga-harga yang berlaku umum dalam suatu perekonomian. Krisis ekonomi yang melanda Indonesia juga membawa dampak terhadap melonjaknya tingkat inflasi. Pemerintah menaruh harapan yang besar terhadap laju inflasi karena dapat mempengaruhi tingkat daya beli masyarakat serta pertumbuhan ekonomi. Inflasi yang terlalu tinggi akan mempengaruhi daya beli konsumen yang berakhir pada penurunan konsumsi masyarakat yang juga akan berdampak pada sektor riil dan riil interest rate yang sering kali dijadikan patokan dalam keputusan investasi yang dapat mempengaruhi motivasi atau minat investasi yang akan jadi menurun. Jadi, apabila konsumsi dan investasi dalam suatu perekonomian menurun maka akan berdampak pada PDB.

Perkembangan inflasi di Indonesia dipengaruhi oleh faktor fundamental yang lebih terkait dengan kondisi ekonomi makro dan faktor non fundamental yang berupa gangguan (*shock*). Faktor fundamental yang utama adalah perkembangan permintaan dan penawaran agregat, perkembangan faktor eksternal yang memiliki pengaruh langsung terhadap inflasi (*pass through effect*) dan perkembangan inflasi yang diekspektasi oleh masyarakat. Sedangkan faktor *shocks* terutama bersumber dari penerapan kebijakan pemerintah di bidang harga dan pendapatan, faktor alam, serta masalah lainnya yang terkait dengan distribusi.



Grafik 4.2. Time Series Laporan Inflasi (Indeks Harga Konsumen)
Berdasarkan perhitungan inflasi tahunan
periode 1 Januari 2005 – 31 Desember 2009

Sumber: http://www.bi.go.id/biweb/TimeSeries/tsInflasi_ID.aspx?sdate=2005/1&edate=2009/12

Selama 2009, BI menetapkan kebijakan moneter yang longgar sejalan dengan tekanan inflasi yang menurun. Tingkat inflasi pada tahun 2009 memang tergolong landai. Pada bulan Desember 2009, Indonesia mengalami inflasi sebesar 0,33%. Inflasi ini terjadi terutama karena adanya kenaikan harga di kelompok makanan jadi, minuman, rokok dan tembakau. Dengan adanya inflasi di bulan Desember tersebut, maka laju inflasi sepanjang 2009 adalah 2,78%.

Inflasi sebesar 2,78% tercatat sebagai inflasi terendah sepanjang sejarah Indonesia. Apalagi selama ini, inflasi Indonesia cenderung di atas 5%. Sehingga tidak mengherankan bila di indikator makro APBN 2009, pemerintah memperkirakan inflasi sepanjang tahun itu sebesar 5% dan BI memperkirakan inflasi sebesar 5% ($\pm 1\%$). Oleh karena itu, tingkat inflasi 2009 ini tidak hanya jauh di bawah target tetapi juga merupakan pencapaian terbaik dalam 10 tahun terakhir.

Laju inflasi yang rendah sepanjang 2009 disebabkan oleh tidak adanya kebijakan kenaikan harga, melainkan deflasi -3,26% pada barang-barang yang harganya ditetapkan oleh pemerintah; seperti bahan bakar minyak dan listrik. Hal ini berbeda dengan harga barang komoditas yang berada di luar kendali pemerintah yang bergejolak sehingga menimbulkan inflasi. Dalam perkembangannya, berbagai indikator yang ada menunjukkan indikasi bahwa tekanan inflasi akan kembali meningkat dan kembali ke kondisi normalnya di 2010.

Tabel 4.4. Laporan Inflasi (Indeks Harga Konsumen) Berdasarkan Perhitungan Inflasi Tahunan

Bulan Tahun	Tingkat Inflasi
Mei 2010	4,16%
April 2010	3,91%
Maret 2010	3,43%
Februari 2010	3,81%
Januari 2010	3,72%

Sumber: http://www.bi.go.id/biweb/TimeSeries/tsInflasi_ID.aspx?sdate=2005/1&edate=2009/12

Terbukti, pada tahun 2010, inflasi mengalami kenaikan semenjak bulan Januari. BPS mengumumkan Januari 2010 inflasi sebesar 0,84%, sementara inflasi YoY adalah 3,72%. Kenaikan ini disebabkan oleh harga komoditas yang cukup

tinggi karena hampir semua sektor mengalami kenaikan harga. Hingga Mei 2010, inflasi Indonesia tercatat sebesar 4,16% YoY. Angka ini masih dalam kisaran target inflasi 2010 BI, yaitu sebesar 4% - 6% atau 5% ($\pm 1\%$). Dengan demikian, diperlukan moneter yang bersifat antisipatif namun masih dipandang cukup akomodatif untuk mendukung proses pemulihan domestik. Kebijakan ini terlihat dari BI *Rate* yang cenderung tetap di level 6,5% sejak September 2009.

Tabel 4.5. Perbandingan Target Inflasi dan Aktual Inflasi

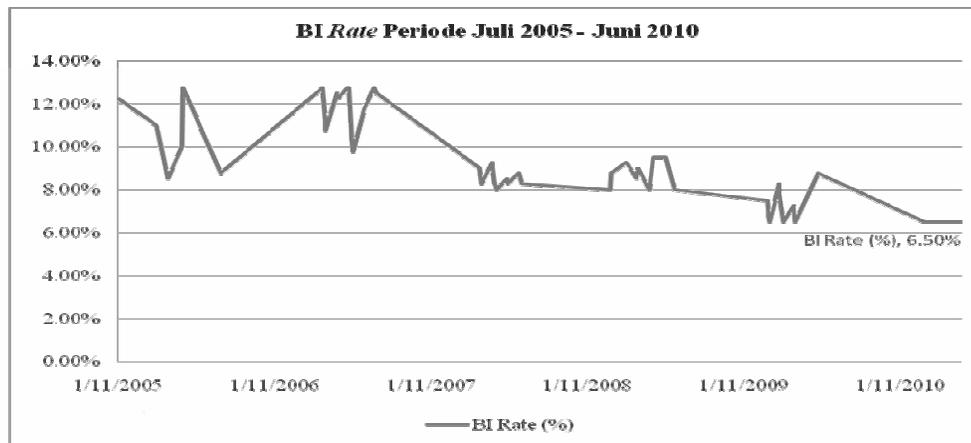
Tahun	Target Inflasi	Inflasi Aktual (%YoY)
2005	6% $\pm 1\%$	17,11
2006	8% $\pm 1\%$	6,60
2007	6% $\pm 1\%$	6,59
2008	5% $\pm 1\%$	11,06
2009	4,5% $\pm 1\%$	2,78
2010 [*])	5% $\pm 1\%$	-

^{*}) berdasarkan usulan sasaran inflasi 2010-2012 dari Bank Indonesia (revisi KMK No. 1/KMK.0.11/2009)

Sumber: <http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/Inflasi/Bank+Indonesia+dan+Inflasi/penetapan.htm>

4.1.2.3. Tingkat Suku Bunga

Bank Indonesia (BI) telah menurunkan suku bunga acuannya dua bulan berturut-turut, yaitu pada Desember 2008– BI menurunkan BI *rate* dari level 9,50% menjadi 9,25% – dan pada Januari 2009 – BI kembali menurunkan bunga hingga 50 basis poin menjadi 8,75%. Penurunan BI *rate* ini ternyata masih terus berlangsung hingga Agustus 2009 dimana BI Rate berada di level 6,5% dan hingga kini tetap berada di level itu. Rapat Dewan Gubernur memutuskan untuk mempertahankan BI Rate di level 6.5% karena level ini dianggap masih rasional terutama untuk menghadapi tingkat inflasi di tahun 2010 yang masih dalam kisaran yang ditargetkan BI. Selain itu, resiko inflasi yang belum akan muncul di semester I-2010 menyebabkan tingkat BI Rate saat ini dianggap masih kondusif dalam menjaga stabilitas keuangan dan mendorong intermediasi perbankan. Sejalan dengan rendahnya tingkat inflasi dan stabilnya nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat, suku bunga SBI-3 bulan diupayakan Bank Indonesia terus menurun. Berikut perkembangan BI *Rate* sejak Juli 2005 sampai Juni 2010:



Grafik 4.3. BI Rate
(Berdasarkan hasil dari Rapat Dewan Gubernur)

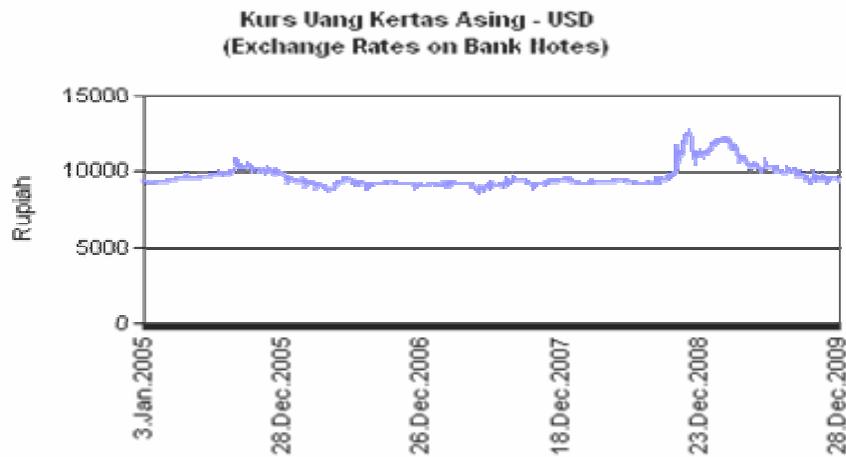
Sumber: Diolah penulis

Namun pada semester II-2010, diperkirakan inflasi mengalami peningkatan seiring rencana kenaikan Tarif Dasar Listrik (TDL) sebesar rata-rata 10% pada Juli nanti dan faktor musiman. Potensi laju inflasi yang bakal terjadi pada semester II-2010, kemungkinan dapat menembus kisaran target yang ditetapkan BI. Sehingga ada kemungkinan BI Rate akan naik 0,25% menjadi 6,75% pada akhir 2010.

4.1.2.4. Nilai Tukar Rupiah

Secara keseluruhan, selama 2009, nilai tukar Rupiah juga mengalami kecenderungan menguat sejalan dengan mulai pulihnya kondisi perekonomian dunia dan membaiknya *risk appetite* global. Pergerakan nilai tukar Rupiah juga ditopang oleh keseimbangan permintaan dan penawaran valas di pasar domestik dan fundamental perekonomian domestik yang cukup solid. Sementara itu, fundamental perekonomian domestik yang cukup kokoh juga turut menopang kestabilan nilai tukar Rupiah. Sehingga, pada akhir tahun bertengger di posisi Rp 9.403/USD atau mencapai rata-rata Rp 10.408/USD sepanjang 2009. Penguatan Rupiah tersebut didukung tingginya cadangan devisa yang mencapai USD 65,84 miliar per November 2009, perkiraan perekonomian domestik yang cukup prospektif, imbal hasil Rupiah yang tinggi, dan pembayaran hutang luar negeri, Itu semua merupakan

sinyal Pemerintah kepada investor mengenai ketahanan perekonomian domestik terhadap tekanan-tekanan dari sektor eksternal.



Grafik 4.4. Kurs Transaksi Bank Indonesia Mata Uang USD (Periode 1 Januari 2005 – 31 Desember 2009)

Sumber:

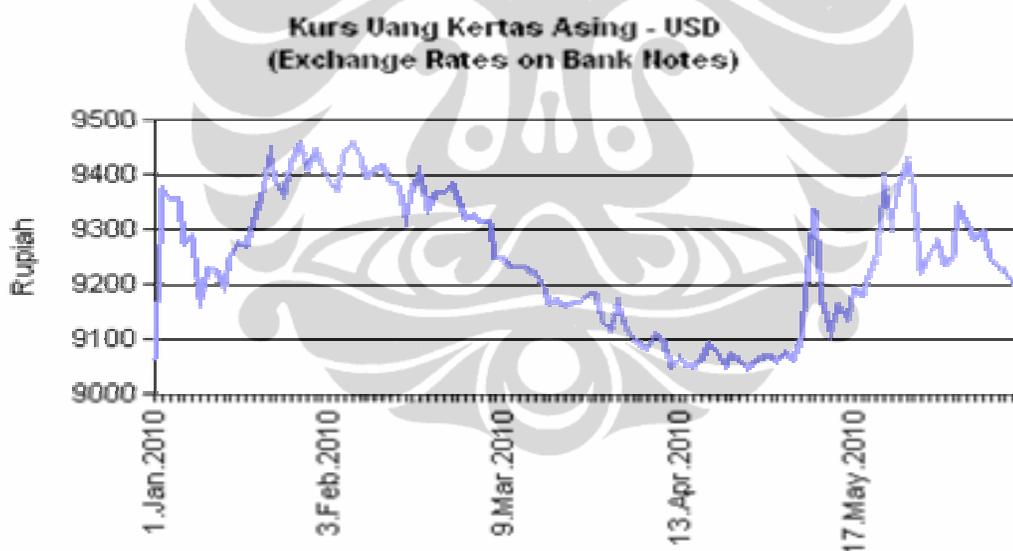
http://www.bi.go.id/biweb/TimeSeries/tsKursValuta_ID.aspx?series=select&kategori=lokal&id=USD&startdate=1%2f1%2f2005&enddate=12%2f31%2f2009

Secara rata-rata, Rupiah melemah 0,05% dari Rp. 9.447/USD pada bulan November 2009 menjadi Rp. 9.425/USD pada bulan Desember 2009. Melemahnya nilai tukar Rupiah dipicu oleh krisis hutang Dubai World, penurunan *credit rating* Yunani, dan kondisi fiskal beberapa negara Eropa yang memburuk. Namun kondisi tersebut tidak berlangsung lama seiring dengan semakin membaiknya proses pemulihan ekonomi diberbagai kawasan terutama di Asia.

Untuk tahun 2010, sejalan dengan aliran dana masuk rupiah mengalami penguatan sebesar 3,6% QoQ pada Q1 2010 sehingga nilai tukar Rupiah ditutup pada Rp 9.085/USD. Bahkan pada awal April sempat menyentuh level di bawah Rp 9000/USD. Aliran dana masuk tersebut antara lain tampak dari data kepemilikan SUN oleh investor asing hingga 13 April 2010 mencapai Rp 138,67 triliun (+28% dari akhir tahun 2009). Kepemilikan investor asing di SBI per 9 April 2010 mencapai Rp 71,8 triliun (22,7% dari total SBI), dan *net buy* investor asing di BEI pada Januari-Maret 2010 sebesar Rp3,34 triliun. Situasi terakhir terkait nilai tukar rupiah, pernyataan terbaru dari BI di bulan Juni (Purwanto, 2010, p. 1), bahwa sejauh ini

masih berada di posisi aman. Hal itu terlihat dari posisi pemilikan asing atas sertifikat Bank Indonesia (SBI) yang sudah relatif berkurang, dimana hingga 11 Juni 2010, posisi asing dalam SBI tersisa Rp 33 triliun atau sekitar 12,2% dari total SBI pada periode yang sama mencapai Rp 270 triliun. Jumlah tersebut turun dari bulan sebelumnya yang mencapai Rp 78 triliun atau sekitar 28,8% dari total SBI dengan jumlah yang sama, dan bahkan untuk SBI bertenor satu bulan, pemilikan asing hanya 10% dari total SBI yang ada.

Dengan kondisi demikian, kebijakan untuk mengubah waktu lelang SBI dari mingguan ke bulanan relatif sesuai target. Karena para investor dianggap sudah mau menerima perubahan waktu lelang dari mingguan ke bulanan. Namun perubahan waktu lelang untuk SBI saja belum cukup mengurangi volatilitas rupiah, sebaiknya pemerintah berani melakukan kontrol devisa. Pemerintah sebaiknya mengubah rezim devisa bebas yang selama ini dianut. Dengan rezim devisa bebas, pemerintah tetap tidak akan bisa mengontrol masuk dan keluarnya dana asing ke Indonesia. Konsekuensinya, cadangan devisa akan turun untuk menstabilkan nilai tukar rupiah, jika terjadi pelarian modal jangka pendek. Karena selama ini pemerintah juga tidak berani membatasi dana asing untuk bertahan beberapa waktu di Indonesia. Padahal, dampaknya akan bagus untuk nilai tukar dan kondisi pasar modal.



Catatan: Tanggal 17 Juni 2010, Kurs Jual Rp 9.213/USD dan Kurs Beli Rp 9.121/USD.

Grafik 4.5. Kurs Transaksi Bank Indonesia Mata Uang USD (Periode 1 Januari 2010 – 17 Juni 2010)

Sumber:

http://www.bi.go.id/biweb/TimeSeries/tsKursValuta_ID.aspx?series=select&kategori=lokal&id=USD&startdate=1%2f1%2f2010&enddate=6%2f17%2f2010

4.1.3. Proyeksi Ekonomi Indonesia Tahun 2010 – 2013

Ekonomi dunia yang terkontraksi sangat dalam pada semester 1-2009 diperkirakan mengalami pemulihan yang lebih cepat. Pertumbuhan ekonomi dunia pada tahun 2010 diperkirakan sudah positif mencapai 3,3%. Dukungan stimulus fiskal, suku bunga yang rendah, disertai langkah kebijakan pemerintah dalam mendukung permintaan domestik, serta keberhasilan dalam meredakan resiko sistemik mampu meningkatkan keyakinan terhadap prospek ekonomi ke depan. Ekonomi negara-negara maju seperti Amerika Serikat, Eropa, dan Jepang semakin membaik. Kelompok negara berkembang akan tumbuh semakin solid. Negara-negara *emerging markets* di Asia secara umum akan kembali pada tren pertumbuhan ekonominya seiring kondisi eksternal yang pulih dan permintaan domestik yang membaik. Dampak stimulus fiskal Pemerintah akan mengakibatkan permintaan domestik meningkat sehingga berdampak pada pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan.

Perekonomian Indonesia sendiri diperkirakan berada pada fase ekspansi setelah melewati titik terendahnya pada triwulan II-2009. Pertumbuhan ekonomi tersebut didukung oleh membaiknya ekspor dan stabilnya konsumsi rumah tangga. Faktor utama yang mempengaruhi perbaikan ekspor adalah akselerasi pemulihan ekonomi dan volume perdagangan dunia. Stabilnya konsumsi rumah tangga didorong oleh *income effect* perbaikan ekspor, rendahnya inflasi, dan terjaganya tingkat keyakinan konsumen rumah tangga terhadap kinerja perekonomian domestik.

Bank Indonesia (BI) memperkirakan perekonomian Indonesia pada tahun 2013-2014 dapat tumbuh masing-masing pada kisaran 5,7% - 6,7% dan 6,0% - 7,0%. Sementara laju inflasi pada tahun 2013 dan 2014 diperkirakan berada dalam kisaran 4,4% - 5,4% dan 4,0% - 5,0%. Sedangkan *The Economist Intelligence Unit* (EIU) memperkirakan selama 2010-2013 pertumbuhan ekonomi Indonesia yang dilihat dari pertumbuhan PDB riil akan berada pada kisaran 3,2% - 4,6%. Berikut adalah proyeksi perekonomian Indonesia menurut EIU:

Tabel 4.6. Proyeksi Indikator Ekonomi Indonesia Tahun 2010-2013

Indikator	2010	2011	2012	2013
Pertumbuhan PDB riil (%)	3,2	4,4	4,7	4,6
Inflasi (rata-rata; %)	3,7	5,1	5,5	5,4
Neraca pembelanjaan (% dari PDB)	-2,9	-2,1	-2,0	-2,3
Saldo neraca berjalan (% dari PDB)	1,4	1,5	1,5	1,2
Tingkat deposit (rata-rata; %)	7,0	7,4	7,6	7,9
Nilai tukar Rp:USD (rata-rata)	10.607	10.648	10.678	10.703
Nilai tukar Rp:Yen (rata-rata)	11.195	11.480	11.641	11.667

Sumber: *The Economist Intelligence Unit* (EIU)

Dengan adanya optimisme keberhasilan implementasi kebijakan penanganan krisis di berbagai negara terutama di negara maju seperti Amerika dan negara-negara di kawasan Eropa, perekonomian dunia di perkirakan akan mulai mengalami *rebound* pada tahun 2010. Di Indonesia sendiri, keberhasilan implementasi stimulus fiskal yang berspektrum jangka pendek terkait dengan penanganan dampak krisis menjadi pijakan yang sangat penting dalam menentukan keberhasilan program perbaikan ekonomi dalam jangka menengah. Permintaan domestik diperkirakan akan kembali mengalami penguatan, diproyeksikan pada tahun 2014 konsumsi masyarakat akan berada pada kisaran 5,1% - 6,1%. Sementara itu, kinerja ekspor diperkirakan akan mengalami penguatan di tahun 2010, dan sejalan dengan implementasi perbaikan structural yang dijalankan pemerintah, diperkirakan pada tahun 2014 pertumbuhan ekspor akan mencapai 10,5%-11,5%.

Dari sisi kebijakan moneter, BI akan lebih fokus pada pencegahan terdepresiasinya nilai tukar rupiah dan menjaga tingkat suku bunga pada level aman untuk pertumbuhan ekonomi. Meskipun akses terhadap keuangan hanya terbatas pada tahun 2010, pengurangan rasio hutang publik memberikan pemerintah kebebasan fiskal, sementara itu penurunan harga minyak dunia berdampak pada berkurangnya subsidi untuk bahan bakar. Tingkat inflasi diperkirakan berada pada kisaran 3,7% - 5,5% selama tahun 2010-2013. Tingkat harga akan meningkat moderat di tahun 2010-2013, sebagai akibat dari stabilnya harga komoditas dunia.

Neraca berjalan Indonesia diproyeksikan akan mengalami surplus selama tahun 2010-2013 dan rasio hutang luar negeri terhadap PDB akan turun.

4.2. Analisis Industri

Sebagai sebuah perusahaan pertambangan, PT. BUMI Resources, Tbk. (BUMI) mendapatkan pendapatan terbesarnya dari penambangan batubara. Karena itu, ketika melakukan analisis industri, maka lebih diarahkan kepada industri pertambangan batubara. Saat ini, industri batubara menguat kembali seiring pemulihan kondisi perekonomian dunia. Prospek industri positif didukung oleh persediaan batubara di dunia yang masih melimpah hingga memungkinkan untuk dapat diproduksi sedikitnya 122 tahun lagi, serta harga batubara masih bagus pada jangka menengah dan panjang mengingat masih tingginya permintaan (*demand*) dibanding permintaannya (*supply*).

4.2.1. Pengertian Batubara

Batubara adalah bahan bakar fosil berupa batuan yang mudah terbakar yang lebih dari 50% -70% berat volumenya merupakan bahan organik yang merupakan material karbonan termasuk *inherent moisture*. Batubara terbentuk dari tumbuhan yang telah terkonsolidasi antara strata batuan lainnya dan diubah oleh kombinasi pengaruh tekanan dan panas selama jutaan tahun sehingga membentuk lapisan batubara melalui berbagai tingkat pembusukan (dekomposisi). Penimbunan lanau dan sedimen lainnya, bersama dengan pergeseran kerak bumi (dikenal dengan pergeseran tektonik) mengubur rawa dan gambut yang seringkali sampai ke kedalaman yang sangat dalam. Dengan penimbunan tersebut, material tumbuhan tersebut terkena suhu dan tekanan yang tinggi. Suhu dan tekanan yang tinggi tersebut menyebabkan tumbuhan tersebut mengalami proses perubahan fisika dan kimiawi dan mengubah tumbuhan tersebut menjadi gambut dan kemudian batubara.

Pembentukan batubara dimulai sejak Carboniferuos Period (Periode Pembentukan Karbon atau Batubara) – dikenal dengan zaman batubara pertama – yang berlangsung antara 360 juta sampai 290 juta tahun lalu. Mutu dari setiap endapan batubara ditentukan oleh suhu dan tekanan serta lama waktu pembentukkan, yang disebut sebagai ‘maturitas organik’.

<i>peatification</i>		<i>coalification</i>	
Endapan	organik	Gambut	Batubara
	Biokimia		geokimia

Gambar 4.2. Proses Pembentukan Batubara

Sumber:

<http://www.batubara-indonesia.com/fokusutama.php?aid=08510c01f74c9079b5b338b2e3d48773>

Proses pembentukan batubara terdiri dari dua tahap yaitu tahap biokimia (penggambutan) dan tahap geokimia (pembatubaraan). Tahap penggambutan (*peatification*) adalah tahap dimana sisa-sisa tumbuhan yang terakumulasi tersimpan dalam kondisi reduksi di daerah rawa dengan sistem pengeringan yang buruk dan selalu tergenang air pada kedalaman 0,5 - 10 meter. Material tumbuhan yang busuk ini melepaskan H, N, O, dan C dalam bentuk senyawa CO₂, H₂O, dan NH₃ untuk menjadi humus. Selanjutnya oleh bakteri anaerobik dan fungi diubah menjadi gambut (Tirasonjaya, 2010).

Proses awalnya gambut berubah menjadi lignite (batubara muda) atau '*brown coal* (batubara coklat)' – ini adalah batubara dengan jenis maturitas organik rendah. Dibandingkan dengan batubara jenis lainnya, batubara muda agak lembut dan warnanya bervariasi dari hitam pekat sampai kecoklat-coklatan. Mendapat pengaruh suhu dan tekanan yang terus menerus selama jutaan tahun, batubara muda mengalami perubahan yang secara bertahap menambah maturitas organiknya dan mengubah batubara muda menjadi batubara 'sub-bitumen'.

Tahap pematubaraan (*coalification*) merupakan gabungan proses biologi, kimia, dan fisika yang terjadi karena pengaruh pembebanan dari sedimen yang menutupinya, temperatur, tekanan, dan waktu terhadap komponen organik dari gambut. Pada tahap ini prosentase karbon akan meningkat, sedangkan prosentase hidrogen dan oksigen akan berkurang. Proses ini akan menghasilkan batubara dalam berbagai tingkat kematangan material organiknya mulai dari lignit, sub-bituminus, bituminus, semi antrasit, antrasit, hingga meta antrasit (Tirasonjaya, 2010).

Perubahan kimiawi dan fisika terus berlangsung hingga batubara menjadi lebih keras dan warnanya lebih hitam dan membentuk ‘bitumen’ atau ‘antrasit’. Dalam kondisi yang tepat, peningkatan maturitas organik yang semakin tinggi terus berlangsung hingga membentuk antrasit. Tingkat perubahan yang dialami batubara, dari gambut sampai menjadi antrasit – disebut sebagai pengarang – memiliki hubungan yang penting dan hubungan tersebut disebut sebagai ‘tingkat mutu batubara’.

4.2.2. Tipe Batubara

Sebagaimana proses geologi memberikan tekanan kepada tanah untuk membentuk batubara sepanjang waktu, batubara ditransformasikan menjadi:

- a. *Lignite* (lignit) – disebut juga batubara coklat, merupakan tingkatan batubara terendah dan digunakan secara eksklusif sebagai bahan bakar untuk pembangkit listrik tenaga uap (*steam*). *Jet* merupakan bentuk ringkas dari lignit yang terkadang digosok dan telah digunakan sebagai batu hiasan sejak zaman batu.
- b. *Sub-bituminous coal* (sub-bituminus) – batubara dengan bahan berkisar antara lignit dan batubara bituminus, dan dipergunakan terutama sebagai bahan bakar pembangkit tenaga listrik – uap (*steam*).
- c. *Bituminous coal* (bituminus) – batubara padat biasanya berwarna hitam, kadang-kadang coklat tua, sering dengan bahan yang terang dan tumpul, digunakan terutama sebagai bahan bakar pembangkit tenaga listrik uap (*steam*), dengan kuantitas yang banyak juga digunakan untuk aplikasi panas dan tenaga dalam perusahaan manufaktur dan membuat batu arang.
- d. *Anthracite* (antrasit) – tingkat tertinggi; sebuah batubara keras, mengkilap dan hitam, dipergunakan terutama untuk perumahan dan pemanas ruangan secara komersial.

4.2.3. Analisis Siklus Siklus Bisnis (*Business Life Cycle Analysis*) dan Hidup Industri (*Industry Life Cycle Analysis*)

Secara umum, industri batubara merupakan industri yang termasuk dalam kategori *cyclical industry* dimana industri ini peka atau sensitif terhadap kondisi

ekonomi. Sehingga dapat diartikan bahwa kinerja industri ini akan cenderung mengikuti kinerja pasar secara keseluruhan, yaitu kinerja industri akan baik ketika ekonomi mengalami ekspansi dan akan sangat terpukul ketika ekonomi sedang mengalami krisis. Termasuk pada saat persepsi mengenai kondisi ekonomi baik (optimis), harga dari sebagian besar saham akan meningkat sejalan dengan peningkatan perkiraan tingkat laba. Oleh karena itu perusahaan dalam industri ini cenderung memiliki beta yang tinggi. Dalam hal pengkategorian industri batubara ke dalam *cyclical industry*, salah satunya, dapat dilihat dari volume penjualan batubara di Indonesia selama beberapa tahun terakhir ini menggambarkan suatu pola yang dipengaruhi oleh kondisi ekonomi, sosial, dan politik yang terjadi.

**Tabel 4.7. Penjualan Domestik Batubara per Perusahaan per Tahun
Data Penjualan Domestik Terakhir: Des 2009**

Tahun	Penjualan Domestik (Ton)
2005	42.477.277,07
2006	39.267.789,80
2007	46.190.247,21
2008	49.026.072,21
2009	49.555.567,96

Sumber: Diolah penulis dari ESDM

Dari tabel 4.8 terlihat bahwa volume penjualan batubara di Indonesia sempat mengalami penurunan di tahun 2006 sebesar -7,56 % dari tahun 2005 yaitu dari 42.477.277,07 ton menjadi 39.267.789,80 ton. Penurunan ini terjadi seiring menurunnya tingkat pertumbuhan ekonomi Indonesia dari tahun sebelumnya, yaitu dari 5,5% menjadi 5,4%, meski inflasi Indonesia menurun drastis dari 17,1% menjadi 6,6%. Namun kemudian melonjak 17,63% pada tahun berikutnya, 2007, menjadi 46.190.247,21 ton. Peningkatan jumlah penjualan domestik batubara di Indonesia terus terjadi hingga akhir tahun 2009, yaitu 49.026.072,21 ton pada tahun 2008 dan 49.555.567,96 ton pada 2009 mengikuti pemulihan ekonomi dunia serta Indonesia.

Seiring dengan perbaikan kondisi ekonomi makro dunia dan Indonesia, maka saat ini dapat dikatakan industri batubara sedang mengalami periode pertumbuhan atau tahap *growth industry environment*. Terbukti dengan meningkatnya permintaan dengan cepat, mengingat kebutuhan dunia akan batubara juga meningkat sedangkan kapasitas produksi tiap negara tidak sejalan dengan tingkat konsumsinya.

4.2.3.1. Industri Batubara Dunia

Dari semua sumber energi utama dunia, batubara adalah salah satu sumber energi yang memiliki perkembangan sangat pesat secara global. Batubara masih berlimpah-limpah dan terdistribusi di seluruh dunia. Total cadangan terbukti batubara di seluruh dunia pada akhir tahun 2008, adalah diperkirakan sebesar 826.001 juta ton.

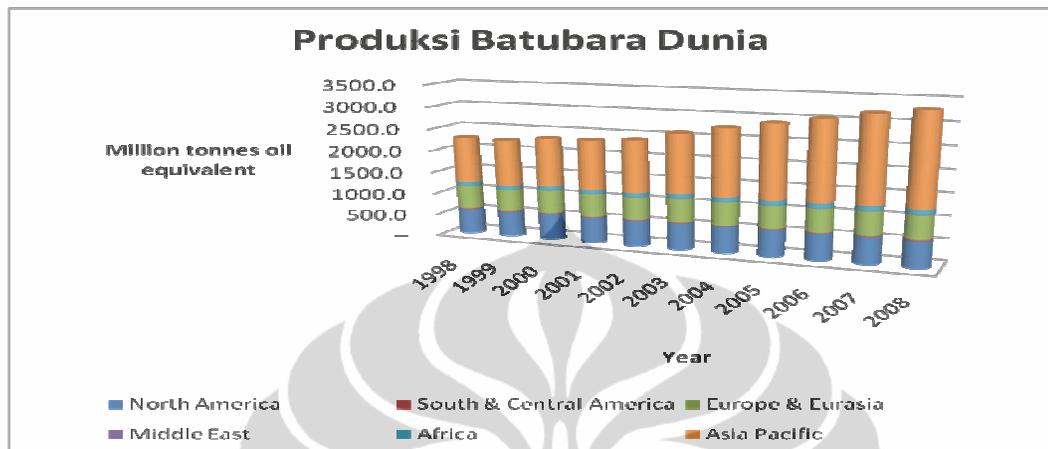
Tabel 4.8. Cadangan Batubara Dunia Terbukti Pada Akhir Tahun 2008

Million tonnes	Anthracite and bituminous	Sub-bituminous and lignite	Total	Share of total	R/P ratio
Total North America	113.281	132.816	246.097	29,8%	216
Total S. & Cent. America	6.964	8.042	15.006	1,8%	172
Total Europe & Eurasia	102.042	170.204	272.246	33,0%	218
Total Middle East & Africa	33.225	174	33.399	4,0%	131
Total Asia Pacific	155.809	103.444	259.253	31,4%	64
Total World	411.321	414.680	826.001	100,0%	122
Percentage (%)	49,7	50,3			

Sumber: BP Statistical Review of World Energy, 2009

Produksi batubara saat ini berjumlah lebih dari 6.781,2 juta ton – mengalami kenaikan sebesar 5,3% dari tahun sebelumnya. Pertumbuhan produksi batubara yang tercepat terjadi di Asia, yaitu sebanyak 8%, sementara produksi batubara di Eropa menunjukkan penurunan sebesar 0,3% pada periode yang sama. Negara-negara penghasil batubara terbesar di dunia adalah China, Amerika Serikat, India, Australia,

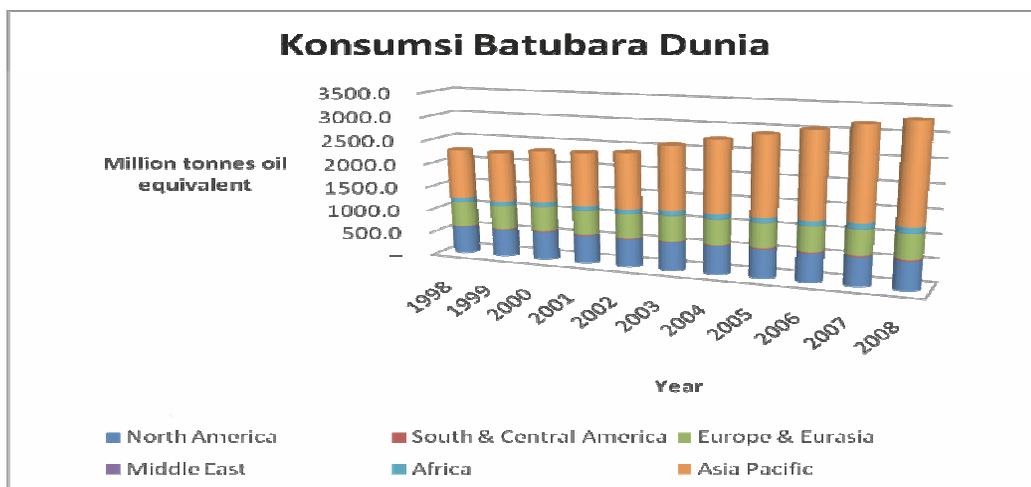
dan Afrika Selatan. Produksi batubara dunia diproyeksikan akan mencapai 7 miliar ton di tahun 2030, dengan China memproduksi sebesar 50% dari total pertumbuhan pada periode tersebut. Produksi *thermal coal* diproyeksikan akan mencapai 5,2 miliar ton, *coke coal* mencapai 624 juta ton, dan *lignite coal* akan mencapai 1,2 miliar ton.



Grafik 4.6. Produksi Batubara Dunia

Sumber: Diolah penulis dari BP Statistical Review of World Energy, 2009

Berdasarkan data dari BP Statistical Review of World Energy, 2009, menunjukkan bahwa konsumsi batubara dunia selama kurun waktu 1997-2008 telah naik sebesar 42,6%, International Energy Outlook 2009 memprediksikan konsumsi batubara meningkat 49% dari tahun 2006-2030, dan data International Energy Agency (IEA) mencatat, kurun waktu 2006-2030 konsumsi batubara dunia diprediksi akan meningkat sebesar 49% dari 127,5 miliar ton tahun 2006 menjadi 190,2 miliar ton pada tahun 2030. IEA juga memprediksi tren pertumbuhan konsumsi batubara pada periode 2005-2015 rata-rata sebesar 2,6% per tahun dan akan melambat pada periode 2015-2030 menjadi rata-rata 1,7% per tahun.



Grafik 4.7. Konsumsi Batubara Dunia

Sumber: Diolah penulis dari BP Statistical Review of World Energy, 2009

Selain itu, batubara sebagai sumber energi alternatif terbukti lebih efisien dibandingkan sumber energi minyak bumi karena dapat menghemat biaya sampai dengan 73%. Sebagai sumber energi yang banyak digunakan selain minyak bumi, seiring dengan penggunaan batubara untuk pembangkit listrik dan peningkatan kapasitas pembangkit listrik tenaga uap di seluruh dunia, kebutuhan batubara dunia terus meningkat secara signifikan yang terlihat dari meningkatnya permintaan batubara thermal baik di pasar domestik maupun dunia dari tahun ke tahun. Hingga akhir 2009, Amerika, China, dan India tercatat sebagai negara yang memiliki tingkat konsumsi batubara terbesar di dunia. Tren ini masih akan berlangsung selama beberapa tahun ke depan.

Selama tahun 2006, Amerika mengkonsumsi batubara sebanyak 22,5 miliar ton atau setara dengan 48% dari total konsumsi batubara dunia. *Energy Information Administration* (EIA) memproyeksikan pertumbuhan sebesar 6% konsumsi batubara untuk industri ritel dan umum pada 2010. Estimasi kenaikan permintaan listrik dan harga gas alam pada 2010 akan meningkatkan kembali permintaan batubara. Diproyeksikan konsumsi batubara untuk sektor pembangkit listrik meningkat hampir 5% pada 2010. Perbaikan kondisi ekonomi 2010 mendorong peningkatan konsumsi batubara cooking hampir 3 juta ton (17%). Kedepannya, untuk memenuhi kebutuhan bahan bakar pada pembangkit listrik, total permintaan batubara (*cooking* dan *thermal*) Amerika diprediksi akan meningkat menjadi 26,6 miliar ton pada tahun

2030. EIA juga memproyeksikan penurunan produksi batubara 2010 AS sebesar 1,4%. Peningkatan kebutuhan batubara 2010 akan dipenuhi dari impor batubara.

Sedangkan untuk Cina, guna mendorong peningkatan produksi baja dan pembangkit listrik, sejak tahun 2006 hingga 2008, total konsumsi batubara China (*thermal* dan *cooking*) meningkat 6,8% menjadi 1,4 miliar ton atau 42,6% dari total konsumsi dunia. Kebutuhan yang melebihi kapasitas produksi membuat China harus mengimpor kedua jenis batubara tersebut. Pada tahun 2009, impor China untuk batubara *thermal* meningkat 167% dibanding tahun 2008. Demikian halnya dengan impor China untuk batubara *cooking* yang meningkat hampir 400% dibanding tahun 2008. (Laporan Tahunan PT BUMI Resources, 2009, p. 15). Dari sisi persediaan (*supply*), Stephen Wang (Widarini, 2009, p. 3) – analis dari KGI Securities di Taipei – memproyeksikan supply batubara *cooking* di China akan sangat ketat pada 2010 disebabkan permintaan batubara oleh pabrik baja masih tinggi di tengah-tengah tertundanya pembukaan kembali tambang batubara di propinsi Shanxi, China. Namun, pada tahun-tahun berikutnya permintaan China akan kembali meningkat dengan kecenderungan peningkatan yang relatif stabil dan pada tahun 2011 akan menjadi 50 juta ton dan 60 juta ton pada 2015.

Kondisi yang hampir sama juga terjadi pada India. Pada tahun 2008, total konsumsi batubara India meningkat 8,4% menjadi 231 juta ton atau setara dengan 7% konsumsi dunia. Kekurangan pasokan batubara domestik dan adanya pembatasan supply mendorong kenaikan yang tajam pada impor batubara. Demi menunjang produktivitasnya, pabrik baja di India mengimpor sekitar 50% kebutuhan batubara. Sedangkan secara keseluruhan, selama tahun 2003-2008, impor batubara India mencapai 17,1%. Sementara, ekspor batubara India turun dengan *Compound Annual Growth Rate* (CAGR) mencapai -0,1%.

Terus meningkatnya kebutuhan batubara untuk pembangkit listrik ikut mendorong tingginya permintaan India terhadap batubara. Hingga bulan Juli 2009, India mengimpor batubara *thermal* sebesar 32,6 juta ton atau meningkat 55% dibandingkan dengan Juli 2008. Peningkatan permintaan India diprediksi akan terus terjadi dalam beberapa tahun ke depan. Pada tahun 2010 permintaan India terhadap batubara *thermal* diprediksi sebesar 53 juta ton, dan pada tahun 2011, jumlah tersebut akan meningkat menjadi 63 juta ton, serta pada tahun 2015 diprediksi

menjadi sekitar 108 juta ton. Secara keseluruhan, impor batubara India diproyeksi masih akan meningkat di tahun-tahun mendatang. Coal India Ltd, perusahaan milik negara, mengestimasi impor melonjak 10 kali menjadi 40-45 juta ton dalam tiga tahun untuk memenuhi peningkatan yang tajam pada permintaan domestik.

Membaiknya ekonomi dunia, kembali menguatnya *demand* batubara dunia, sementara terjadi *supply* yang ketat di China dan India, dapat kembali mengangkat harga jual batubara, meski krisis ekonomi dunia yang terjadi pada tahun 2008 memberikan dampak cukup signifikan pada penurunan harga batubara dari US\$ 180/metrik ton menjadi sekitar US\$ 75/metrik ton pada akhir tahun 2008. Terbukti dengan mulai semester kedua tahun 2009, harga batubara kembali stabil dengan kecenderungan meningkat. IEA memprediksi harga batubara akan terus meningkat dimana pada tahun 2010 akan berada di level US\$ 85/metrik ton dan pada tahun 2012 akan berada di level US\$ 90/metrik ton.

4.2.3.2. Industri Batubara Indonesia

Perkembangan sektor pertambangan memang memberikan angin segar bagi perindustrian dan perekonomian Indonesia. Secara langsung, hal ini meningkatkan penerimaan negara melalui peningkatan volume ekspor dan harga komoditi terkait. Kecenderungan perekonomian dunia yang membaik juga menambah dampak positif terhadap kinerja ekonomi Indonesia. Ditambah dampak penguatan negara mitra dagang, terutama China dan India, mendorong peningkatan kinerja ekspor Indonesia terhadap beberapa komoditas ekspor seperti CPO, batubara, dan tembaga. Terlebih lagi jika mengingat potensi yang dimiliki oleh Indonesia dan peran penting Indonesia di pasar batubara dunia, dengan predikat sebagai negara yang kaya akan sumber daya mineral dan tambang, karena potensi yang dimiliki Indonesia cukup besar – yaitu memiliki cadangan batubara sebesar 20 miliar ton dengan potensi 90 miliar ton. Sehingga dari pertumbuhan industri ini, Indonesia adalah salah satu negara yang diuntungkan karena deposit batubara di dalam negeri masih besar dan tingkat produksinya dalam beberapa tahun terakhir ini mengalami perkembangan yang sangat pesat.

Dengan pertumbuhan ekspor serta permintaan domestik yang meningkat pesat akan dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan batubara Indonesia,

dimana konsumen batubara di Indonesia masih didominasi oleh Perusahaan Listrik Negara (PLN), dan untuk ekspor, sebagian besar produksi batubara Indonesia diekspor ke luar negeri terutama Jepang, Taiwan, China, dan India. Diluar wilayah tersebut, ekspor batubara Indonesia juga telah memasuki pasaran Eropa, seperti Belanda, Jerman, Inggris, dan beberapa negara lainnya. Posisi Indonesia yang kompetitif dalam industri batubara dunia disebabkan oleh beberapa keunggulan yang dimiliki, yaitu antara lain:

- Memiliki lebih dari empat miliar ton cadangan batubara, Indonesia adalah eksportir terbesar di dunia untuk batubara termal dengan kandungan sulfur rendah, yang merupakan salah satu batubara paling bersih di dunia, serta batubara bituminous dan sub-bituminous yang sesuai untuk penggunaan pembangkit listrik serta juga digunakan di industri semen dan baja.
- Permintaan batubara yang tinggi dari China maupun India akan memberikan keuntungan bagi Indonesia dengan keunggulan posisi geografis yang strategis dan kondisi infrastruktur yang lebih baik.

Dalam kurun waktu sepuluh tahun terakhir, Indonesia juga mengalami peningkatan konsumsi batubara yang cukup signifikan. Pada tahun 1997, konsumsi domestik masih sebesar 13,2 juta ton. Jumlah tersebut meningkat 243% menjadi 45,3 juta ton pada tahun 2007. Menyusul selesainya proyek percepatan 10.000 MW tahap II, kebutuhan batubara domestik untuk pembangkit listrik akan mengalami peningkatan sebesar 65-70 juta ton per tahun. Untuk ke depannya, Direktur Jenderal Mineral Batubara dan Panas Bumi (Dirjen Minerba) (Widarini, 2009, p. 5) memproyeksikan pada 2010 kemampuan konsumsi batubara PLN akan meningkat dari 40-45 juta ton menjadi 60-70 juta ton, karena hingga 2010, pada saat semua proyek PLTU sudah beroperasi, konsumsi batubara domestik diprediksi akan mencapai 90 juta ton, atau meningkat sekitar 40 juta ton dibandingkan dengan kebutuhan saat ini.

Seiring dengan peningkatan kebutuhan pasokan tersebut, produksi batubara domestik juga terus mengalami peningkatan. Indonesia saat ini merupakan negara pengekspor batubara terbesar di dunia dengan menguasai 26% total pasar batubara dunia di tahun 2007. Pada tahun 2008, produksi batubara Indonesia mencapai 215 juta ton, meningkat 90,3% dibanding 2003. Sementara untuk tahun 2009, Asosiasi

Pertambangan Batubara Indonesia (APBI) mencatat produksi batubara Indonesia sebesar 250 juta ton dan jumlah tersebut diprediksi akan meningkat hingga mencapai 280 juta ton pada tahun 2010, lebih tinggi dari target pemerintah 250 juta ton.

Produsen batubara lokal pada saat ini terus berusaha untuk meningkatkan produksinya dalam rangka mengambil keuntungan dari kenaikan harga batubara dunia. Cadangan batubara Indonesia diperkirakan mencapai 4.328 juta ton, dimana sekitar 83% dari cadangan batubara Indonesia berasal dari Kalimantan dan Sumatera. Sekitar 95% batubara Indonesia diproduksi dari tambang jenis penambangan di permukaan. Pada umumnya, batubara mempunyai titik didih berkisar antara 5.000 Kcal/Kg dan 7.000 Kcal/Kg, dengan kadar debu dan sulfur yang rendah. Kalimantan Timur mendominasi 90% produksi batubara nasional, diikuti oleh Kalimantan Utara dan Sumatera Utara.

Hanya 30% dari total produksi batubara yang diperuntukkan bagi pasar domestik. Konsumen batubara terbesar di Indonesia adalah industri pembangkit listrik, yang besarnya 70% dari penggunaan domestik, diikuti oleh industri semen 15%, industri kertas 12%, dan industri lainnya 3%. Sekitar 70% dari total produksi batubara diperuntukkan untuk ekspor. Pada tahun 2005, Indonesia mengekspor 100,3 juta ton batubara, dan meningkat menjadi 129,5 juta ton pada tahun 2006. Hingga September 2009, Indonesia telah mengekspor batubara sebanyak 107,5 juta ton. Ekspor batubara Indonesia telah berlangsung bertahun-tahun, tetapi dalam tahun-tahun terakhir ini pertumbuhan ekspor menunjukkan perkembangan yang baik. Pada tahun 2000, volume ekspor batubara Indonesia mencapai hampir 58 juta ton dan pada tahun berikutnya, volume ekspor mencapai 66,8 juta ton. Pada tahun 2004, volume ekspor batubara mencapai lebih dari 100 juta ton. Dari sisi pendapatan, ekspor batubara telah meningkat sebesar USD 1.296,3 juta pada tahun 2000 menjadi sebesar USD 4.354 juta pada tahun 2005.

4.2.4. Kekuatan Persaingan Industri Batubara

4.2.4.1. Persaingan Antar Perusahaan-Persusahaan Dalam Industri (*Rivalry Among Existing Firms*)

Persaingan industri batubara di Indonesia antar masing-masing perusahaan, termasuk pada tahap medium. Hal ini dikarenakan, setiap perusahaan memiliki wilayah operasi masing-masing maupun pasarnya. Meskipun pemain dalam industri batubara beragam – baik skala besar maupun skala kecil – dan ditambah munculnya beberapa pemain baru, namun dengan karakteristik industri yang membutuhkan pembiayaan investasi yang besar menyebabkan tingkat persaingan masih relatif sedang.

Industri batubara di Indonesia digolongkan menjadi empat kelompok, yaitu perusahaan pemegang Kuasa Pertambangan (KP) milik negara (BUMN), perusahaan swasta dalam rangka Kontrak Kerja Sama (KKS), perusahaan KP swasta nasional yang mengalami peningkatan produksi pada tahun-tahun terakhir lebih banyak, serta koperasi pemegang KP. Perusahaan lima besar pemasok utama batubara di Indonesia untuk tahun 2009 dengan total produksi 208.006.261,24 ton adalah PT. Adaro Indonesia (40.590.189 ton), PT. Kaltim Prima Coal (38.154.491 ton), PT Kideco Jaya Agung (24.692.299 ton), PT. Arutmin Indonesia (19.298.463 ton), dan PT. Berau Coal (14.336.892 ton). Diantara perusahaan lima besar pemasok utama batubara di Indonesia, terdapat dua anak perusahaan BUMI yaitu PT. Kaltim Prima Coal dan PT. Arutmin Indonesia.

**Tabel 4.9. Produksi Batubara per Perusahaan per Tahun
Data Produksi Terakhir: Des 2009**

Perusahaan	Produksi (Ton)	Produksi Nasional (%)
Adaro Indonesia, PT	40,590,189.00	19.51
Kaltim Prima Coal, PT	38,154,491.00	18.34
Kideco Jaya Agung, PT	24,692,299.00	11.87
Arutmin Indonesia, PT	19,298,463.00	9.28
Berau Coal, PT	14,336,892.00	6.89
Indominco Mandiri, PT	12,396,126.00	5.96
Bukit Asam, PT	10,828,930.00	5.21
Trubaindo Coal Mining, PT	5,183,618.00	2.49
Mahakam Sumber Jaya, PT	4,537,033.00	2.18
Gunung Bayan Pratamacoal, PT	4,142,230.74	1.99

Perusahaan lainnya	33,845,989.50	16,27
Total	208,006,261.24	100

Sumber: Diolah penulis dari ESDM

Dalam lingkungan global, perusahaan batubara Indonesia juga memiliki competitor dari negara-negara produsen batubara seperti Australia, China, dan Afrika Selatan. Namun perusahaan batubara Indonesia menjadi sangat kompetitif mengingat tingginya permintaan batubara dari China maupun India, dan memiliki keuntungan dengan keunggulan posisi geografis yang strategis serta kualitas batubara yang dimiliki oleh Indonesia. Sebagian besar, >60%, Batubara Indonesia mempunyai peringkat sedang dengan nilai kalori 5100-6100 Kcal/Kg. Dengan perkiraan cadangan batubara Indonesia mencapai 4.328 juta ton dan Asosiasi Pertambangan Batubara Indonesia (APBI) memprediksikan produksi batubara pada tahun 2010 akan meningkat hingga mencapai 280 juta ton, lebih tinggi dari target pemerintah 250 juta ton, maka ini akan menjadi kekuatan utama Indonesia untuk tetap sebagai pemasok batubara dunia paling tidak lima tahun ke depan meskipun tingkat persaingan dalam industri semakin tinggi.

4.2.4.2. Ancaman pendatang baru (*Threat of New Entrants*)

Seiring batubara sebagai sumber energi alternatif terbukti lebih efisien dibandingkan sumber energi minyak bumi karena dapat menghemat biaya sampai dengan 73%, maka prospek industri batubara sebagai komoditas energi alternatif selain minyak bumi menjadi semakin baik. Perusahaan lokal maupun asing banyak yang tertarik untuk masuk ke dalam industri ini karena menjanjikan profitabilitas yang tinggi dari harga batubara yang cenderung naik, sehingga tingkat pertumbuhan pemain baru pun termasuk tinggi dalam industri ini. Hal tersebut wajar, mengingat kebutuhan batubara dunia – misalnya penggunaan batubara untuk pembangkit listrik dan peningkatan kapasitas pembangkit listrik tenaga uap di seluruh dunia – terus meningkat secara signifikan yang terlihat dari meningkatnya permintaan batubara thermal baik di pasar domestik maupun dunia dari tahun ke tahun.

Dalam lingkungan global, pertumbuhan pemain dalam industri ini juga semakin tinggi. Untuk mengurangi ketergantungan terhadap minyak, negara-negara

industri di dunia seperti India dan China memilih melakukan strategi jangka panjang berupa kebijakan pengamanan energi selain minyak yang berada di berbagai belahan dunia, termasuk pertambangan batubara di Indonesia. Mereka berburu batubara di lahan pertambangan Indonesia, karena besarnya cadangan batubara yang dimiliki Indonesia. Meskipun demikian, keinginan mereka terhambat oleh regulasi pemerintah Indonesia. Pemerintah melarang KP di Indonesia untuk dijual ke perusahaan asing. Perusahaan-perusahaan asing hanya diizinkan membeli produksi batubara dari KP atau perusahaan lokal (*business to business*).

Selain faktor regulasi, terdapat juga hambatan masuk (*entry barriers*) lainnya bagi investor untuk masuk ke industri batubara. Industri ini memerlukan struktur modal yang cukup besar terkait dengan luasnya area dan biaya infrastruktur yang termasuk dalam industri ini. Sumber daya batubara terbesar terdapat di Kalimantan dan Sumatera yang memiliki keterbatasan infrastruktur, misalnya terletak jauh dari sarana pelabuhan. Belum lagi kontrol terhadap teknologi yang digunakan, turut menjadi salah satu faktor hambatan masuk bagi pemain baru. Termasuk juga didalamnya, kompetensi manajemen sehingga keberadaan pemain yang ada di dalam industri ini hanya didominasi oleh perusahaan yang memiliki kemampuan tersebut. Ditunjukkan dengan didominasinya industri batubara di Indonesia oleh sektor swasta, dimana perusahaan batubara milik negara satu-satunya adalah PT. Bukit Asam yang beroperasi di Sumatera Selatan. Hal ini menunjukkan rendahnya ancaman pendatang baru (*threat of new entrants*) bagi perusahaan batubara Indonesia.

4.2.4.3. Kekuatan Tawar Menawar Penjual (*Bargaining Power of Supplier*)

Pasokan utama sebuah industri batubara, adalah bahan baku dan energi. Dalam hal ini, biaya yang dibebankan kepada industri tergantung pada kebijakan pemerintah. Dengan keinginan pemerintah untuk menarik investor melakukan investasi di Indonesia, diperkirakan pemerintah mengeluarkan kebijakan yang moderat dan tidak memberatkan investor meskipun pemerintah juga perlu melakukan penyesuaian biaya dan memproteksi asset sumber daya alam. Kesemua hal di atas membuat kekuatan tawar menawar penjual dikategorikan sedang.

4.2.4.4. Kekuatan Tawar Menawar Pembeli (*Bargaining Power of Buyer*).

Sensitivitas harga batubara bagi konsumen tergantung pada sistem pembeliannya. Jika perusahaan sudah memiliki kontrak jangka panjang dengan setiap pembelinya, maka kekuatan tawar menawarnya relatif rendah. Sedangkan untuk penjualan jangka pendek di pasar spot kekuatan tawar menawar akan menjadi lebih besar. Namun mengingat batubara termasuk komoditas primer yang sangat vital dalam kebutuhan beberapa sektor industri, selama tidak ada komoditas yang lebih ekonomis, maka harga batubara tidak akan terlalu mempengaruhi keputusan untuk membelinya. Namun, kekuatan tawar pembeli dalam penetapan harga dapat menjadi besar, bila pembelinya dalam hal ini adalah pemerintah karena merupakan kebijakan untuk memenuhi kebutuhan energi nasional.

4.2.4.5. Ancaman Produk Substitusi (*Threat of Substitute Products*)

Sebagai komoditas energi, batubara diperlukan sebagai bahan bakar untuk berbagai jenis industri, terutama untuk pembangkit tenaga listrik dan industri lainnya, seperti industri semen, industri peleburan logam, industri briketm keramik, dan lain-lain. Untuk industri tertentu, batubara merupakan bahan bakar alternatif yang cukup banyak digunakan juga lebih diminati oleh pelaku industri sebagai substitusi bahan bakar minyak karena efisiensinya serta semakin tingginya dan semakin fluktuatifnya harga minyak.

Sehingga meskipun minyak bumi masih mendominasi kebutuhan energi di dunia, namun tingkat pertumbuhan konsumsi batubara dari tahun ke tahun merupakan yang terbesar dibandingkan konsumsi energi minyak bumi maupun gas alam. Selain minyak bumi, gas bumi, dan batubara, penggunaan sumber energi alternatif lainnya masih cukup rendah karena masih dalam tahapan pengembangan. Sekalipun ada, biaya pemrosesan energi alternatif masih lebih mahal dibandingkan dengan energi konvensional. Dengan demikian, ancaman dari produk substitusi untuk jangka pendek dan menengah masih relatif kecil. Tetapi penting untuk selalu diingat bahwa batubara juga merupakan salah satu sumber daya alam yang tidak dapat diperbaharui dan semakin lama persediaannya akan semakin menipis, meski tidak seperti minyak bumi dan gas bumi yang diperkirakan akan habis pada 20-60 tahun

mendatang karena cadangan batubara diperkirakan lebih panjang hingga lebih dari 100 tahun ke depan.

4.3. Analisis Perusahaan

PT Bumi Resources Tbk (BUMI) mencatat pertumbuhan penjualan batubara sebesar 12,81% sepanjang tahun 2009 menjadi 58,1 juta ton dibandingkan tahun sebelumnya sebesar 51,5 juta ton. Produksi batubara BUMI sepanjang tahun 2009 tercatat sebanyak 62 juta ton, atau mengalami peningkatan 4 juta ton (6,89%) dibandingkan tahun sebelumnya sebanyak 58 juta ton. Angka tersebut melampaui proyeksi semula sebanyak 58,7 juta ton. Lebih rincinya, produksi batubara BUMI di tahun 2009 berasal dari PT Kaltim Prima Coal (KPC) sebanyak 41 juta ton, sedangkan PT Arutmin Indonesia sebanyak 21 juta ton. Untuk angka penjualan batubara BUMI di 2009 dari KPC sebanyak 38,7 juta ton, sedangkan Arutmin sebanyak 19,4 juta ton.

Pertumbuhan usaha BUMI yang luar biasa dan berkelanjutan telah mengundang minat mitra internasional untuk bersinergi dengan BUMI dalam mengembangkan peluang usaha, baik yang sudah ada maupun baru. Pengakuan tersebut mencerminkan keberhasilan BUMI dan diharapkan akan mampu mendorong perusahaan pertambangan lokal lainnya untuk dapat mengikuti langkah BUMI tersebut.

Di tengah percaturan pasar batubara baik domestik maupun Internasional, dengan kepemilikan basis sumber daya yang sangat besar (lebih dari 10 miliar ton), BUMI memiliki peran yang cukup besar baik di pasar domestik maupun ekspor. Untuk itu, BUMI telah menyiapkan berbagai langkah strategis. Penggunaan teknologi mutakhir menjadi salah satu upaya efisiensi sekaligus meningkatkan produksi.

Untuk memenuhi permintaan pasar, BUMI juga telah menetapkan target peningkatan produksi menjadi 111 juta ton per tahun yang akan dicapai pada tahun 2012. Ekspansi pasar ke Cina, India, maupun pasar domestik yang diiringi dengan peningkatan volume penjualan menjadi strategi BUMI untuk meningkatkan penjualan batubara terutama jenis batubara *thermal*. Selama ini, selain pasar

domestik BUMI mengandalkan pemasaran batubara ke Jepang, China, dan Taiwan. BUMI akan berupaya memperpendek jangka waktu pengiriman sebagai salah satu strategi meningkatkan pelayanan dan mencapai kepuasan pelanggan. Selain itu, BUMI juga menempuh upaya pertumbuhan organik melalui serangkaian akuisisi perusahaan tambang batubara yang potensial.

Guna mendorong kinerja perusahaan lebih optimal, BUMI terus berupaya melakukan diversifikasi portofolio bisnis melalui investasi pada komoditas pertambangan selain batubara seperti tembaga, emas, bijih besi, timah, seng, dan gas metan. Semua upaya tersebut tentu membutuhkan komitmen dari seluruh jajaran manajemen dan karyawan. Untuk itu, peningkatan kualitas SDM menjadi salah satu upaya mendorong kemajuan bisnis BUMI. Pengelolaan perusahaan dengan tetap memperhatikan prinsip tata kelola perusahaan yang sehat dan selalu mempertimbangkan aspek risiko menjadi kunci keberhasilan bisnis. Mendasarkan pada praktik terbaik di tingkat nasional maupun internasional, BUMI akan selalu menerapkan GCG dan Manajemen Risiko dengan baik. Kebijakan CSR yang diterapkan akan membantu BUMI mencapai sukses bisnis secara berkesinambungan.

4.3.1. Analisis Rasio

Berikut merupakan rasio keuangan BUMI selama tahun 2005 – 2009 berdasarkan data yang diperoleh melalui neraca dan laporan laba rugi PT. BUMI Resources, Tbk. periode tahun tersebut yang akan digunakan sebagai bahan menganalisis kinerja BUMI:

Tabel 4.10. Rasio Keuangan PT. BUMI Resources, Tbk. (BUMI) periode 2005-2009

RASIO KEUANGAN	2005	2006	2007	2008	2009	Rata-rata
Pengukuran Kinerja Keseluruhan						
Return on Assets (ROA)	0.07	0.09	0.28	0.07	0.03	0.11
Return on Invested Capital (ROI)	0.30	0.000044	1.00	0.46	0.24	0.40
Return on Shareholder's Equity (ROE)	0.52	0.62	0.70	0.32	0.13	0.46
Price/ Earning Ratio (times)	12.07	8.72	14.77	2.46	25,55	12.71
Pengukuran Profitabilitas						
Gross Profit Margin (GPM)	27,06%	26,16%	33,29%	47,74%	34,28%	33,71%
Nett Profit Margin (NPM)	7,68%	12,01%	34,83%	19,10%	5,92%	15,91%
Cash Realization	0,61	0,12	0,47	0,87	0,39	0,49
Earnings Per Share (IDR)	IDR 62,98	IDR 103,21	IDR 406,28	IDR 369,50	IDR 94,91	IDR 207,38
Uji Utilisasi Investasi (Aktvitas)						
Asset Turnover (times)	0,97	0,74	0,80	0,64	0,43	0,72
Invested Capital Turnover (times)	1,61	1,09	1,34	1,06	0,62	1,15
Equity Turnover (times)	8,61	5,14	2,02	2,14	2,19	4,02
Capital Intensity (times)	3,59	2,64	3,39	3,84	2,82	3,26
Days' Cash	159,76	164,11	133,84	174,85	210,30	168,57
Days' Receivables	37,48	66,84	48,07	50,65	85,48	57,70
Days' Inventory	32,21	54,96	22,74	31,57	34,40	35,18
Operating Cycle	69,69	121,79	70,81	82,21	119,88	92,88
Inventory Turnover (times)	11,33	6,64	16,05	11,56	10,61	11,24
Working Capital Turnover (times)	-16,02	6,89	6,39	12,42	-50,60	-8,19
Current Ratio	0,85	1,33	1,42	1,17	0,97	1,15
Acid-Test (Quick) Ratio	0,69	1,08	1,31	1,08	0,88	1,00
Uji Kondisi Keuangan (Likuiditas dan Solvabilitas)						
Financial Leverage or Eqity Multiplier	8,89	6,98	2,51	3,37	5,04	5,36
Debt/Equity Ratio	7,89	5,98	1,51	2,37	4,04	4,36
Debt/Capitalization	4,34	3,72	0,51	1,01	2,51	2,42
Times Interest Earned	3,07	3,30	23,02	25,05	3,86	11,66
Cash flow/ Debt	0,11	0,02	0,13	0,30	0,04	0,12
Uji Kebijakan Dividen						
Dividend Yield (%)	1.32%	1.78%	0.75%	5.56%	-	2.35%
Dividend Payout Ratio (%)	15.88%	15.50%	11.73%	13.84%	-	14.24%

Sumber: Diolah penulis dari Laporan Tahunan 2009 PT. BUMI Resources, Tbk.

4.3.1.1. Pengukuran Kinerja Keseluruhan

Secara keseluruhan kinerja BUMI dapat dihitung berdasarkan empat rasio, yaitu ROA, ROI, ROE dan PER. Sedangkan untuk ROA rata-rata BUMI adalah

sebesar 0,11 kali yang menunjukkan kemampuan BUMI dalam pengelolaan aset untuk menghasilkan laba yang efektif. Untuk ROI rata-rata sebesar 0,40 kali yang digunakan untuk menganalisis efektivitas manajemen dalam menggunakan *pool of capital* yang terdiri dari kewajiban jangka panjang dan saham, sementara untuk ROE yang hanya memperhitungkan saham sebagai sumber pendanaan, menunjukkan hasil yang lebih tinggi yaitu sebesar 0.46 kali. Hal ini mengindikasikan tingkat pengembalian dari investasi pemegang saham masih tinggi dan cukup menjanjikan.

Secara rata-rata PER BUMI berada di kisaran 12,71 kali yang menggambarkan perbandingan antara harga saham terhadap penghasilan per saham. Artinya untuk setiap Rp. 12,71 menghasilkan Rp. 1,-. Angka ini meski relatif kecil yang disebabkan oleh peningkatan nilai PER secara signifikan dari tahun 2008 ke tahun 2009, yaitu 2,46 menjadi 25,55, namun memberikan kinerja positif bagi BUMI.

Lebih lanjut, peningkatan PER di tahun 2009 disebabkan oleh harga saham akhir tahun yang melesat sebanyak 166,48%, dari Rp. 910 pada akhir tahun 2008 dan menjadi Rp 2.425 pada akhir tahun 2009. Sehingga meskipun di tahun 2009 laba bersih BUMI menurun sebesar -74,67% menjadi Rp. 1.796.685.773.585 dari Rp. 7.091.925.912.088 di tahun 2008, namun PER tahun 2009 tetap bersinar dan menopang rata-rata PER selama lima tahun terakhir.

4.3.1.2. Pengukuran Profitabilitas

Sedangkan untuk profitabilitas akan digunakan dua rasio, yaitu *gross profit margin* (GPM) dan *net profit margin* (NPM) atau juga dikenal sebagai *return on sales* (ROS) serta *earnings per share* (EPS). Untuk GPM rata-rata yang menunjukkan tingkat marjin BUMI adalah sebesar 33,71%. Selama tahun 2009, BUMI membukukan laba kotor sebesar Rp. 10.412.213.641.509. Pada tahun 2008, laba kotor BUMI sebesar Rp. 17.723.393.054.945. Prosentase laba kotor terhadap pendapatan turun menjadi 34,28 % tahun 2009 dibanding 47,74 % tahun 2008.

Sementara untuk NPM rata-rata adalah sebesar 15,91%, Peningkatan yang cukup signifikan terjadi di tahun 2007, dikarenakan kinerja operasional yang baik dan tingginya harga batubara di pasar internasional dikala itu. Selain itu, pendapatan dari penjualan investasi saham anak perusahaan – KPC dan Arutmin – kepada perusahaan asal India yaitu Tata Power turut meningkatkan angka NPM tahun 2007.

Namun, per 31 Desember 2009, BUMI membukukan laba bersih sebesar Rp. 1.796.685.773.585, turun -74,67% dibanding 7.091.925.912.088 tahun 2008. Prosentase laba bersih terhadap pendapatan turun menjadi 5,92% tahun 2009 dibanding 11,00% tahun 2008. Prosentase yang menurun tersebut dikarenakan baik pendapatan maupun – terutama - laba bersih mengalami penurunan signifikan dari tahun sebelumnya seperti yang sudah dijelaskan di atas.

Kemudian, untuk penghasilan yang diperoleh pemegang saham untuk setiap lembar sahamnya secara rata-rata adalah sebesar Rp. 207,38 akibat investor BUMI sempat mengalami sukses besar di tahun 2007 dan 2008 dengan menerima dividen per saham sebesar Rp. 406,28 di tahun 2007 dan Rp. 369,50 di tahun 2008 yang mana kedua nilai tersebut membuat rata EPS BUMI menjadi besar. Sedangkan untuk rasio perbandingan rata-rata *cash realization* BUMI adalah sebesar 0,49 kali.

4.3.1.3. Uji Utilisasi Investasi

Jika pengukuran profitabilitas lebih berfokus pada laporan laba/rugi, maka dalam uji utilisasi investasi ini melibatkan angka-angka yang terdapat untuk mendapatkan perputaran investasi, intensitas asset modal dan pengukuran modal kerja. Rata-rata *asset turnover*, *invested capital turnover* dan *equity turnover* BUMI adalah sebesar 0,72; 1,15; dan 4,02 kali yang menunjukkan rasio masing-masing komponen dalam neraca tersebut terhadap tingkat penjualan perusahaan. Jika rasio perputaran ini cukup rendah, maka hal yang dapat dilakukan oleh perusahaan adalah dengan meningkatkan margin keuntungan untuk memperbesar ROI.

Sementara untuk tingkat *capital asset intensity* rata-rata BUMI adalah sebesar 3,26 kali, mengingat aset tetap BUMI dari tahun 2005 hingga tahun 2009 terus meningkat. Untuk pengukuran modal kerja, melalui *days receivable* dan *days inventory* diperoleh siklus operasional (*operating cycle*) sebesar 92,88 hari dengan tingkat perputaran persediaan (*inventory turnover*) sebanyak 11,24 kali dan perputaran modal kerja (*working capital turnover*) sebesar -8,19 kali per tahun. Angka minus tersebut disebabkan BUMI selama lima tahun terakhir, sempat mengalami jumlah kewajiban lancarnya melebihi jumlah aset lancarnya sebanyak dua kali yaitu pada tahun 2005 dan 2009. Pada tahun 2005, selisih jumlah kewajiban lancar dan jumlah aset lancar BUMI sebesar minus Rp. 993.930.000.000. Sedangkan,

pada tahun 2009, selisih jumlah kewajiban lancar dan jumlah aset lancar BUMI sebesar minus Rp. 600.168.047.170.

4.3.1.4. Uji Kondisi Keuangan (Likuiditas dan *Solvency*)

Jika dua rasio sebelumnya lebih berfokus pada indikator kinerja manajemen pemasaran dan operasi, maka dalam uji kondisi keuangan akan berfokus pada performa manajemen keuangan BUMI terkait dengan likuiditas dan kemampuannya memenuhi kewajiban. Rasio likuiditas (*current ratio*) menunjukkan kemampuan BUMI dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang akan jatuh tempo, dihitung dengan membagi aset lancar dengan kewajiban lancar. *Current ratio* rata-rata BUMI adalah sebesar 1,15 yang dapat diartikan bahwa untuk memenuhi Rp. 1 kewajiban lancar, BUMI memiliki Rp 1,15 sebagai likuiditas jangka pendeknya, jika diperluas dengan *quick ratio* diperoleh rata-rata rasio sebesar 1,00.

Terdapat beberapa jenis rasio solvabilitas. Adapun jenis rasio solvabilitas yang sering digunakan perusahaan, antara lain: debt to asset ratio (debt ratio), debt to equity ratio, long term debt to equity ratio, times interest earned, dan fixed charge coverage. Berikut beberapa rasio solvabilitas yang digunakan untuk menganalisis kinerja keuangan BUMI: untuk *financial leverage*, dengan membandingkan total aset terhadap total ekuitas, didapat rasio rata-rata sebesar 5,36; sedangkan perbandingan antara kewajiban dan ekuitas BUMI adalah sebesar 4,36, yang artinya total kewajiban BUMI adalah sebanyak 4,36 kali lipat dari total ekuitasnya; kemudian untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya, diukur dari *times interest earned* dalam hal ini diperoleh rata-rata sebesar 11,66 untuk BUMI. Semakin tinggi rasio solvabilitas maka semakin tinggi pula resiko kerugian yang dihadapi, tetapi juga ada kesempatan mendapatkan laba yang besar. Sebaliknya apabila perusahaan memiliki rasio solvabilitas yang rendah tentu mempunyai resiko kerugian yang lebih kecil. Dampak ini juga mengakibatkan rendahnya tingkat hasil pengembalian (*return*) pada saat perekonomian tinggi.

4.3.1.5. Uji Kebijakan Deviden

Selain melalui pinjaman, perusahaan juga dapat memanfaatkan ekuitas sebagai sumber pendanaan, namun mahalnya biaya atas sumber ini dapat disiasati

oleh perusahaan melalui *retained earnings*, semakin banyak penghasilan bersih yang ditahan, maka akan semakin kecil nominal yang akan dibayarkan kepada pihak pemegang saham yang dapat diukur melalui *dividend payout ratio* (DPO). Berdasarkan perhitungan, diperoleh angka rata-rata sebesar 14,24% untuk DPO dari BUMI dan *yield* sebesar 2,35% dari harga pasar saham yang berlaku. Besarnya laba ditahan ini dianggap sebagai faktor yang menentukan peningkatan nilai investasi pemegang saham di masa depan karena besarnya uang yang akan diputar untuk meningkatkan bisnis yang ada.

4.3.2. Estimasi Tingkat Diskonto (*Discount Rate*)

Tingkat diskonto (*discount rate*) menggambarkan resiko dari arus kas masa depan yang akan didiskontokan, dan harus sesuai dengan jenis kas masa depan yang akan digunakan untuk di diskon ke nilai sekarang. Bila ingin melakukan diskonto arus kas masa depan untuk ekuitas, maka *discount rate* yang digunakan adalah *cost of equity* (k_e), dan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) untuk perusahaan. Berikut beberapa asumsi yang dipergunakan dalam estimasi tingkat diskonto (*discount rate*) menyesuaikan dengan asumsi yang digunakan BUMI (data primer), antara lain:

- *Risk free* (R_f)
Nilai *risk free* menggunakan *yield* nilai (*Indonesia Government Securities Yield Curve*) IGSYC per tanggal 30 Desember 2009 dengan tenor median 5 tahun yang diperoleh dari IDX.
- *Risk market* (R_m)
Nilai *risk market* (R_m) yang digunakan berasal dari rata-rata tahunan *yield* Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).
- Beta (β)
Nilai beta didapat berdasarkan data dari Bloomberg. Beta ini kemudian disebut dengan *raw beta*, karena akan ada *adjusted beta* (*adjusted* β) yang digunakan pada setiap perhitungan yang menggunakan beta.

4.3.2.1. Cost of Equity

Dalam melakukan perhitungan nilai *cost of equity* (k_e) menggunakan CAPM, dimulai dengan menghitung *risk premium* yang akan digunakan dalam perhitungan *expected return on market index*, serta berapa sebenarnya *risk free rate* (R_f) dan *beta* yang tepat untuk digunakan dalam model. Penulis menggunakan angka *average annualized IHS G return* dari Bloomberg, yaitu sebesar 12,32%, sebagai *expected market return* (R_m). Sementara, untuk *risk free* digunakan *yield* pada nilai (*Indonesia Government Securities Yield Curve*) IGSYC per tanggal 30 Desember 2009 dengan tenor median 5 tahun yang diperoleh dari IDX yaitu 8,935%.

Setelah diketahui berapa angka untuk R_f dan R_m , maka didapatkan angka 3,38% sebagai *risk premium* atas investasi, melalui perhitungan:

$$\text{Risk premium } (R_m - R_f) = 12,32\% - 8,935\% = 3,38\%$$

Kemudian, penulis menentukan berapa nilai *beta* (β) untuk kemudian menentukan nilai *adjusted beta* (*adjusted* β) yang akan digunakan dalam perhitungan *cost of equity* nantinya. Nilai *beta* didapat berdasarkan data dari Bloomberg yaitu sebesar 1,69. Kemudian setelah didapatkan *raw beta*, bisa didapatkan nilai *adjusted beta* (*adjusted* β) sebesar 1,46 melalui perhitungan:

$$\text{Adjusted } \beta = \left(\frac{2}{3}\right) * (\beta) + \left(\frac{1}{3}\right) = \left(\frac{2}{3}\right) * (1,69) + \left(\frac{1}{3}\right) = 1,46$$

Setelah semua data penting untuk mencari nilai *cost of equity* (k_e) berdasarkan perhitungan melalui rumus CAPM maka didapat nilainya sebesar 12,6%, melalui perhitungan:

$$k_e = R_f + \text{Adjusted } \beta (R_m - R_f)$$

$$k_e = 8,935\% + 1,46 * 3,38\%$$

$$k_e = 13,87\%$$

Berikut hasil perhitungan *discount rate* yang digunakan untuk mendiskonto arus kas masa depan untuk ekuitas dan perusahaan:

Tabel 4.11 Perhitungan *Discount Rate* Untuk Arus Kas Masa Depan Untuk Ekuitas (*Cost of Equity*)

Expected market return (R_m)	=	12.32%
Risk free (R_f)	=	8.935%
Risk premium	= ($R_m - R_f$)	
	=	3,38%
B	=	1,69
Adjusted β	= $(2/3) \times 1,69 + (1/3)$	
	=	1,46
k_e	= $R_f + \beta (R_m - R_f)$	
	=	$8,935\% + 1,46 * 3,38\%$
	=	13,87%

Sumber: Diolah penulis

4.3.3. Proyeksi Keuangan

Untuk melakukan perhitungan nilai wajar saham BUMI, maka diperlukan proyeksi terhadap laporan keuangan untuk lima tahun ke depan, sebagai dasar untuk perhitungan arus kas. Proyeksi keuangan disusun berdasarkan asumsi-asumsi berdasarkan data primer dan data sekunder, baik data historis maupun data terkini. Data primer yang dimaksud berupa laporan tahunan periode 2005 – 2009, target volume produksi dan penjualan dalam satuan ton, proyeksi harga batubara dalam dollar Amerika, hasil wawancara dengan pihak manajemen BUMI yang diwakili oleh *Chief Economist* PT. BUMI Resources Tbk. – Achmad Reza Widjaja, Phd. – dan *Investor Relations* PT. BUMI Resources Tbk – Ricco Surya –, dan lain sebagainya. Sedangkan data sekunder yang dimaksud berasal dari buku, jurnal, koran, majalah, dan lain sebagainya.

Berdasarkan data target produksi dan penjualan yang diperoleh dari BUMI, untuk tahun 2010, BUMI menargetkan pertumbuhan sebesar 15,13% dari 58.081.841 ton menjadi 66.794.117 ton untuk penjualan dan 15% untuk produksi yaitu dari 62.800.000 ton menjadi 72.300.000 ton. Lebih lanjut, data tersebut dipadukan dengan hasil wawancara untuk kemudian digunakan sebagai dasar asumsi-asumsi –

asumsi umum maupun khusus perusahaan – menyusun proyeksi laporan keuangan, antara lain:

- a. Berdasarkan wacana dari manajemen BUMI dan beberapa rasionalisasi lain yang disesuaikan dengan kondisi perekonomian secara menyeluruh, diharapkan pertumbuhan produksi maupun penjualan BUMI untuk periode 2011 hingga 2014 adalah 15% per tahun hingga tahun 2012 dan 11% untuk seterusnya, yaitu hingga 2014.
- b. Mencapai tingkat produksi sebesar 100 juta ton pada tahun 2014. Hal ini membutuhkan peningkatan produksi secara bertahap namun pasti, sehingga target produksi tersebut tercapai. Selama tahun 2009, BUMI mencatat produksi batubara sebesar 62.800.000 ton atau baru 72% dari target BUMI untuk tahun 2014. Dilihat dari nominal, untuk mencapai angka 100 juta ton dalam lima tahun merupakan target yang cukup berat. Namun melihat tambang batubara yang dimiliki BUMI melalui anak-anak perusahaannya, sekiranya target itu bisa dicapai. Oleh karenanya, meski menggunakan pertumbuhan produksi sebesar 15% di dua tahun pertama dan menurun menjadi 11% di tahun berikutnya, target yang diwacanakan manajemen BUMI tetap akan bisa tercapai.
- c. Proyeksi penjualan untuk lima tahun mendatang diasumsikan BUMI melakukan penjualan batubara sebesar 98% dari total produksi tiap tahunnya. Dengan hasil perhitungan 97,77%, maka ditetapkan bahwa BUMI akan melakukan penjualan sebanyak, melalui pembulatan ke atas, 98% dari total produksi. Asumsi ini didasari dari data rata-rata penjualan terhadap produksi batubara BUMI, berikut data historis produksi dan penjualan BUMI selama tahun 2005 hingga tahun 2009:

Tabel 4.12. Data Produksi dan Penjualan Batubara PT. BUMI Resources, Tbk. Periode 2005 – 2009

Tahun	Penjualan (Ton)	Produksi (Ton)	Penjualan/Produksi (%)
2005	44.410.586	44,900,000	99%
2006	49.989.785	51,600,000	97%

2007	55.431.844	53,800,000	103%
2008	51.505.244	52,800,000	98%
2009	58,081,841	62,800,000	92%
Rata-Rata Penjualan/Produksi			98%

Sumber: Diolah penulis dari PT. BUMI Resources, Tbk.

- d. Angka proyeksi pendapatan BUMI di tahun 2010-2014 didapat dengan mengalikan 98% dari total produksi (dalam ton) dengan harga produksi batubara tahun dimaksud.
- e. Proyeksi harga jual batubara untuk tahun 2010 hingga tahun 2014 didapat dari data primer, dengan rincian harga sebagai berikut:

Tabel 4.13. Daftar Proyeksi Harga Jual Batubara

(dalam US\$/Ton)

2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)	2014 (E)
75.00	83.00	88.00	77.00	75.00

Sumber: Diolah penulis dari PT. BUMI Resources, Tbk.

- f. Mengingat perekonomian dunia dan Indonesia sedang tahap pemulihan, maka diasumsikan tetap terdapat dua macam cara pembayaran penjualan untuk tahun berjalan– tunai dan kredit. Namun dengan mempertimbangkan pula bahwasanya BUMI juga memerlukan dana untuk mencapai seluruh targetnya, maka prosentase untuk penjualan tunai adalah sebesar 85% dan 15% untuk penjualan kredit.
- g. Beban pokok produksi atau *cost of good sold* (COGS) ditentukan berdasarkan penjumlahan keseluruhan unturnya, yaitu biaya produksi (*cost of production*), royalti, dan biaya administrasi. Sebagai dasar asumsi digunakan rata-rata *cost of production* dari Kaltim Prima Coal (KPC) dan Arutmin periode 2009, yaitu sebesar US\$ 31,34/ton. Alasan pemilihan dua anak

perusahaan ini adalah karena mereka merupakan dua kontributor batubara terbesar untuk BUMI. Sedangkan untuk royalti dan biaya administrasi, mengikuti peraturan pemerintah yang mengatur tentang besaran royalti dan biaya administrasi. Sesuai dengan namanya Kontrak Karya merupakan perjanjian eksplorasi antara perusahaan pertambangan dengan pemerintah Republik Indonesia. Didalamnya mengatur hak-hak dan kewajiban perusahaan pertambangan termasuk royalti. Berdasarkan ketentuan yang berlaku, maka ditentukan bahwa perhitungan royalti menggunakan 13,5% dari penjualan dan begitu pun untuk perhitungan biaya administrasi 1,5% dari penjualan.

- h. Nilai beban usaha dihitung berdasarkan prosentase asumsi menggunakan rata-rata porsi beban di tahun data historis yang sudah diolah, dan kemudian dikalikan dengan angka penjualan. Beban usaha terdiri atas penjumlahan beban penjualan, beban umum dan administrasi, serta biaya eksplorasi.
- i. Nilai proyeksi total beban bunga BUMI untuk lima tahun ke depan, diasumsikan terdiri dari beban bunga *country limited*, *credit suisse*, dan hutang jangka panjang.
- j. Hasil penjumlahan amortisasi obligasi dan beban keuangan, yang didapat dari total beban bunga, merupakan nilai yang digunakan untuk menentukan besaran pendapatan (beban) lain-lain.
- k. Perhitungan saldo piutang dilakukan dengan cara mencari tahu total piutang tahun berjalan dengan menjumlahkan nilai awal piutang dengan piutang dari penjualan. Lalu, total piutang tersebut akan dikurangi dengan pembayaran piutang tiap tahunnya. Kemudian didapat nilai akhir piutang yang dimasukkan ke dalam neraca sebagai saldo piutang untuk tahun 2010, dan seterusnya.
- l. Terdapat dua macam persediaan ketika melakukan proyeksi keuangan, yaitu persediaan awal dan persediaan akhir. Persediaan berasal dari saldo persediaan sebelumnya. Sedangkan persediaan akhir merupakan hasil perhitungan persediaan awal ditambah pertambahan persediaan, kemudian dikurangi dengan total penjualan. Nilai dari persediaan akhir inilah yang

nantinya masuk ke dalam saldo persediaan tiap tahunnya di neraca (*balance sheet*)

- m. Menggunakan nilai kurs Rupiah terhadap dollar Amerika sebesar Rp. 9.300/USD, tingkat inflasi sebesar 3%, dan pertumbuhan ekonomi sebesar 6%, berdasarkan analisis makro yang sudah dipaparkan di atas bahwa pemulihan perekonomian sedang berlangsung sehingga untuk ke depannya perekonomian dunia dan Indonesia akan berangsur membaik.
- n. Anak perusahaan tertentu menggunakan tarif pajak yang diatur dalam PKP2B dalam menghitung pajak penghasilan, yaitu tarif pajak tahunan adalah 35% untuk sepuluh tahun pertama sejak dimulainya periode operasi dan 45% untuk sisa periode operasi. Pada tanggal 31 Desember 2009 dan 2008, dalam menentukan pajak tangguhan atas beberapa anak perusahaan ini, seluruh perbedaan temporer atas laba fiskal pada masa yang akan datang, dihitung dengan menggunakan tarif pajak 45%.
- o. Berdasarkan kebijakan perusahaan, pembayaran deviden ditentukan akan dilakukan pembayarannya setiap tahun sebesar 30% dari laba bersih (*net income*).
- p. Asumsi khusus perusahaan lainnya untuk lima tahun ke depan (2010 – 2014), diperoleh dari pengamatan data kinerja keuangan dari tahun ke tahun selama lima tahun terakhir sebagai dasar pendekatan *common-size balance sheet relationship*. Pendekatan ini umumnya diambil dengan mengasumsikan bahwa sebagian besar perusahaan memelihara hubungan konstan antara pendapatan dan total aktiva, sehingga total aktiva diproyeksikan akan tumbuh sebesar pertumbuhan pendapatan usaha, yang selanjutnya akan dialokasikan ke dalam masing-masing akun aktiva sesuai proporsi historis. Selain menggunakan pendekatan tersebut, digunakan pula *ratio analysis* untuk memproyeksikan perubahan total neraca selama periode lima tahun ke depan untuk selanjutnya, berdasarkan peningkatan/penurunan proporsional total asset terhadap penjualan tersebut akan dialokasikan ke dalam masing-masing akun dalam pos-pos aktiva.

Tabel 4.14. Asumsi Produksi dan Penjualan PT. BUMI Resources Tbk. Periode 2005 - 2014

	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)	2014 (E)
Sales (ton)	44.410.586	49.989.785	55.431.844	51.505.244	58.081.841	66.794.117,15	76.813.234,72	84.494.558,19	92.944.014,01	102.238.415,42
%-age sales growth in 2010-2015						15,00%	15,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Production (in million ton)	44.900.000	51.600.000	53.800.000	52.800.000	62.800.000	69.708.000	77.375.880	85.887.227	95.334.882	105.821.652
%-age sales/production in 2005 - 2010	98,91%	96,88%	103,03%	97,55%	92,49%					
Average %-age sales/produksi in 2005 - 2010					97,77%					
Sales price projections for 2010 - 2014 (US\$)						75	83	88.00	77.00	75.00
Sales 98% of production (US\$)						68.313.840	75.828.362.40	84.169.482.46	93.428.184.36	103.705.218.96
Sales (US\$)						5.123.538.000	6.293.754.079.20	7.406.914.456.48	7.193.970.195.72	7.777.891.422.00
Sales on kredit (%)						0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
Sales on credit (US\$)						768.530.700	944.063.111.88	1.111.037.168.47	1.079.095.529.36	1.166.683.713.30
Sales on cash (US\$)						4.355.007.300	5.349.690.967.32	6.295.877.288.01	6.114.874.666.36	6.611.207.708.70
Cost of production										
ARUTMI N's cost of production					31.99					
Kaltim Prima Coal's (KPC) cost of production					30.69					
Average cost of production					31.34					

Keterangan:

Berdasarkan data primer

Growth standard for 2010 - 2011 15%

Sales (US\$) standard 98%

Cost of production standard 31.34

Sumber: Diolah penulis dari data primer dan data sekunder

4.3.4. Valuasi Nilai Wajar

4.3.4.1. Free Cash Flow to Equity (FCFE)

Berdasarkan asumsi-asumsi di atas maka dapat diproyeksikan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) untuk lima tahun ke depan, yang kemudian nilainya di *present value* kan untuk mendapatkan nilai ekuitas perusahaan, dan kemudian hasilnya akan diperbandingkan dengan nilai pasar perusahaan saat ini. Dalam hal ini, nilai FCFE BUMI yang didapat akan dibandingkan dengan harga pasar saham BUMI tanggal 30 Desember 2009 untuk mengetahui apakah nilai wajar yang didapat, *overvalued* atau *undervalued*. Hasil perhitungan dan proyeksi FCFE BUMI untuk lima tahun ke depan, adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.15. Proyeksi *Free Cash Flow to Equity* (FCFE)
PT. BUMI Resources, Tbk.**

Year	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)	2013 (E)	2014 (E)
Net income	190,448,692	311,018,549	569,474,091	733,269,077	645,321,601	616,832,966
Capital expenditure	1,596,965,790	204,803,782	207,543,971	210,421,170	68,031,277	78,473,936
Depreciation		23,270,476	23,270,476	23,270,476	23,270,476	23,270,476
Assets (noncash item)	753,962,069	1,182,143,082.00	1,310,577,420.08	1,400,394,907.89	1,287,434,338.15	1,286,727,148.66
Liabilities (noncash item)	1,300,533,785	1,296,124,655.00	1,296,124,655.00	1,296,124,655.00	1,296,124,655.00	1,296,124,655.00
Noncash working capital	(546,571,716)	(113,981,573)	14,452,765	104,270,253	(8,690,317)	(9,397,506)
Δ noncash working capital		432,590,143	128,434,338	89,817,488	(112,960,570)	(707,189)
Debt repayment		114,727,513	130,600,502.07	73,095,068.45	321,320,124.04	628,095,785.07
FCFE		(417,832,413)	126,165,756	383,205,827	392,201,246	(65,759,089)

Sumber: Diolah penulis dari Laporan Tahunan PT.BUMI Resources, Tbk. Periode 2005 - 2009

Perhitungan dan proyeksi FCFE di atas, menggunakan *two-stage model* dengan asumsi bahwa pada saat ini BUMI masih akan menikmati pertumbuhan yang tinggi karena di tunjang keadaan perekonomian dan pasar batubara dunia dan Indonesia. Sehingga laju pertumbuhan BUMI akan mengalami dua fase, yaitu *extraordinary high growth period*, lalu akan turun dari tahun ke tahun, dan kemudian pada akhir periode ke 5 atau tahun 2014 ke atas (*terminal year*). Berbeda dengan fase *extraordinary high growth period*, untuk perhitungan *terminal value*, akan menggunakan prosentase pertumbuhan yang stabil, yaitu 6%, mengikuti proyeksi pertumbuhan ekonomi dari pemerintah.

Setelah mendapatkan proyeksi FCFE, maka untuk mendapatkan nilai ekuitas (*value of equity*) nilai yang didapat harus di *present value* kan dengan menggunakan *discount rate* yang sudah dihitung nilainya terlebih dahulu. *Discount rate* menggambarkan tingkat resiko dari suatu aset dalam menghasilkan arus kas di masa depan. Makin tinggi nilai *discount rate*, maka makin tinggi pula resiko aset tersebut dalam menghasilkan arus kas. Berikut hasil perhitungan nilai wajar saham BUMI menggunakan pendekatan FCFE *two-stage model*:

Tabel 4.16. Present Value FCFE dan Nilai Wajar Saham PT. BUMI Resources, Tbk.

Growth normal	6,00%							
ROE normal	0,46							
Ke		0	13.87%	13.87%	13.87%	13.87%	13.87%	
Year		0	2010	2011	2012	2013	2014	Terminal Year
FCFE		0	(417,832,413)	126,165,756	383,205,827	392,201,246	(65,759,089)	
Total shares			19,404,000,000	19,404,000,000	19,404,000,000	19,404,000,000	19,404,000,000	
FCFE/share			(0.0215)	0.0065	0.0197	0.0202	(0.0034)	
PV FCFE/share			(0.0189)	0.0050	0.0134	0.0120	(0.0018)	
EPS			0.0160	0.0293	0.0378	0.0333	0.0318	
Terminal value								
Expected EPS								0.033696297
Equity reinvestment rate stable growth								13.08%
Equity reinvestment								0.004408587
Expected FCFE/share								0.02928771
Terminal value equity per share								0.371912439
Value per share (US\$)	0.01 + 0.221171295							
	0.230899884							
Value per share (Rupiah)	2,147.368922							
Market Value	2,425							

Sumber: Diolah penulis dari Laporan Tahunan PT.BUMI Resources, Tbk. Periode 2005 - 2009

Dari kedua tabel di atas, hasil perhitungan FCFE menunjukkan bahwa nilai wajar saham BUMI adalah sebesar Rp. 2.147,37. Nilai ini ternyata lebih rendah dibandingkan harga saham BUMI di pasar modal, yaitu sebesar Rp. 2.425. maka dalam hal ini nilai saham BUMI dapat dikatakan *overvalued*.

4.3.4.2. *Relative Valuation* Dengan Pendekatan *PER Comparable Firm*

Inti dari *relative valuation* adalah membandingkan suatu aset tertentu dengan aset lainnya yang dianggap dapat diperbandingkan diantara keduanya. Dalam penelitian kali inipun penulis harus mengumpulkan perusahaan-perusahaan untuk dijadikan pembanding atau “*comparable companies*” untuk melakukan *relative valuation*. Definisi “*comparable companies*” itu sendiri terkadang dapat menimbulkan kontroversi, karena tidak ada perusahaan yang benar-benar mirip (identik). Hal ini dikarenakan dari segi resiko, *Return on Equity* (ROE) dan karakteristik produk yang dihasilkan.

Namun berdasarkan hasil wawancara dengan pihak manajemen BUMI, mereka menyebutkan dari sebelas perusahaan pertambangan batubara yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia, termasuk di dalamnya PT. BUMI Resources, Tbk., terdapat empat perusahaan yang dapat dijadikan pesaing terdekat dengan mereka, yaitu: PT. Adaro Energy, Tbk. (ADRO), PT. Bayan Resources, Tbk. (BYAN), PT Indo Tambangraya Megah, Tbk. (ITMG), dan PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk. (PTBA).

Tabel 4.18. Daftar Nama Perusahaan Pertambangan Batubara yang Telah Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Saat Ini

(data per 24 Juni 2010)

Nama Perusahaan (Emiten)	Kode
Adaro Energy, Tbk.	ADRO
Atpk Resources, Tbk.	ATPK
Bayan Resources, Tbk.	BYAN
BUMI Resources, Tbk.	BUMI
Darma Henwa Tbk.	DEWA
Garda Tujuh Buana, Tbk.	GTBO
Indo Tambangraya Megah, Tbk.	ITMG
Perdana Karya Perkasa, Tbk.	PKPK
Petrosea, Tbk.	PTRO
Resources Alam Indonesia, Tbk.	KKGI
Tambang Batubara Bukit Asam Tbk.	PTBA

Sumber: Diolah penulis dari harian Seputar Indonesia

Pendekatan *relative valuation* yang akan digunakan adalah pendekatan *earning multiple* atau *Price to Earning Ratio* (P/ER). Berikut, adalah data P/ER 2008 dan 2009, Pertumbuhan P/ER dari kelima perusahaan:

Tabel 4.18. PER Perusahaan dan Pertumbuhannya, serta PER Rata-Rata Industri

Nama Perusahaan (Emiten)	P/ER 2008	P/ER 2009	Pertumbuhan P/ER
Adaro Energy, Tbk.	3.55	49.71	12.99
Bayan Resources, Tbk.	22.93	807.14	34.21
BUMI Resources, Tbk.	2.46	25.55	9.37
Indo Tambangraya Megah, Tbk.	5.32	9.68	0.82
Tambang Batubara Bukit Asam Tbk.	5.83	23.28	2.99
P/ER Rata-Rata Industri	8.02	183.07	12.08

Sumber: Diolah penulis dari Laporan Tahunan Masing-Masing Perusahaan Periode 2008 dan 2009

Dari tabel di atas, terlihat bahwa nilai P/ER BUMI – P/ER 2008, P/ER 2009, dan pertumbuhan P/ER – selalu berada di bawah rata-rata PER industri. Sehingga dapat dikatakan bahwa P/ER BUMI *underrvalued* terhadap rata-rata industri, namun kemudian diasumsikan dengan ‘*subjective adjustment*’ bahwa hal ini bisa saja terjadi mengingat karakteristik BUMI seperti resiko, ROE, dan sebagainya berbeda dengan perusahaan lainnya meski berada dalam satu industri yang sama.