



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**KOMPARASI NILAI INTRINSIK HARGA SAHAM  
PT BANK BUKOPIN BERDASARKAN LAPORAN KEUANGAN TAHUN 2009 - 2010**

**TESIS**

**ARIES SATJAWIDJAJA  
0906655396**

**FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK  
DEPARTEMEN ILMU ADMINISTRASI  
PROGRAM PASCASARJANA**

**JAKARTA  
Januari, 2012**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**KOMPARASI NILAI INTRINSIK HARGA SAHAM  
PT BANK BUKOPIN BERDASARKAN LAPORAN KEUANGAN TAHUN 2009 - 2010**

**TESIS**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar  
Magister Ilmu Administrasi (M.A)**

**ARIES SATJAWIDJAJA  
0906655396**

**FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK  
DEPARTEMEN ILMU ADMINISTRASI  
PROGRAM PASCASARJANA  
Kekhususan : Administrasi dan Kebijakan Bisnis**

**JAKARTA  
Januari, 2012**

ii

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Aries Satjawidjaja

NPM : 0906655396

Tanda Tangan :



Tanggal : 9 Januari 2012

## HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :

Nama : Aries Satjawidjaja  
NPM : 09066655396  
Program Studi : Ilmu Administrasi  
Judul Tesis : Komparasi Nilai Intrinsik Harga Saham  
PT Bank Bukopin Tbk Berdasarkan Laporan Keuangan Tahun  
2009 - 2010

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan untuk memperoleh gelar Magister Administrasi (M.A) pada Program Pascasarjana, Departemen Ilmu Administrasi, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia.

### DEWAN PENGUJI

Ketua Sidang : Prof. Dr. Martani Huseini

Pembimbing : Prof. Dr. Chandra Wijaya, MM., MSi

Penguji Ahli : Prof. Dr. Ferdinand D Saragih, MA

Sekretaris Sidang : Umanto Eko, S.Sos, M.Si

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 9 Januari 2012

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

---

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

Nama : Aries Satjawidjaja  
NPM : 0906655396  
Program Studi : Studi Ilmu Administrasi  
Departemen : Ilmu Administrasi  
Fakultas : Ilmu Sosial dan Ilmu Politik  
Jenis Karya : Tesis

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

Komparasi Nilai Intrinsik Harga Saham PT Bank Bukopin Tbk Berdasarkan Laporan Keuangan Tahun 2009-2010

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta  
Pada tanggal : 9 Januari 2012  
Yang menyatakan



(Aries Satjawidjaja)

## KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Allah SWT yang memberikan segala kemudahan dan kekuatan kepada saya untuk menuntaskan perkuliahan pascasarjana serta penulisan karya ilmiah ini tepat pada waktunya.

Ide tesis ini berawal dari keterlibatan aktif sebagai mahasiswa pascasarjana *cum entrepreneur* dimana fenomena Akuisisi, *take over*, merger adalah suatu keniscayaan dalam bisnis untuk terus berkembang dan *survive*. Terlebih lagi peranan Bank sebagai urat nadi perekonomian tidak terbantahkan. Untuk itu, saat mengetahui dan mengamati proses rencana akuisisi Bank Bukopin oleh dua BUMN utama di pasar Modal maka keingintahuan penulis menjadi semakin intens dan mengkristal menjadi ide awal penelitian.

Dengan selesainya penulisan karya ilmiah ini, penulis bermaksud mengucapkan ungkapa terima kasih dan apresiasi setulus-tulusnya kepada:

1. Rektor UI Prof. Dr. Der Zos Gumilar R Somantri
2. Dekan FISIP UI Prof. Dr. Bambang Shergi Laksmono
3. Ketua Program Pascasarjana Ilmu Administrasi FISIP UI Prof. Dr. Rer. Publ Eko Prasajo untuk segenap kesempatan dan lingkungan yang akademis dalam menimba ilmu di Program Pascasarjana Administrasi Kebijakan Bisnis
4. Dosen Pembimbing saya Prof. Dr.Chandra Wijaya, MM, M.Si untuk segala pengarahan, *challenges* atas gagasan awal tesis ini dan perhatian selama masa bimbingan saya haturkan penghargaan setulus-tulusnya

5. Dosen Penguji saya Prof Dr. Martani Huseini, MBA selaku Ketua Sidang, Prof. Dr. Ferdinand D Saragih, MA sebagai penguji ahli, dan Umanto, S.Sos, M.Si sebagai sekretaris sidang dalam sidang proposal maupun sidang tesis yang memberi masukan dan catatan kritis sehingga tesis ini menjadi semakin dalam dan bermakna bagi pengembangan pengetahuan akademik penulis

6. Dosen-dosen pengajar di Administrasi Kebijakan Bisnis lokus dan lingkungan bermakna menuntut ilmu administrasi lanjutan.

7. Keluarga: Isteri saya Finnya Mustafa dan putra putri saya tersayang M Barii dan Kamisjka Ghifara untuk segala dukungan dan keceriaan selama ini.

8. Ibu Sri Milani atas dukungan, masukan dan kesabarannya, semua akan indah pada waktunya.

9. Bapak Tulus Sugihartono, SE, MBA, Bapak Ir. I B Yudhi Parwatha, MBA Bapak Drs. Wadio Cahyo Tomo atas dukungannya selama ini.

8. Para pihak yang tidak dapat saya sebutkan satu per satu.

Terima kasih setinggi-tinggi nya untuk segala dukungan, do'a, semangat dan bantuan Bapak/Ibu/Saudara selama ini.

Salam hangat,

Aries Satjawidjaja

## ABSTRAK

Nama /NPM : Aries Satjawidjaja - 0906655396  
Program Studi : Pascasarjana Administrasi Kebijakan Bisnis  
Judul : Komparasi Nilai Intrinsik Harga Saham Bank Bukopin Tbk Berdasarkan Laporan Keuangan Tahun 2009-2010

Bank Bukopin Tbk, selaku bank umum nasional yang telah masuk di Bursa Efek Indonesia, terus mengembangkan sayap bisnis perbankan melalui strategi pengembangan organik. Dalam perkembangannya, dua perusahaan BUMN yakni Jamsostek dan Bank Rakyat Indonesia Tbk, tertarik untuk mengambalalih (*take over*) sejumlah saham milik Bank Bukopin Tbk. Pertanyaan yang muncul kemudian dan menarik untuk dijadikan fokus studi adalah: (1). Bagaimana nilai intrinsik harga saham Bank Bukopin berdasarkan lima metode valuasi yaitu; *Price Earning Ratio* (PER), *Price to Book Value* (PBV), *Discounted Cash Flow* (DCF), *Dividend Discount Model* (DDM) dan *Discounted Abnormal Earning* (DAE). (2) Bagaimana rekomendasi yang dapat diberikan terkait dengan nilai intrinsik harga saham Bank Bukopin Tbk berdasar lima metode valuasi di atas, bila dibandingkan dengan harga aktual per Oktober 2010.

Tesis ini menggunakan makalah Wijaya dan Nirmala (2007) dalam memvaluasi harga wajar saham Bank Bukopin Tbk serta *paper* dari Jensen (1988) guna mendiskusikan temuan hasil penelitian. Dari lima metode valuasi, PER, PBV dan DCF adalah metode valuasi paling pas untuk dapat diberikan rekomendasi berapakah nilai intrinsik Bank Bukopin Tbk. Selain rekomendasi, diskusi hasil penelitian juga dipaparkan dalam Tesis berikut.

Kata Kunci: Valuasi Saham, *Take Over*, *Free Cash Flow*, *Earning Per Share*, *Book Value*

## **Abstract**

Name / Student ID : Aries Satjawidjaja – 0906655396

Dept / Program : Administrative Science – Postgraduate Business Policy

Thesis title : Comparative Intrinsic Value of Bank Bukopin Tbk Shares Based on Financial Report For the 2009-2010 Year End

Bank Bukopin Tbk is one of the commercial bank that already listed in Indonesia Stock Exchange. Bank Bukopin Tbk pursues to keep expanding the business banking through the organic development strategies. While the bank expands, There are two State-Owned Enterprise namely Jamsostek and Bank Rakyat Indonesia Tbk, had already declared their intention to take over some amount of the Bukopin Shareholders. The research questions are: (1). How the Bukopin's Intrinsic Value based on 5 stock valuation methods: *Price Earning Ratio* (PER), *Price to Book Value* (PBV), *Discounted Cash Flow* (DCF), *Dividend Discount Model* (DDM), and *Discounted Abnormal Earning* (DAE). (2). How recommendation shall be proceed based on results from those 5 stock valuation methods in accordance to Actual Market Price in October 2010.

This Thesis used several main papers to be main references that are Wijaya and Nirmala (2007) in order to valuate the intrinsic value of Bank Bukopin Tbk and Jensen (1988) in discuss the research findings. From 5 stock valuation methods, PER, PBV and DCF are the most feasible to give the best recommendations on how much Bank Bukopin Tbk intrinsic value is. Beside the recommendation highlight in this thesis, discussion of research findings also prepare in this paper.

Key Words: Stock Valuation, Take Over, Cash Flow, Earning Per Share

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .....	ii
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS .....	iii
HALAMAN PENGESAHAN .....	iv
KATA PENGANTAR .....	v
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI .....	vii
ABSTRAK .....	viii
<i>ABSTRACT</i> .....	ix
DAFTAR ISI .....	x
DAFTAR GAMBAR (SKEMA) .....	xiv
DAFTAR TABEL .....	xv
1. PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah .....	1
1.2. Perumusan Masalah .....	7
1.3. Tujuan Penelitian .....	8
1.4. Manfaat Penelitian .....	9
1.5. Batasan Penelitian .....	9

1.6. Sistematika Penulisan .....	9
2. TINJAUAN PUSTAKA	
2.1. Manajemen Keuangan Bank .....	12
2.1.1. Laporan Keuangan .....	12
2.1.2. Analisis Rasio .....	13
2.1.3. Analisis Tren .....	15
2.1.4. Analisis Vertikal .....	15
2.2. Valuasi Harga Saham dan Analisis Fundamental .....	15
2.3. Analisis Harga Saham dan <i>Price Earning Ratio</i> (PER) .....	21
2.3.1. Pendekatan PER .....	21
2.3.2. Kelebihan Pendekatan PER .....	23
2.3.3. Faktor-Faktor Fundamental PER .....	24
2.4. Analisis Saham Dengan <i>Price to Book Value</i> (PBV) .....	28
2.5. Analisis Saham Dengan <i>Discounted Cash Flow</i> (DCF) .....	29
2.6 Analisis Saham Dengan <i>Dividend Discount Model</i> (DDM) .....	31
2.6.1. Analisis Saham Dengan <i>Discounted Abnormal Earning</i> (DAE) .....	35
2.7. Teori Agensi ( <i>Agency Theory</i> ) dan Konsep Utama <i>Take Over</i> .....	36
2.8. Arsitektur Perbankan Indonesia (API) serta Implikasi Kebijakan API bagi Bank Umum .....	42
2.8.1. Analisis Faktor CAMEL .....	50
2.8.2. Pembobotan .....	53
2.8.3. Analisis Rentabilitas .....	55
2.8.4. Analisis Rasio Keuangan – Sistem Du Pont .....	56
2.9. Literatur Penelitian Sebelumnya .....	57

### 3. METODE PENELITIAN

3.1. Pendekatan Dan Jenis Penelitian .....	63
3.2. Variabel Dan Sumber Data Penelitian .....	64
3.3. Model Analisis Harga Saham .....	65
3.3.1. Analisis Harga Saham dengan PER .....	65
3.3.2. Analisis Harga Saham dengan PBV .....	66
3.3.3. Analisis Harga Saham dengan DCF .....	66
3.3.4. Analisis Harga Saham dengan DDM .....	67
3.3.5. Analisis Harga Saham dengan DAE .....	68
3.4. Pengolahan Dan Analisis Data .....	68

### 4. PEMBAHASAN HASIL STUDI

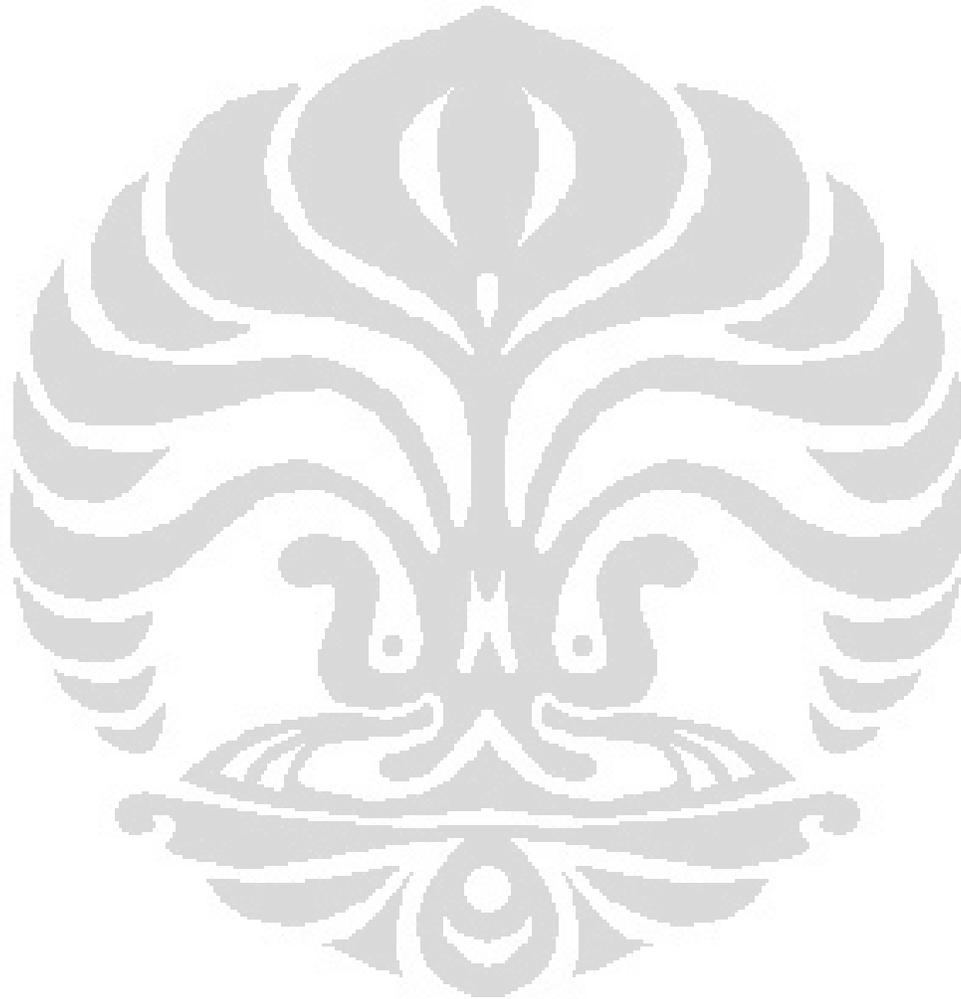
4.1. Perkembangan dan Status Terkini Dari Rencana Akuisisi Saham Bank Bukopin Tbk .....	73
4.2. Valuasi Harga Saham BBKP dengan metode PER .....	78
4.3. Valuasi Harga Saham BBKP dengan metode PBV .....	80
4.4. Valuasi Harga Saham BBKP dengan metode DCF .....	82
4.5. Valuasi Harga Saham BBKP dengan metode DDM .....	84
4.6. Valuasi Harga Saham BBKP dengan metode DAE .....	86
4.7. Komparasi Nilai Intrinsik dan Nilai Pasar Saham BBKP .....	88
4.8. Diskusi Hasil Penelitian .....	91

### 5. SIMPULAN DAN SARAN

5.1. Simpulan .....; 99  
5.2. Saran ..... 100

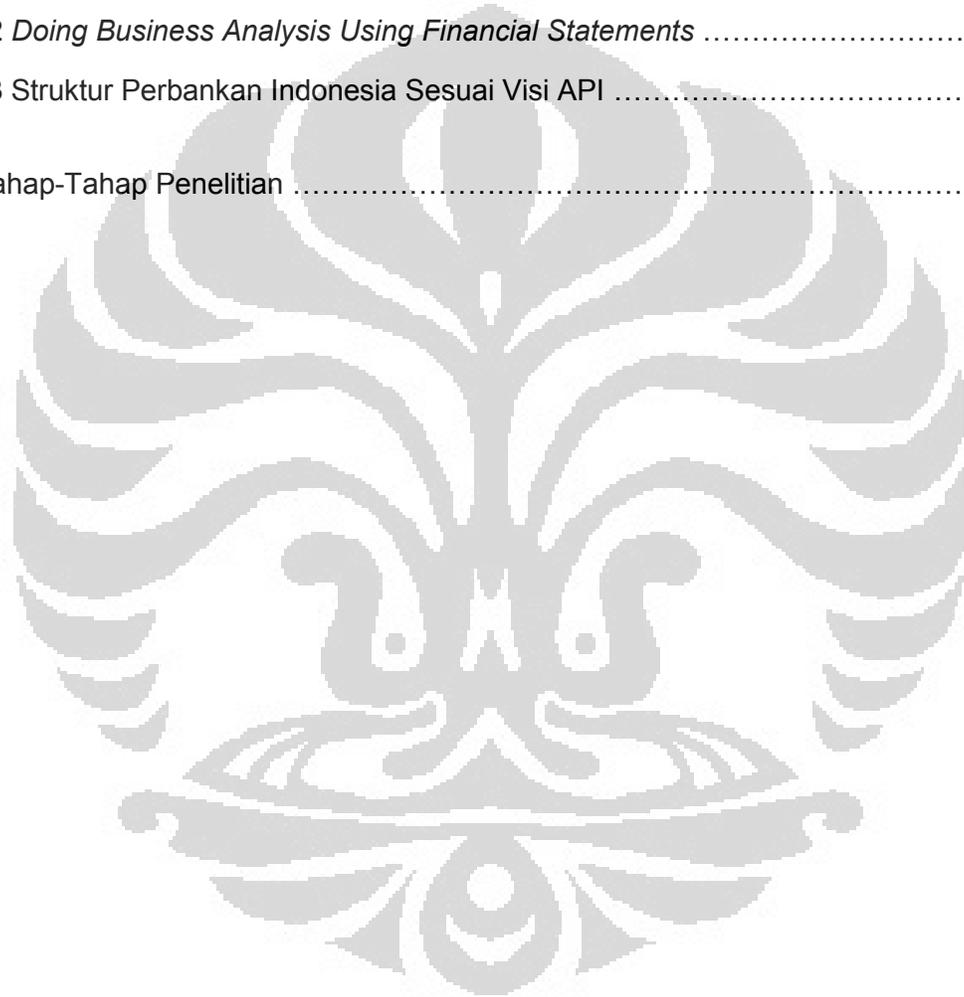
DAFTAR PUSTAKA ..... 102

LAMPIRAN



## DAFTAR GAMBAR (SKEMA)

Gambar 1 Analisis <i>Intrinsic Stock Value</i> dalam Pengambilan Keputusan .....	16
Gambar 2 <i>Doing Business Analysis Using Financial Statements</i> .....	20
Gambar 3 Struktur Perbankan Indonesia Sesuai Visi API .....	45
Skema Tahap-Tahap Penelitian .....	71



## DAFTAR TABEL

Tabel 1 Perkembangan Harga Saham Bank Bukopin tahun 2006-2009 .....	4
Tabel 2 Perbandingan PER dan PBV Beberapa Bank .....	5
TABEL II.1. Perhitungan Prime Rate .....	46
TABEL II.2. BIAYA DANA (COLF) Reserve Ratio 3 % .....	47
TABEL II.3. Over Head Cost .....	47
Tabel II.4. Rangkuman Literatur Penelitian Terdahulu .....	59
Tabel IV.1. PER Bukopin dan Komparasi PER Bank Lainnya .....	79
Tabel IV.2. PBV Bukopin dan Komparasi PBV Bank Lainnya .....	81
Tabel IV.3. Perhitungan saham Bukopin dengan metode <i>Discounted Cash Flow</i> .....	83
Tabel IV.4. Perhitungan saham Bank Bukopin dengan Metode <i>Dividen Discount Model</i> .....	86
Tabel IV.5. Perhitungan saham Bank Bukopin Metode <i>Discounted Abnormal Earning</i> .....	87
Tabel IV.6 Komparasi Nilai Intrinsik dan Nilai Pasar Saham Bank Bukopin .....	88

## **BAB I**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1. Latar Belakang Masalah**

Babak baru perkembangan industri perbankan di Indonesia telah dimulai Sejak dikeluarkannya deregulasi perbankan pada tanggal 1 Juni 1983 yang menjadi kebijakan mendasar dibidang perbankan dan membawa perkembangan yang sangat pesat didalam perekonomian Indonesia. Kebijakan tersebut selanjutnya disusul dengan paket 27 oktober 1988 yang lebih dikenal dengan pakto 88 . Kedua Kebijakan tersebut telah banyak mengubah kehidupan perbankan nasional. Keberhasilan itu dinyatakan dalam angka-angka absolut seperti mobilitas dana, jumlah penyaluran kredit, besarnya asset, modernisasi alat-alat perbankan dan peningkatan tenaga professional di bidang perbankan.

Namun perkembangan perbankan yang demikian pesat tersebut juga membawa pengaruh negatif yaitu adanya Bank bermasalah. Untuk menanggulangi masalah tersebut dikeluarkanlah paket Deregulasi Perbankan 1991 dan diikuti dengan lahirnya undang – undang nomor 7 Tahun 1992 tentang Perbankan (yang telah diubah dengan Undang-undang Nomor 10 Tahun 1998 tentang Perubahan Undang-undang Nomor 7 Tahun 1992 tentang Perbankan) dan terakhir dikeluarkan paket Mei 1993 Yang merupakan penyempurnaan paket tahun 1991, secara umum ketentuan tersebut mengatur bank agar beroperasi berdasarkan prinsip atau azas kehati-hatian (*Prudential Banking*). Faktor-faktor utama yang digunakan oleh Bank Indonesia dalam menerapkan azas prudential banking adalah menyangkut **CAMELS** ; **Capital** (Permodalan), **Assets**

Universitas Indonesia

*Quality* (Kualitas Aktiva Produktif), *Management* (Manajemen), *Earning* (Rentabilitas), *Liquidity* (likuiditas) dan *Sensitivity to market risk* (sensitivitas terhadap risiko pasar. Dengan adanya kepatuhan terhadap penerapan prinsip kehati-hatian secara, maka diharapkan bank – bank dapat tumbuh dan berkembang secara sehat dan berdaya saing.

Dari serangkaian kebijakan tersebut membuat persaingan antar bank semakin ketat (kompetitif) hal ini terlihat dari data jumlah bank sebelum dikeluarkannya pakto 88 hanya terdapat 112 bank dan sampai dengan akhir tahun 1997 menjadi 220 bank, namun pada tahun 2010 jumlah bank tinggal 120 bank. Agar bank dapat bertahan di industri perbankan dan terkait dengan arsitektur perbankan Indonesia, maka bank harus dapat meningkatkan permodalannya sehingga dapat terus berkembang, karena sulitnya meningkatkan modal maka banyak bank mulai berfikir untuk dapat menggali modal dari masyarakat. cara untuk menggali dana tersebut yaitu dengan cara berusaha memasuki pasar modal. sampai dengan akhir tahun 2010 dari 120 jumlah bank yang beroperasi di Indonesia baru ada 31 bank yang sudah memasuki pasar modal menjadi bank “Go Public”.

Salah satunya adalah Bank Bukopin yang berdiri sejak tahun 1970 memfokuskan diri pada segmen Usaha Mikro Kecil dan Menengah, telah tumbuh dan berkembang menjadi bank kelompok menengah, sehingga saat ini juga menangani segmen Konsumer dan Komersial. Pada Tahun 2006, Bank Bukopin masuk pasar modal melalui Initial Public Offering (IPO), hal ini bertujuan agar Bank Bukopin menjadi lembaga perbankan

yang terus dipercaya masyarakat dengan struktur keuangan yang kokoh dan sehat, sehingga member hasil terbaik secara berkelanjutan.

Dengan masuknya bank ke pasar modal selain dapat menghimpun dana dari masyarakat juga akan membuat bank semakin dikenal secara Nasional dan internasional. Dengan menjadi bank public, maka penilaian kinerja bank menjadi semakin berat, karena selain harus dapat memenuhi seluruh ketentuan dari otoritas moneter (Bank Indonesia) terutama dalam hal "Tingkat Kesehatan Bank", bank tersebut juga harus dapat meningkatkan pendapatan per lembar saham (*Earning per share*) dan harga pasar saham (*Market Price*) sehingga sahamnya menjadi saham yang diminati di pasar modal. Dengan demikian ukuran kinerja (performance) bank go publik selain harus sehat menurut ketentuan Bank Indonesia sebagai dasar kelangsungan operasionalnya, saham bank tersebut juga harus diminati dipasar modal. Hal tersebut dapat diukur dari harga saham, transaksi (likuiditas) saham dan EPS bank tersebut (Frensidy, 2010; Damodaran 1997; Palepu, Bernard, dan Healy 1996).

Dari gambaran tersebut, jelas bahwa pertumbuhan bank yang sehat di Indonesia akan mendukung pembangunan nasional sebagaimana salah satu fungsinya bank yaitu sebagai agen pembangunan (agent of development) dan kondisi ini pada akhirnya akan mengedukasi masyarakat tentang dunia perbankan dan juga mengedukasi masyarakat tentang pasar modal yang pada era sekarang ini merupakan salah satu kebutuhan sumber pendanaan eksternal bagi perusahaan publik.

Hal lain adalah apa yang telah dijalankan oleh manajemen bank Bukopin dengan prinsip kehati-hatiannya, telah mampu melalui krisis baik pada tahun 1998 juga krisis *subprime mortgage* yang terjadi pada tahun 2008-2009. Pada 10 Juli 2006 Bank Bukopin (BBKP.JK) mencatatkan saham sejumlah 15% dari *enlarged capital* atau sebanyak-banyaknya 843.765.500 lembar saham baru yang merupakan saham atas nama kelas B dengan nilai nominal Rp 100 (seratus rupiah), dengan harga penawaran Rp 350 (tiga ratus lima puluh rupiah) setiap lembarnya. Sementara itu, saham BBKP saat ini telah tercatat sejumlah 6,094,988,753 lembar saham di Bursa Efek Indonesia. Berikut disajikan tabel 1 Perkembangan Harga Saham Bank Bukopin dari tahun 2006-2009

Tabel 1  
Perkembangan Harga Saham Bank Bukopin tahun 2006-2009

Periode	Harga Tertinggi	Harga Terendah	Harga Penutupan	Volume Transaksi (Jutaan Lembar)	Nilai Transaksi (Milyar Rupiah)
2006	750	350	430	2,717	1,536
2007	730	420	560	2,570	1,560
2008	550	164	200	823	307
2009	445	189	375	2,402	808

Sumber: Data Bursa Efek Indonesia 2006-2009

Dengan kinerja pasar yang penulis sajikan di atas, performa saham Bank Bukopin terus mengalami kenaikan volume transaksi, nilai transaksi serta harga pasar (terendah, tertinggi dan penutupan) dari waktu ke waktu. Penurunan hanya terjadi pada tahun 2008 dimana Bursa Efek Indonesia, seperti juga berbagai bursa saham dunia mengalami

penurunan signifikan akibat krisis ekonomi Amerika Serikat dan Eropa pada umumnya, penurunan juga terjadi pada saham Bank Bukopin tanpa terkecuali.

Bank Bukopin menarik untuk dijadikan sebagai *case study* dengan pertimbangan sebagai berikut: *pertama*, Saham Bank Bukopin relatif murah dibandingkan dengan rata-rata bank sejenis maupun rata-rata industri. Misalnya PER Bank Permata sebesar 20x (2009) dan 15X (2010), PBV Bank Permata adalah 1,99x (2009) dan 1,94x (2010), sedangkan Bank Tabungan Negara (BTN) memiliki *Price Earning Ratio* (P/E) sebesar 24X (2009) dan 16X (2010), dengan *Price to Book Value* (PBV) Bank Tabungan Negara adalah 2,12X (2009) dan 2,27X (2010). Perbandingan Nilai PER dan PBV beberapa Bank dengan ukuran yang serupa dengan Bank Bukopin disajikan pada tabel di bawah ini:

Tabel 2  
Perbandingan PER dan PBV Beberapa Bank

No.	Ticker	Nama Institusi Bank	2009		2010	
			PER	PBV	PER	PBV
1	INPC	Bank Artha Graha Internasional	15.57	0.68	9.63	0.76
2	BTPN	Bank Tabungan Pensiunan Nasional	17.74	3.66	21.15	4.20
3	BBKP	Bank Bukopin	6.22	0.89	8.12	1.39
4	BAEK	Bank Ekonomi Raharja	24.16	3.99	22.52	2.90
7	MAYA	Bank Mayapada Internasional	104.69	4.33	34.15	1.77
8	MEGA	Bank Mega	11.84	1.87	10.62	2.31
9	NISP	Bank OCBC NISP	10.54	1.11	29.89	2.12
10	BNLI	Bank Permata	20.00	1.99	15.41	1.94
11	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero)	23.62	2.12	15.96	2.27
		Rata-rata Industri	26.04	2.29	18.61	2.18

\* Disadur dari berbagai sumber

*Kedua*, berdasarkan valuasi Bank Bukopin yang relatif murah dan peluang bisnis perbankan dengan model bisnis yang menarik seperti yang selama ini telah digeluti Bukopin. Maka bukanlah sesuatu yang baru bila kemudian banyak pihak perusahaan lain tertarik untuk mengakuisisi saham Bank Bukopin berdasarkan motivasi manajemen masing-masing perusahaan tersebut.

Dalam perkembangannya selanjutnya pada bulan Oktober tahun 2010 menjadi incaran dari dua Badan Usaha Milik Negara yaitu: PT Bank Rakyat Indonesia, Tbk dan PT Jamsostek. Berdasarkan berita pada harian Investor Daily (26 April 2010), PT Jamsostek akan membeli 20% saham BBKP dengan nilai transaksi sejumlah 500-600 milyar Rupiah melalui penerbitan saham baru BBKP (*right issue*) yang dilaksanakan pada tahun 2010. Sedangkan Bank BRI sebagaimana disebutkan Direktur Utama Bank BRI Sofyan Baasir (Okezone, 8 Februari 2011), berniat mengakuisisi Bank Bukopin melalui penambahan porsi kepemilikan seperti saat Bank BRI membeli bank syariah pada tahun 2009. Dana yang dipersiapkan Bank BRI guna mengakuisisi Bank Bukopin mencapai 700-900 Milyar Rupiah (Detikfinance, 19 Februari 2011)

Kedua BUMN tersebut menawarkan dengan harga yang beragam, sehingga diperlukan suatu perhitungan yang cermat atas nilai saham (valuasi) PT Bank Bukopin, Tbk yang berguna bagi pengambil keputusan baik dari sisi manajemen Bank Bukopin maupun sisi penawar (Jamsostek dan Bank BRI). Berdasarkan masalah faktual dan konseptual yang penulis uraikan sebelumnya maka pokok permasalahan karya ilmiah ini adalah bagaimana perbandingan metode valuasi saham Bank Bukopin Tbk

melalui berbagai metode valuasi yang digunakan dalam khazanah literature valuasi dan keuangan perusahaan (Damodaran 1997; Palepu, Bernard, dan Healy 1996, Titman dan Martin 2011). Kemudian dari metode valuasi tersebut bagaimanakah rekomendasi yang dapat diambil bila dibandingkan dengan harga saham Bank Bukopin aktual per Oktober 2010.

### 1.2. Perumusan Masalah

Sebagai sebuah Bank yang telah mencatatkan diri di Bursa Efek Indonesia, maka manajemen Bank Bukopin selain tidak hanya harus beroperasi berazaskan prinsip kehati-hatian (*prudential banking*) yang ditentukan oleh Bank Indonesia, namun juga harus bisa memperoleh keuntungan (rentabilitas) atau memaksimalkan pendapatan perlembar saham (EPS) yang dapat memuaskan keinginan para pemegang saham publik (*share holders*).

Dari penelitian terhadap data keuangan perusahaan dan ketentuan-ketentuan Bank Indonesia, menjadi sesuatu yang menarik untuk dipelajari, ditelaah mengenai keberadaan nilai saham sesungguhnya dari Bank Bukopin sehingga menjadi incaran 2 Badan Usaha Milik Negara. Untuk itu diperlukan penilaian kembali atas saham Bank Bukopin pada periode tersebut dengan mengacu kepada analisis fundamental saham Bank Bukopin berdasarkan laporan keuangan tahunan yang diaudit.

Berdasarkan uraian permasalahan di atas, peneliti mengajukan rumusan permasalahan penelitian sebagai berikut:

1. Bagaimana nilai intrinsik harga saham Bank Bukopin berdasarkan teknik valuasi fundamental yang terdiri dari *Price Earning Ratio* (PER), *Price to Book Value* (PBV), ~~dan~~ *Discounted Cash Flow* (DCF), *Discounted Abnormal Earning* serta *Dividend Discount Model* (DDM)?
2. Bagaimana rekomendasi yang diberikan terkait dengan harga wajar (nilai intrinsik) dari saham Bank Bukopin berdasarkan ~~tiga teknik~~ lima teknik valuasi yang peneliti pergunakan yaitu PER, PBV, DCF, DDM dan *Discounted Abnormal Earning* bila dibandingkan dengan harga aktual Bank Bukopin per Oktober 2010gunakan?

### 1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini sangat penting untuk dapat mengetahui valuasi harga saham Bank Bukopin untuk periode Oktober 2010, khususnya penelitian ini bermaksud:

1. Menganalisis nilai intrinsik saham Bank Bukopin berdasarkan teknik valuasi fundamental yang terdiri dari *Price Earning Ratio* (PER), *Price to Book Value* (PBV) dan *Discounted Cash Flow* (DCF), *Discounted Abnormal Earning* (DAE), serta *Dividend Discount Model* (DDM).
2. Memberikan rekomendasi yang diberikan terkait dengan harga wajar saham Bank Bukopin berdasarkan teknik ~~tiga teknik~~ valuasi saham; PER, PBV, ~~dan~~ DCF, DAE dan DDM.

Comment [JD1]:

#### 1.4. Manfaat Penelitian

Di dalam penelitian ini walaupun dilakukan perbandingan dengan Industri, namun tidak semua aspek dibandingkan secara detail sehingga hasil penelitian ini tidak dapat generalisasi artinya :

- Hasil penelitian ini hanya berguna untuk analisis harga wajar (nilai intrinsic) saham Bank Bukopin menurut analisis fundamental.
- Berguna bagi para investor yang ingin mengetahui harga saham wajar PT. Bank Bukopin Tbk
- Selain itu, rekomendasi hasil penelitian ini dapat dijadikan referensi bagi pihak pemangku kepentingan, antara lain: manajemen Bank Bukopin, manajemen Bank BRI dan manajemen Jamsostek

Formatted: List Paragraph, Bulleted + Level: 1 + Aligned at: 0.55" + Indent at: 0.8"

Formatted: List Paragraph, Indent: Left: 0.8"

#### 1.5. Batasan Penelitian

Ruang lingkup penelitian ini membahas sisi valuasi fundamental Bank Bukopin untuk periode tahun buku 2009 dan tahun buku 2010. Perbandingan dua tahun buku tersebut dimaksudkan memberikan deskripsi yang lebih utuh kepada manajemen internal maupun pihak pembeli potensial yang mengajukan penawaran.

#### 1.6. Sistematika Penulisan

##### Bab I Pendahuluan

Bab Pendahuluan yang terdiri dari latar belakang permasalahan, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, batasan masalah penelitian dan diakhiri dengan sistematika penulisan karya ilmiah, penulis

Formatted: Indent: Left: 0", Space After: 0 pt

memaparkan masalah faktual dan konseptual penelitian. Penulis merumuskan masalah penelitian serta tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini serta manfaat yang diharapkan serta batasan masalah.

## **Bab II Tinjauan Pustaka**

Bab Tinjauan Pustaka yang menjadi kajian literature berisikan sub bab sebagai berikut: Manajemen Keuangan Bank, Valuasi Harga Saham dan Analisis Fundamental, Analisis Harga Saham dan PER, Analisis Saham dengan PBV, Analisis Saham dengan DCF, Analisis Saham dengan *Dividend Discount Model* (DDM), Analisis Saham dengan *Discounted Abnormal Earning*, Teori Agensi dan Konsep utama dalam Akuisisi Perusahaan, Arsitektur Perbankan Indonesia (API) dan Implikasi kebijakan API bagi bank umum nasional, serta Literatur Penelitian sebelumnya menutup Bab Tinjauan Pustaka ini.

Formatted: Indent: Left: 0", Space After: 0 pt

## **Bab III Metode Penelitian**

Bab yang berisikan pendekatan dan jenis penelitian, variabel dan sumber data penelitian, model analisis harga saham menggunakan pendekatan PER, PBV, DCF, DDM, dan *Discounted Abnormal Earning* kemudian dipaparkan pengolahan dan analisis data merupakan operasionalisasi penelitian guna menjawab rumusan masalah yang menjadi topik penelitian.

Formatted: Indent: Left: 0", Space After: 0 pt

## **Bab IV Pembahasan Hasil Studi**

Bab ini berisikan pembahasan hasil studi valuasi saham yang terdiri dari perkembangan dan status terkini dari rencana akuisisi saham Bank Bukopin Tbk oleh kedua pembeli potensial (*potential bidder*) dan menyajikan hasil perhitungan valuasi saham Bank Bukopin Tbk berdasarkan dua pendekatan utama: *price*

Formatted: Indent: Left: 0", Space After: 0 pt

*multiple (Price Earning Ratio dan Price to Book Value) maupun Discounted Analysis Methods (Discounted Cash Flow, Dividend Discount Model, serta Discounted Abnormal Earning).*

Pembahasan hasil studi juga akan mendiskusikan apa dan bagaimana yang menyebabkan Bank BRI dan Jamsostek tertarik untuk mengakuisisi saham Bank Bukopin, termasuk kalkulasi bisnisnya. Bagian terakhir membahas tentang Bagaimana reaksi manajemen Bank Bukopin terhadap proposal akuisisi oleh kedua institusi tersebut (BRI dan Jamsostek).

#### **Bab V Kesimpulan dan Rekomendasi**

Karya Ilmiah ini ditutup dalam Bab terakhir yakni Bab V yang berisikan kesimpulan yang dapat diperoleh berdasarkan studi valuasi harga saham Bank Bukopin Tbk dan rekomendasi yang penulis berikan kepada para pihak seperti Manajemen Bank Bukopin Tbk, Manajemen Bank BRI Tbk, serta Manajemen Jamstostek.

**Formatted:** Indent: Left: 0", Space After: 0 pt

**Formatted:** Font: Bold



## BAB II TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1.1. Manajemen Keuangan Bank

Dalam menganalisis manajemen keuangan suatu bank harus berfokus pada manajemen neracanya, menurut pendapat Stinkey dalam buku perencanaan strategis bank manajemen keuangan yang berfokus pada manajemen neracanya dilakukan melalui 3 tahap pendekatan yaitu: “tahap pertama mengamati aset (*assets*), kewajiban (*liabilities*) dan modal, tahap kedua mengamati salah satu komponen dari ketiga komponen neraca tersebut, dan tahap ketiga mengamati neraca sebagai sumber laporan pendapatan dan biaya “.

#### 2.1.1.1. Laporan Keuangan

Untuk dapat menganalisis hal tersebut di atas kita perlu mengetahui tentang laporan keuangan . Menurut Munawir laporan keuangan adalah “dua daftar yang disusun oleh akuntan pada akhir periode untuk suatu perusahaan. Kedua daftar itu adalah daftar neraca (daftar posisi keuangan) dan daftar pendapatan (daftar rugi – laba). Pada waktu akhir–akhir ini sudah menjadi kebiasaan bagi perseroan–perseroan untuk menambahkan daftar ketiga yaitu daftar surplus atau daftar laba yang ditahan (*retained earning*) “. Sedangkan menurut prinsip – prinsip Akutansi Indonesia , laporan keuangan adalah neraca dan rugi – laba serta segala keterangan – keterangan yang dimuat dalam lampiran – lampirannya yang antara lain sumber dan penggunaan dana .

Jadi secara umum laporan keuangan itu terdiri dari neraca, daftar rugi – laba dan daftar perubahan modal. Neraca menunjukkan ; jumlah aktiva, hutang dan modal dari suatu perusahaan pada tanggal tertentu, dan laporan rugi – laba menunjukkan sumber dan penggunaan atau alasan – alasan yang menyebabkan perubahan modal perusahaan .

#### **a. Fungsi Laporan Keuangan**

Laporan keuangan berfungsi untuk mengetahui kondisi dan Perkembangan suatu perusahaan . untuk mengetahui posisi keuangan , maka perlu dilakukan analisis atau pos – pos dari neraca dan bila ingin mengetahui perkembangan hasil usaha Perusahaan yang dianalisis adalah pos – pos laporan rugi – labanya .

#### **b. Sifat laporan keuangan**

Laporan keuangan dibuat berdasarkan fakta dari catatan akuntansi. Pencatatan rekening atau pos – pos tersebut berdasarkan catatan historis dari peristiwa – peristiwa yang telah terjadi dan nilai yang tercatat dalam pos tersebut dinyatakan dalam harga pasar saat ini terjadi ( at original cost ) dengan demikian , maka laporan keuangan tidak bersifat mencerminkan posisi keuangan suatu perusahaan dalam kondisi perekonomian yang paling akhir, karena seluruh informasinya bersifat historis .

### 2.1.2. Analisis Rasio

Analisis rasio adalah analisis yang bertujuan untuk mengetahui kekuatan dan kelemahan manajemen dilihat dari laporan keuangan Bank. karena pada umumnya formulasi analisis ratio yang digunakan hanya *ratio – ratio* yang mempunyai kesamaan (paralel) dengan bank. adapun *ratio – ratio* yang paralel dengan laporan keuangan bank (5) adalah *interest margin, net margin, Asset utilization, return on asset, leverage multiplier*, dan *return on equity*. Ratio – ratio tersebut diperoleh dari perbandingan berbagai komponen neraca dan rugi – laba bank . dari analisis – analisis tersebut akan dapat disimpulkan kekuatan atau kelemahan berbagai aspek kegiatan operasi bank secara keseluruhan.

Sedangkan menurut model yang dikemukakan Altman, Hodelman dan narayan (1997) yang dikenal dengan “Zeta Analysis” merupakan model yang berguna untuk mengidentifikasi risiko penyebab bangkrutnya perusahaan (*bankruptcy risk of corporation*). Rasio – rasio tersebut dirasakan sangat penting dalam menganalisis kinerja bank yaitu :

- a. *Return on assets* ( ROA ) yaitu pendapatan yang bersih dibagi rata-rata asset
- b. *Stability of Earning* ( SOE ) yaitu standar deviasi ROA selama lima tahun
- c. *Debt service* (DS) yaitu total pendapatan bunga dibagi dengan total beban bunga.
- d. *Cummulative profitability* (CP) yaitu *retained earning* dibagi dengan total assets, *Capitalization* (CAP) atau *equity multiplier* yaitu *total assets* dibagi dengan *equity*. formula ini juga sering disebut *leverage multiplier* dan yang terakhir adalah penilaian *size bank*.

### 2.1.3. Analisis Tren

Untuk menganalisis laporan keuangan dari waktu ke waktu digunakan analisis trend. Dengan membandingkan data trend akan diketahui perubahan masing – masing pos dan dari data tersebut akan terlihat apakah usaha perusahaan tetap, naik atau menurun. Untuk membuat analisis trend harus ditentukan tahun dasarnya sebagai patokan melihat perkembangan laporan keuangan tahun – tahun berikutnya.

### 2.1.4. Analisis Vertikal

Sseperti analisis tren, analisis vertikal juga menggunakan beberapa laporan keuangan. Analisis dibuat dengan cara membandingkan masing – masing pos ( perkiraan ) dengan totalnya yaitu masing – masing pos aktiva dengan total aktivanya, masing – masing pos passiva terhadap total penjualannya. Dengan hasil tersebut dibandingkan dengan industri sehingga akan dapat diketahui apakah investasi dalam suatu aktiva terlalu kecil atau terlalu besar dibandingkan rata – rata di dalam industri perbankan.

## 2.2. Valuasi Harga Saham dan Analisis Fundamental

Menurut Penman (1998) *valuation techniques* adalah evaluasi dengan membandingkan harga aktual perdagangan dengan perhitungan nilai intrinsik yang dihitung dari payoffs yang telah ditentukan dalam teknik yang digunakan. Bodie (2002) mendefinisikan nilai intrinsik suatu saham sebagai nilai sekarang dari seluruh pembayaran kas kepada investor yang didiskontokan pada risiko yang tepat yang telah disesuaikan dengan tingkat bunga.

Sedangkan Weston dan Brigham (1990) menyatakan bahwa nilai *intrinsic* merupakan suatu nilai aset yang ada dalam pikiran investor yang kemudian disesuaikan dengan kenyataan, nilai ini mungkin tidak sama dengan harga pasar aset atau nilai buku perusahaan atau bahkan kedua-duanya.

Valuasi harga saham dapat dilakukan dengan menggunakan analisis teknikal dan analisis fundamental. Valuasi harga saham umumnya menggunakan analisis fundamental. Pada dasarnya ada dua cara terkait dengan analisis fundamental yang digunakan oleh analis saham untuk memprediksi pergerakan

harga saham di masa depan, yaitu dengan menghitung nilai intrinsik saham tersebut dan melihat seberapa besar laju pertumbuhan laba emiten penerbit saham tersebut.

Jones (1997; 556) mengemukakan bahwa analisis fundamental merupakan suatu bentuk valuasi surat berharga yang mencoba untuk menentukan nilai intrinsik atau nilai wajar dari suatu surat berharga berdasarkan faktor-faktor ekonomi yang mempengaruhinya. Untuk menganalisis nilai suatu perusahaan diperlukan analisis perusahaan, dimana analisis perusahaan melibatkan analisis variabel-variabel keuangan dasar untuk menentukan nilai intrinsik perusahaan.

Variabel keuangan misalnya nilai buku (*book value*), laba bersih (*net income*), penjualan (*sales*) maupun dividen. Dari data keuangan di atas, maka analisis saham memberikan penilaian obyektifnya berdasarkan observasi perbandingan dengan kinerja industri dimana perusahaan beroperasi. Pada umumnya, analisis melakukan apa yang dinamakan dengan *top-down analysis* diawali dari analisis makroekonomi, analisis industri dan analisis perusahaan (saham).

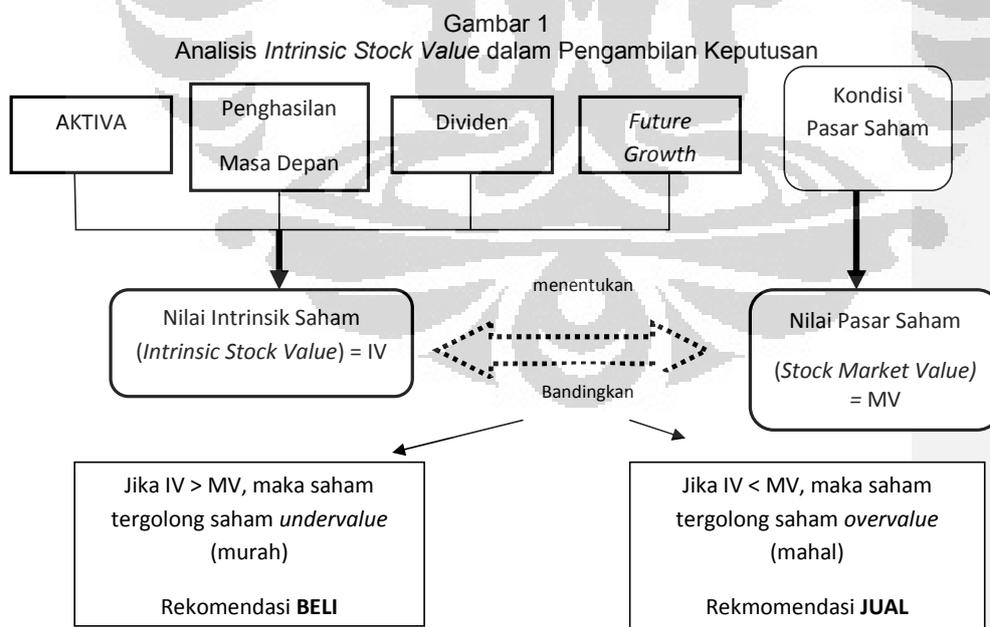
Comment [JD2]: additional

White, Ashwinpaul and Fried (1998) menyatakan bahwa dalam analisis fundamental, ada berbagai macam pendekatan untuk menghitung nilai intrinsik saham, yaitu dengan menggunakan *dividend-based model*, *earning-based model* dan *abnormal earning* atau *EBO model*. Fred dan Copeland (1995) menyatakan bahwa laporan keuangan melaporkan prestasi historis dari suatu perusahaan dan memberikan dasar bersama dengan analisis bisnis dan ekonomi untuk membuat proyeksi dan peramalan dimasa depan.

Dengan analisis fundamental, analisis saham mempelajari pasokan dan permintaan akan barang dan jasa yang diproduksi sebuah emiten, kualitas dan

kebijakan manajemen emiten, kinerja historis dan prospek emiten, dan rencana pesaing emiten, statistik industri, kondisi ekonomi umum dan kebijakan pemerintah.

Dari data ini kemudian analis melakukan perkiraan laba yang akan dicapai emiten ke depan. Berdasar proyeksi laba tersebut kemudian analis menghitung nilai wajar (*fair value*) saham yang bersangkutan. Kalau nilai wajar lebih rendah daripada harga saham di pasar, maka dikatakan bahwa saham tersebut mengalami *undervalued* dan sebaiknya dibeli karena harga saham dapat meningkat. Sebaliknya, kalau harga saham mengalami *overvalued* saham tersebut hendaknya dijual. Tinjauan atas nilai intrinsic yang dihitung menggunakan analisis fundamental dan bagaimana aplikasinya dalam pengambilan keputusan investasi dapat digambarkan sebagai berikut:



Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai sekuritas, menurut Hampton (1989), antara lain:

- *Value of the firm's assets*: Aktiva berwujud dari perusahaan atau aktiva yang dimiliki perusahaan selalu memiliki nilai pasar. Aktiva tersebut bila perusahaan mengalami likuidasi akibat kebangkrutan, maka aset perusahaan dapat digunakan untuk membayar hutang dan bila masih tersisa dibagikan kepada pemegang obligasi dan terakhir pemegang saham.
- *Likely future Interest and Dividend*: Perusahaan yang memiliki hutang pada dasarnya berkomitmen untuk selalu membayar bunga hutang disamping nilai pokok hutangnya pada masa yang akan datang. Bagi pemegang saham preferen (istimewa) dan saham biasa, perusahaan berketetapan untuk membagikan laba bersih menjadi dividen kas. Dengan demikian, hutang bunga dan dividen kas mempengaruhi nilai sekarang saham.
- *Likely future Earning*: Penghasilan rata-rata yang diharapkan perusahaan di masa yang akan datang menjadi faktor yang berpengaruh nilai sekuritas. Ditambah tanpa adanya tingkat penghasilan tertentu, kemungkinan pembayaran bunga dan dividen dapat terpengaruh.
- *Likely future Growth Rate*: Prospek pertumbuhan perusahaan di masa mendatang menjadi faktor bagi investor melakukan evaluasi serta bagi kreditur terhadap pinjaman yang diberikan kepada perusahaan tersebut.

Dengan demikian prospek tingkat pertumbuhan mempengaruhi nilai intrinsik perusahaan.

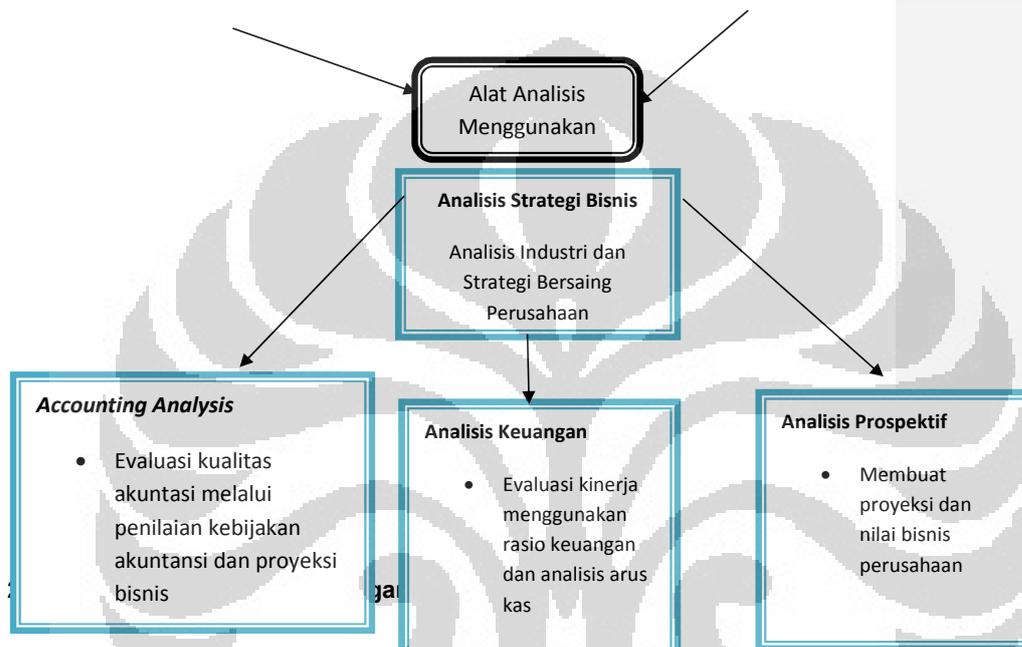
Palepu, Bernard dan Healy (1996) memberikan suatu kerangka kerja (*framework*) dalam menjalankan proses bisnis berbasis penggunaan analisis laporan keuangan. Sebagaimana diketahui aktivitas bisnis terbagi ke dalam aktivitas operasi bisnis, aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan (*financing*). Sedangkan Sistem akuntansi memberikan ukuran indikator berguna bagi perusahaan tentang aktivitas yang dijalankannya, pada setiap periode tertentu perusahaan menerbitkan laporan keuangan yang merefleksikan sejauhmana manajer mengelola perusahaannya dari sisi kinerja maupun sisi perencanaan (*estimasi*) yang dibuat untuk masa mendatang.

Aktivitas bisnis perusahaan tidak pula dapat dilepaskan dari strategi bisnis yang dipilih perusahaan berdasarkan analisis lingkungan oleh para pemimpin perusahaan. Lingkungan bisnis kini berubah lebih cepat yang ditandai dengan tingkat ketidakpastian (*uncertainty*) lebih tinggi dibandingkan dekade lalu, Industri tempat dimana perusahaan bersaing sekaligus bekerjasama dengan perusahaan sejenis menjadi faktor penentu arah perkembangan perusahaan. Analisis bisnis berbasis penggunaan laporan keuangan (Palepu, Bernard, Healy, 1996: 1-7) dapat digambarkan melalui ilustrasi di bawah ini:

Gambar 2

*Doing Business Analysis Using Financial Statements*





Menurut Stewart Jr. dalam buku Investment dikembangkan model mengenai perhitungan *share price* (harga saham) seperti gambar 3. Dari gambar tersebut terlihat hubungan yang saling terkait, yaitu :

- hubungan antara harga saham dengan EPS dan PER
- Hubungan antara EPS dengan ROE dan BV
- Hubungan antara PER dengan SP dan EPS
- Hubungan antara ROE dengan ROA dan LM

Dari uraian diatas jelas terlihat adanya hubungan yang erat antara tingkat laba dengan EPS dan PER. Dengan semakin tingginya tingkat laba ( ROE

), maka akan semakin membawa dampak positif terhadap pendapatan para pemegang saham dan peningkatan PER .

### 2.3.1. Pendekatan PER

Model penilaian harga saham dengan menggunakan PER (*Price Earning Ratio*) merupakan salah satu pendekatan penilaian saham yang menggunakan laba perusahaan (*earnings*). PER menunjukkan rasio dari harga saham terhadap *Earning Per Share*. *Earning Per Share* adalah laba akuntansi yang terdapat dalam laporan laba rugi. Pendekatan PER sering juga disebut dengan pendekatan *Earning multiplier*. Pendekatan ini relatif lebih mudah dalam perhitungannya.

Misalnya nilai PER adalah 5, maka ini menunjukkan bahwa harga saham merupakan kelipatan dari 5 kali earnings perusahaan. PER juga dapat menunjukkan lama investasi pembelian saham akan kembali jika earnings yang digunakan adalah earnings tahunan, nilai PER sebesar 5 menunjukkan lama investasi pembelian saham akan kembali selama 5 tahun." (Jogiyanto, 1998: 104). "PER 30 menunjukkan bahwa harga saham perusahaan saat ini layak dibeli dengan harga 30 kali dari EPS, atau dengan kata lain investor bersedia membayar Rp 30,- untuk setiap Rp 1,- laba perusahaan." (Halim, 2005 : 28).

Secara sederhana PER dapat disamakan dengan bunga tabungan. 1/ PER (*yield*) merupakan tingkat pengembalian dalam investasi saham. Dengan kata lain PER dapat dikatakan sebagai *Rate Of Return* (ROR) dalam investasi saham, sehingga dapat diambil kesimpulan semakin

rendah PER suatu saham adalah semakin baik atau murah harganya. ( surono subekti, 1999: 35).“ misalnya bunga tabungan dan deposito adalah 20 % dan 25%; meski tidak sama persis, untuk perbandingan dapat dikatakan PER tabungan adalah  $100/20 = 5x$ , dan untuk deposito  $100/25 = 4x$ . Dan saham TCID dengan PER 11,76x bila dinyatakan dalam persentase menjadi  $100/11,76 = 8,5 \%$  dan INCI  $100/1,46\% = 68 \%$

**Formatted:** Font: 11 pt

PER dapat dirumuskan dengan persamaan sebagai berikut :

$$PER = P_0/EPS_1 \text{ atau } PER = (1 - RR)/(i-g) \dots\dots \text{ (Jogiyanto, 1998)}$$

**Formatted:** Font: Not Bold

**Formatted:** Font: Not Bold, English (United States)

$$EPS = \text{Laba Bersih setelah Pajak} / \text{jumlah Lembar Saham}$$

**Formatted:** Normal, Indent: Left: 0", First line: 0.5"

**Formatted:** Font: Not Bold

Keterangan :

$P_0$  : Harga saham yang layak dibeli

$EPS_1$  : Laba per Saham tahun mendatang

$RR$  : *Retention ratio*

$i$  : tingkat pengembalian yang diminta

$g$  : pertumbuhan dividen

### 2.3.2 Kelebihan Pendekatan PER

Rasio PER sering diunakan oleh analis saham untuk menilai harga saham, analis akan melihat apakah tingkat harga pasar saham wajar untuk sejumlah *Earnings* tertentu perusahaan atau dengan kata lain apakah *earnings* sejumlah perusahaan wajar dibayar dengan harga tertentu atau tidak. Model

tersebut juga sering digunakan oleh penjamin emisi saham (*underwriter*) untuk menentukan harga saham di pasar perdana dengan cara mengalikan PER sektor industri sejenis yang berlaku di pasar sekunder dengan proyeksi laba bersih per saham.

Dibanding dengan model Diskonto Dividen (*Dividend Discount Model*) pendekatan PER (*P/E Ratio Approach*) dipandang lebih baik, Lesly dan Jones (1991) memberi catatan bahwa sepanjang investor lebih present value dividen tidak realistis, karena tidak ada orang yang dapat memperkirakan besarnya dividen yang akan diterima dalam jangka panjang. "Perusahaan belum tentu membagikan dividen, walaupun perusahaan tersebut mencatat keuntungan atau laba, hal ini disebabkan karena perusahaan ingin melakukan ekspansi usaha atau mengurangi beban hutang perusahaan. tetapi, bisa saja suatu perusahaan yang mengalami kerugian dapat membagikan dividen. Dana untuk dividen laba perusahaan dapat berasal dari *Capital Gain*." (L Thian Hin, 2001: 20)

Secara umum keuntungan model PER adalah sebagai berikut :

- a. Lebih mudah memperkirakan input-input pada model yang digunakan.
- b. Adanya standar yang memudahkan investor untuk melakukan perbandingan penilaian saham antar perusahaan
- c. Pada saat perusahaan tidak membagikan dividen pada waktu tertentu, model PER lebih mudah dipakai daripada model berdasar arus kas.

### **2.3.3 Faktor-faktor Fundamental PER**

PER dapat dikembangkan dengan menderivasinya dari penghitungan nilai intrinsik menggunakan model diskonto dividen (*Dividend discount model*), yaitu

dengan menggunakan model pertumbuhan dividen yang konstan (-zero growth model) sebagai berikut :

$P_0 = D_1/k-g$  , jika kedua sisi dibagi  $E_1$  maka

$$PER = \frac{P_0}{E_1} = \frac{\left[ \frac{D_1}{(k-g)} \right]}{E_1}$$

Field Code Changed

Dan bila disederhanakan lagi, maka formula diatas akan menjadi seperti berikut ini:

$$PER = \frac{D_1}{(k-g) * E_1}$$

Field Code Changed

Dari persamaan diatas diketahui faktor-faktor yang menentukan besarnya PER sebagai berikut:

- Dividend Payout Ratio* ( $DPR = D_1/E_1$ ), PER berhubungan positif dengan rasio pembayaran dividen terhadap Earning ( $D_1 / E_1$ ).
- Required Rate Of Return* (-tingkat pengembalian yang diinginkan;  $k$ ), PER berhubungan negatif dengan tingkat pengembalian yang diinginkan ( $k$ ) dengan tingkat pertumbuhan dividen ( $g$ ).

### Faktor Growth terhadap PER

Tolok ukur terpenting kinerja perusahaan adalah EPS (*Earning Per share*). Jika nilai EPS ini terus meningkat, berarti kinerja perusahaan membaik perusahaan-perusahaan yang dipercaya oleh pasar akan mencapai tingkat pertumbuhan laba yang tinggi, sahamnya cenderung akan dinilai lebih tinggi daripada perusahaan-perusahaan yang menunjukkan tingkat pertumbuhan laba yang lebih rendah.

Levy dan Sarnat dalam buku mereka *The Principle Of Financial Management* (1998), menulis bahwa harga saham mencerminkan ekspektasi investor pada laba emiten di masa datang dan berapa besar potensi laba tersebut harus di diskon, istilah diskon adalah eufimisme untukantisipasi adanya kemungkinan buruk di masa datang.

Saham dari perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan laba yang tinggi akan mempunyai PER yang tinggi juga. Karena saham ini akan lebih diminati bursa sehingga kecenderungan harganya meningkat lebih besar. PER yang tinggi menunjukkan bahwa investor bersedia untuk membayar dengan premium untuk saham perusahaan barangkali karena perusahaan diharapkan untuk menghasilkan pertumbuhan earnings yang lebih tinggi. Sebaliknya jika para investor percaya bahwa prospek pertumbuhan earnings dimasa datang terbatas, PER perusahaan akan relatif rendah (Barrison Noreen, 2001) tingginya harapan investor akan pertumbuhan EPS atau laba yang menyebabkan nilai PER tinggi, sehingga ekspektasi investor akan meningkatnya laba berdampak positif terhadap peningkatan nilai PER ( Jones, 2000)

#### **Pengaruh *Standard Deviation Growth* (deviasi standar pertumbuhan laba) terhadap PER**

Standar deviasi merupakan salah satu pengukur risiko yang biasa digunakan. risiko nisa ditafsirkan sebagai kemungkinan *return* sebenarnya menyimpang dari *return* yang diharapkan. Ssemakin besar kemungkinan menyimpang akan semakin besar juga risikonya deviasi standar tingkat keuntungan laba berarti penyimpangan tingkat pertumbuhan laba sesungguhnya dengan ekspektasi tingkat pertumbuhan laba yang dihitung dari rata tingkat

pertumbuhan laba jika faktor lain dianggap tetap, maka tingginya tingkat resiko saham akan menyebabkan PER bernilai rendah dalam konteks manajemen investasi, risiko merupakan besarnya penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*Expected return*- ER) dengan tingkat pengembalian aktual (*actual return*). Semakin besar tingkat penyimpangannya berarti semakin besar risikonya.

#### **Pengaruh ROI (*return of investment*) Terhadap PER**

Formatted: Font: Bold, Italic

ROI termasuk dalam rasio-rasio Profitabilitas / rentabilitas. ROI merupakan pengukur kinerja yang baik karena memperhitungkan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang digunakan untuk operasi perusahaan. Kinerja yang baik akan membangun sentimen positif pasar, sehingga harga saham naik, yang berarti harga rasio PER juga naik (Sawidji widioatmodjo, 2004 : 44).

Rasio ini mengukur kemampuan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang digunakan untuk operasi perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Rasio ini menunjukkan seberapa jauh aset perusahaan yang digunakan secara efektif untuk menghasilkan laba. ( L Thian Hin, 2001 : 63)

#### **Pengaruh ROE (*return on equity*) terhadap PER**

Formatted: Font: Bold, Italic

Rasio ini menunjukkan tingkat keuntungan dari investasi yang ditanamkan pemegang saham (L Thian Hin, 2001:64) ROE sering disebut Rate off return on net worth, yaitu kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan modal sendiri yang dimiliki, sehingga ROE ini ada yang menyebutnya sebagai rentabilitas modal sendiri. Rasio ini merupakan ukuran profitabilitas dari

sudut pandang pemegang saham seperti rasio profitabilitas lainnya, ROE diharapkan mempunyai pengaruh positif terhadap PER.

Pendekatan PER merupakan analisis fundamental paling populer setidaknya karena beberapa penjelasan (Frensidy, 2010: 246): *pertama*, PER mudah dalam menghitungnya. Harga saham perusahaan publik yang telah masuk bursa sangat mudah diperoleh dan demikian pula dengan laba perusahaan per saham. *Kedua*, PER dapat dipergunakan untuk membandingkan dua saham atau lebih dalam industri yang sama, *ceteris paribus*. Ketiga, PER pada dasarnya dapat dianalogikan dengan *payback period* yang telah lama dikenal sebagai salah satu kriteria penting sekaligus sederhana dalam penganggaran modal (*capital budgeting*).

Di samping tiga kelebihan pendekatan PER di atas, valuasi saham menggunakan PER juga mempunyai kelemahan antara lain: PER tidak berarti bagi perusahaan yang masih mengalami kerugian karena PER negatif. Sehingga PER negatif tidak dapat diinterpretasikan, selain itu PER wajar adalah berbeda antar industri, serta PER antar negara sesuai suku bunga bebas risiko yang sedang berlaku di negara tersebut.

#### **2.4. Analisis Saham Dengan *Price to Book Value* (PBV)**

Setelah analisis saham dengan PER, metode analisis saham berikutnya yang cukup banyak digunakan adalah rasio *price to Book Value* (PBV). Sebagaimana PER, rasio PBV biasanya digunakan dalam memvaluasi apakah harga sebuah saham telah bernilai mahal atau belum, terutama untuk sektor perbankan (Frensidy, 2010). PER dan PBV saham yang bernilai tinggi

dibandingkan saham lain dalam industry yang sama mengindikasikan harga saham tersebut relatif mahal.

Nilai Buku (*Book Value*) didefinisikan sebagai nilai ekuitas per saham yaitu nilai buku ekuitas dibagi dengan jumlah saham yang beredar. Sedangkan nilai buku ekuitas, menurut terminologi akuntansi, adalah total aset dikurangi total utang. Dengan demikian:

$$PBV = \frac{P}{BV} = \frac{\text{Price}}{\text{Book Value}} = \frac{\text{Price}}{\frac{\text{Total Asset} - \text{Total Debt}}{\text{Outstanding Shares}}} \dots\dots\dots (\text{Frensidy, 2010})$$

$$\text{Price} = (PBV \times \text{Book Value}) = PBV * \frac{(\text{Total Asset} - \text{Total Debt})}{\text{Outstanding Shares}} \dots\dots\dots (\text{Frensidy, 2010})$$

## 2.5 Analisis Saham Dengan *Discounted Cash Flow* (DCF)

Teknik analisis fundamental yang ketiga menggunakan arus kas (*cash flow*) sebagai dasar perhitungan nilai intrinsik suatu saham. Pada intinya, metode DCF menghitung nilai wajar berdasarkan *free cash flow*. Pada praktiknya, *Free Cash Flow* terbagi menjadi dua: *Free Cash Flow to Equity* dan *Free Cash Flow to the Firm*. *Free cash flow to equity* (FCFE) adalah dana kas yang tersedia untuk pemilik saham setelah pendanaan modal, modal kerja, dan pendanaan hutang terpenuhi.

Damodaran (1996; 219) menyatakan bahwa *Free Cash Flow to Equity* mendefinisikan arus kas sebagai sisa arus kas yang tertinggal setelah perusahaan memenuhi pembayaran bunga dan pokok pinjaman. Sisa arus kas ini juga setelah digunakan untuk pengeluaran modal baik untuk menjaga aset yang

ada sekarang ataupun untuk membeli aset baru guna pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang.

Salah satu keuntungan dari *free cash flow model* adalah model ini dapat diaplikasikan pada banyak perusahaan, tanpa memperhatikan kebijakan dividen atau struktur modal perusahaan tersebut. Kemampuan untuk mempengaruhi distribusi dan aplikasi atas *free cash flow* perusahaan membuat model ini lebih berkaitan dengan *controlling shareholders* perusahaan. *Free cash flow* juga berguna bagi pemilik saham minoritas karena perusahaan mungkin mendapatkan nilai pasar sama dengan nilai terhadap *controlling party*. Namun, ada beberapa kasus dimana penerapan *free cash flow model* sulit untuk dilakukan. Perusahaan yang memiliki *capital requirements* yang signifikan mungkin saja memiliki *free cash flow* yang negatif untuk jangka waktu beberapa tahun. Ini bisa disebabkan oleh revolusi teknologi dalam industri yang menyebabkan investasi yang lebih besar dalam hal kompetitif atau dengan ekspansi yang cepat pada pasar yang belum dimanfaatkan. *Free cash flow* yang negatif ini menyulitkan peramalan *cash flow* dan membuat estimasi menjadi kurang dapat dipercaya.

Dengan menggunakan tipe teknik *discounted cash flow* untuk valuasi *free cash flow*, akan diestimasi nilai saat ini dengan mendiskontokan *cash flow* yang diharapkan di masa yang akan datang. Nilai dari perusahaan adalah present value dari FCF yang diharapkan di masa yang akan datang didiskontokan pada WACC (ini juga penting untuk memahaminya sebagai suatu formula)

$$\text{Firm Value} = \text{FCFF didiskontokan pada WACC}$$

WACC adalah *required return* atas aset perusahaan. Ini merupakan rata-rata tertimbang *required return* atas common equity dan *required return* atas hutang setelah pajak.

Nilai dari ekuitas perusahaan adalah present value dari FCFE yang diharapkan di masa yang akan datang didiskontokan pada *required return* atas ekuitas.

*Equity Value = FCFE* didiskontokan pada *required return atas ekuitas*.

Nilai ekuitas juga dapat dihitung dengan cara mengurangnya dengan nilai pasar atas hutang.

*Equity Value = Firm Value – Market Value of Debt*

Perbedaan antara perhitungan FCFF dan FCFE untuk membedakan pada *capital structure* dan konsekuensinya menggambarkan perspektif dari *capital supplier* yang berbeda. FCFE lebih mudah dan lebih tepat sasaran untuk digunakan pada kasus dimana *capital structure* perusahaan cukup stabil dan mudah berubah. Di lain pihak, jika perusahaan memiliki FCFE negatif, dan *debt outstanding* yang signifikan, maka FCFF adalah pilihan yang tepat untuk melakukan penilaian. Kita dapat mengestimasi *equity value* secara tidak langsung dengan mendiskontokan FCFF untuk menemukan nilai perusahaan kemudian dikurangi dengan nilai pasar atas hutang untuk mendapatkan *equity value*.

## 2.6 – Analisis Valuasi Saham dengan *Dividend Discount Model (DDM)*

Formatted: Indonesian (Indonesia)

Model ini sering disebut juga *Gordon Growth Model* yang mengasumsikan bahwa *dividend* meningkat pada tingkat yang konsisten untuk jangka waktu yang tidak terbatas. Penyederhanaan faktor dari asumsi *constant growth* bahwa tingkat pertumbuhan dapat ditunjukkan per periode dengan cara yang sama seperti yang tersirat dalam *required return*. *Model valuasi harga saham dengan Divident Discount Model (Gordon, 1962)* adalah sebagai berikut:

$$V_t^{DIV} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{1+r_E} \dots\dots\dots (Gordon, 1962)$$

Berdasarkan model diatas, model tersebut dapat dikembangkan menjadi formula berikut:

$$V_o = \frac{D_o * (1+g)^1}{(1+r)^1} + \frac{D_o * (1+g)^2}{(1+r)^2} + \frac{D_o * (1+g)^3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_o * (1+g)^n}{(1+r)^n}$$

Kemudian dipadatkan lagi menjadi:

$$V_o = \frac{D_o * (1+g)}{(r-g)} = \frac{D_1}{r-g}$$

Dimana,

$V_o$  = *fundamental value*

$D_o$  = *dividen yang dibayarkan*

$D_1$  = *dividen yang diharapkan akan diterima di akhir tahun pertama*

$r$  = *required rate of return on equity*

$g$  = *dividend growth rate*

Model ini mengasumsikan bahwa:

- Perusahaan mengharapkan membayar dividen,  $D_1$ , di tahun ke-1

Formatted: Font: Not Bold

Formatted: Indent: Left: 0", First line: 0.5", Space After: 6 pt, Line spacing: Double

Formatted: Font: Not Bold, Italic

Formatted: Font: Not Bold

Formatted: Font: Not Bold, Italic

Formatted: Font: Not Bold

Formatted: Font: Not Bold, Italic

Formatted: Font: Not Bold

Formatted: Font: Not Bold, Indonesian (Indonesia)

Formatted: Font: Not Bold, Italic, Indonesian (Indonesia)

Formatted: Font: Not Bold, Indonesian (Indonesia)

Formatted: Font: Not Bold, Indonesian (Indonesia)

Formatted: Centered, Indent: Left: 0.25", No bullets or numbering

Field Code Changed

Formatted: No bullets or numbering

Formatted: Centered, No bullets or numbering

Field Code Changed

Formatted: No bullets or numbering

Formatted: Centered, No bullets or numbering

Field Code Changed

Formatted: Subscript

Formatted: Font: Italic

Formatted: Subscript

Formatted: Subscript

Formatted: Font: Italic

Formatted: Font: Italic

Formatted: List Paragraph, Line spacing: Double, Bulleted + Level: 1 + Aligned at: 0.25" + Indent at: 0.5"

- Dividen tumbuh pada *rate* yang tetap, *g*, untuk jangka waktu yang tidak terbatas Formatted: Font: Italic
- *Growth rate, g*, lebih kecil dari *required rate of return on equity, r*. Formatted: Font: Italic
- *Dividend Discounted Model* memiliki beberapa karakteristik yang membuatnya dapat digunakan dan tepat untuk berbagai aplikasi, misalnya: Formatted: Font: Italic
  - Dapat diaplikasikan untuk perusahaan yang stabil, mapan dan membayar dividen Formatted: Font: Italic
  - Tepat untuk valuasi indeks pasar Formatted: Font: (Default) Arial
  - Mudah dikomunikasikan dan dijelaskan karena pendekatannya yang tepat sasaran Formatted: Font: Italic
  - Dapat digunakan untuk melengkapi *price-implied growth rate, required rate of return*, dan *value of growth opportunities* Formatted: Justified, Line spacing: Double, No bullets or numbering
  - Dapat digunakan untuk melengkapi metode valuasi lainnya yang lebih rumit Formatted: List Paragraph, Justified, Line spacing: Double, Bulleted + Level: 1 + Aligned at: 0.25" + Indent at: 0.5"
- Ada beberapa karakteristik yang membatasi aplikasi model ini, yaitu: Formatted: Font: Italic
  - Valuasi ini sangat sensitif untuk mengestimasi *growth rates* dan *required rate of return*, keduanya sangat sulit untuk diprediksi dengan tepat Formatted: Font: Italic
  - Model ini tidak dapat diaplikasikan dengan mudah pada saham yang tidak memberikan dividen Formatted: Font: Italic
  - Pola pertumbuhan yang tidak dapat diprediksikan oleh beberapa perusahaan yang menyebabkan model ini sulit digunakan dan hasil penilaiannya menjadi tidak dapat dipercaya Formatted: Font: (Default) Arial

2.6 Damodaran (1996: 195) menyatakan bahwa analisis nilai saham dengan menggunakan *constant growth Dividend Discounted Model* memiliki keunggulan apabila dividen yang dibayarkan oleh perusahaan memang stabil dari waktu ke waktu dan jumlah dividen yang dibagikan cukup tinggi. Keuntungan utama dalam menggunakan dividen sebagai definisi atas *cash flow* adalah secara teoritis dapat diakui dan dibenarkan.

**Formatted:** Justified, Indent: First line: 0.5", Line spacing: Double, No bullets or numbering

**Formatted:** Font: Italic

**Formatted:** Font: Italic

Investasi *shareholder* saat ini dinilai sebagai *present value* atas *cash flow* yang diharapkan akan diterima di masa yang akan datang, dan pada akhirnya akan dibayarkan kepada investor dalam bentuk dividen. Sekalipun investor menjual sahamnya pada waktu tertentu, setelah tanggal pencatatan untuk pembagian dividen, investor akan menerima dari pembeli sahamnya tersebut berupa *present value* atas dividen yang diharapkan di masa yang akan datang.

**Formatted:** Font: Italic

**Formatted:** Font: Italic

**Formatted:** Font: Italic

**Formatted:** Font: Italic

Keuntungan lainnya dari penggunaan dividen sebagai perhitungan *cash flow* adalah bahwa dividen memiliki volatilitas yang lebih kecil jika dibandingkan dengan perhitungan yang lainnya (*earnings* atau *free cash flow*), sehingga nilai yang diestimasi dengan menggunakan *Dividend Discounted Model* memiliki volatilitas yang lebih rendah dan menggambarkan *earning* potensial jangka panjang dari suatu perusahaan.

**Formatted:** Justified, Indent: First line: 0.5", Line spacing: Double, No bullets or numbering

**Formatted:** Font: Italic

Kekurangan utama dalam penggunaan dividen sebagai perhitungan *cash flow* adalah sulitnya menerapkannya pada perusahaan yang tidak memberikan dividen. Hal ini memungkinkan untuk digunakannya estimasi dividen yang diharapkan di masa yang akan datang dengan meramalkan suatu waktu di masa yang akan datang dimana perusahaan diharapkan untuk memulai membayarkan dividen. Masalah dalam pendekatan ini dalam prakteknya adalah

**Formatted:** Font: Italic

ketidakpastian yang berhubungan dengan peramalan variabel fundamental yang mempengaruhi harga saham (*earnings, dividend payout ratio, growth rate, dan required rate of return*) saat ini sampai dengan masa yang akan datang.

Formatted: Font: Italic

Formatted: Font: Italic

Kekurangan kedua dalam perhitungan *cash flow* dengan menggunakan dividen adalah digunakannya perspektif investor yang memiliki saham minoritas dalam perusahaan dan tidak dapat mengatur kebijakan dividen. Bagaimanapun, jika kebijakan dividen tidak berhubungan dengan kemampuan perusahaan dalam membentuk nilai, maka dividen tidak menggunakan perhitungan yang tepat dalam menghitung *cash flow* masa yang akan datang bagi pemegang saham.

Formatted: Font: Italic

Formatted: Font: Italic

Dividen merupakan alat perhitungan yang tepat atas *cash flow*, jika berada dalam kasus-kasus sebagai berikut:

Formatted: Font: Italic

- Perusahaan memiliki pembayaran dividen di masa lalu
- Kebijakan dividen yang jelas dan berhubungan dengan *earnings* perusahaan
- Perspektif yang berasal dari pemilik saham minoritas

Formatted: List Paragraph, Justified, Line spacing: Double, Bulleted + Level: 1 + Aligned at: 0.25" + Indent at: 0.5"

Formatted: Font: Italic

Formatted: Font: (Default) Arial

### 2.6.1 Analisis Valuasi Saham dengan *Discounted Abnormal Earnings (DAE)*

Formatted: Font: Not Bold, Indonesian (Indonesia)

Formatted: Justified, No bullets or numbering

Formatted

Dividen sebenarnya merupakan kebijakan residu, artinya tidak ada kewajiban bagi manajemen perusahaan (*agents*) untuk selalu membagikan deviden kepada pemegang saham. Dalam banyak kasus, kepemilikan atas suatu perusahaan bisa saja bersifat *holding* atau *subsidiaries*, namun karena perusahaan ada ikatan atau afiliasi, mengakibatkan kekhawatiran akan adanya

Formatted: Font: (Default) Arial

Formatted: Normal, Indent: First line: 0.5", Line spacing: Double, No bullets or numbering

Formatted: Font: (Default) Arial

asimetri informasi menjadi berkurang. Oleh karena merasa yakin bahwa manajemen akan mengelola dana dengan baik maka pemegang saham tidak selalu menuntut adanya pembagian deviden yang teratur. Perhitungan valuasi saham dengan menggunakan laba sebagai pengganti metode dividen memiliki keunggulan karena data laba setiap saat tersedia. Selain itu, perusahaan yang mengalami rugi pun masih dimungkinkan untuk dilakukan valuasi sahamnya.

2-7 Teknik valuasi saham dengan menggunakan *Discounted Abnormal Earnings* (DAE) pertama kali diperkenalkan oleh Preinreich (1938) dan diikuti oleh Edwards dan Bell (1961) yang kemudian dikembangkan lebih lanjut oleh Ohlson (1995). Model *Discounted Abnormal Earnings* mengasumsikan bahwa nilai buku ekuitas merupakan fungsi daripada *abnormal earnings*, juga mengasumsikan *return on equity* yang tetap. Model *Discounted Abnormal Earnings* yang diberikan oleh Edward, Bell dan Ohlson dapat dijabarkan sebagai berikut:

$$V_T^{AE} = B_T + \sum_{t=1}^T \frac{AE_t}{(1+r_E)^t} \quad \text{(Edward and Bell, 1961, Ohlson 1995)}$$

$$AE_t = X_t - r_E B_{t-1}$$

$$B_t = B_{t-1} + X_t - DIV_t$$

Dimana:

$V_T^{AE}$  = nilai pasar saham pada waktu t

$AE_t$  = *abnormal return* atau laba pada tahun t

Formatted: Font: Italic

Formatted: Justified, Indent: First line: 0.5", Line spacing: Double, No bullets or numbering

Formatted: Font: Italic

Formatted: Font: Italic

Formatted: Font: Italic

Formatted: Font: Italic

Formatted: Centered, No bullets or numbering

Field Code Changed

Formatted: Indent: First line: 0.5", No bullets or numbering

Field Code Changed

Field Code Changed

Formatted: Justified, No bullets or numbering

Field Code Changed

Formatted: Font: (Default) Arial

Formatted: Font: (Default) Arial

Formatted: Font: (Default) Arial, Italic

Formatted: Font: (Default) Arial

Field Code Changed

$B_t$  = nilai buku ekuitas pada akhir tahun  $t$

Formatted: Font: (Default) Arial

Field Code Changed

$X_t$  = earnings atau laba pada tahun  $t$

Formatted: Font: (Default) Arial

Field Code Changed

$r_E$  = tingkat pengembalian ekuitas (ROE) yang diharapkan

Field Code Changed

Formatted: Font: (Default) Arial

$DIV_t$  = dividen pada tahun  $t$

Formatted: Font: (Default) Arial

Field Code Changed

Formatted: Font: Not Bold, Indonesian (Indonesia)

## 2.7. Teori Agensi (*Agency Theory*) dan Konsep Utama *Take Over*

Sebelum mengulas studi-studi terdahulu terkait dengan valuasi saham dan beragam penelitian yang menguji teori penilaian saham, terlebih dahulu penulis menyajikan konsep dasar terkait fenomena merger dan akuisi perusahaan dilihat dari perspektif Teori Agensi (*agency theory*). Sebelum tahun 1976, analisis keuangan perusahaan cenderung menempatkan perusahaan sebagai kotak hitam (*black box*) yang dianggap tidak berperan dalam transformasi *input* sumber daya menjadi *output* barang, jasa atau kombinasi keduanya dari perusahaan. Kotak hitam yang dibuka oleh Jensen-Meckling, berdasar *building block* yang diletakkan peneliti terdahulu, dapat kita ilustrasikan seperti terbukanya “kotak pandora” yang memberikan alternatif terobosan baru bagi studi lanjutan teori agensi, struktur kepemilikan, teori keuangan perusahaan maupun studi hak kepemilikan (*property right*).

Teori Agensi (*agency theory*) memberikan kerangka analisis berdasarkan hubungan kontraktual (*contractual relationship*) yang dikenal pula dengan hubungan keagenan (*agency relationship*), dimana terdapat kontrak antara satu atau lebih orang disebut prinsipal meminta pihak lain yang disebut agen untuk mengambil tindakan atas nama prinsipal. Makalah Jensen dan Meckling (1976)

tergolong sebagai makalah pionir yang meneorisasikan hubungan antara hak kepemilikan (*property rights*), keuangan dan agensi untuk membangun suatu teori tersendiri tentang struktur kepemilikan serta memberi fokus baru atas peran perusahaan.

Jensen(1983) mengidentifikasi terdapat dua pendekatan dalam pengembangan teori agensi, yang kemudian populer dengan *positive theory of agency* dan *principal-agent literature*. Dari kesamaan, *positive theory of agency* maupun *principal-agent literature* sama-sama menelaah kontrak diantara individual sentris (*self-interested individual*) serta sama-sama berpostulat bahwa biaya keagenan dapat diminimalisasi melalui proses kontrak dan bertujuan mendesain kontrak yang pareto efisien (Arifin, 2005: 49). Namun demikian, perbedaan mendasar terletak pada titik fokus analisis dimana *principal agent literature* umumnya berorientasi matematis, konsentrasi pada efek preferensi, dan *asymmetric information*.

Model teori permainan (*game theory*) kerap menjadi model andalan dalam pendekatan *principal-agent literature*. Sedangkan *positive theory of agency* umumnya berpusat pada model pengujian empiris serta non-matematis, terkonsentrasi pada efek dari teknologi sistem kontrak, *human/capital* spesifik melalui model ekonometrik secara empiris. Pada karya ilmiah ini, penulis lebih memfokuskan analisis kepada *positive theory agency* terutama pada makalah klasik dari Jensen dan Meckling (1986), mekanisme yang mengurangi masalah keagenan khususnya mekanisme monitoring melalui pasar *corporate control* atau pengambilalihan (*takeover*) (Jensen dan Ruback, 1983; Palepu, 1985; dan Easterbrook dan Fischel, 1991).

Pengambilalihan atau kerap dikenal dengan *takeover* pada dasarnya merupakan transfer kontrol atas perusahaan dari satu entitas pemilik kepada pemilik lainnya. Tiga aksi korporasi yang terkait dengan *takeover* di antaranya: Akuisisi (*acquisition*), *Proxy Contest*, serta *Going Private*. Akuisisi (*acquisition*) adalah pengambilalihan perusahaan melalui pembelian saham perusahaan maupun aset perusahaan. Dalam praktiknya akuisisi dapat berupa merger atau konsolidasi, akuisisi saham dan akuisisi aset. Ketiga bentuk pengambilalihan atau *takeover* di atas adalah bentuk legal dari proses akuisisi,

*Proxy Contest* merupakan usaha mengontrol perusahaan melalui pengumpulan sejumlah hak suara pemegang saham menurut ketentuan peraturan berlaku, yang bertujuan mengganti komposisi manajemen. Menurut definisi yang disajikan [www.money-zine.com](http://www.money-zine.com), *proxy contest* sebagai berikut:

By definition, a proxy contest is **a strategy** that involves using shareholder's proxy votes **to replace** the existing members of a company's board of directors. By removing existing board members, the person or company launching the proxy contest can establish a new board of directors that is **better aligned** with their objectives.

Kata kunci yang mewakili daripada *proxy contest* antara lain: *proxy contest* merupakan strategi menggunakan hak suara bertujuan menggantikan manajemen lama, sehingga pihak yang terlibat *proxy contest* memperoleh manajemen baru dengan kepentingan yang kurang lebih sejalan dengan kepentingan pemegang saham (*proxy contest inisiator*).

Terminologi *proxy contest* berkaitan erat dengan *proxy fight* atau *proxy battle*, bila mana terjadi posisi saling berhadapan antara para pemegang saham terhadap penerapan tata kelola perusahaan (*corporate governance*) terutama posisi direksi maupun manajerial. Salah satu bentuk konkrit dari *proxy contest*

berupa konsep *shareholders activist* selaku investor institusi aktif yang berupaya melakukan advokasi kepentingan yang diwakili aktivis agar pemegang saham lainnya setuju melakukan perubahan dalam komposisi direksi (manajemen) sesuai kehendak yang ingin dicapai. Misalnya aktivis Organisasi Non Pemerintah (NGO) Korea Selatan sangat aktif melakukan advokasi anti-korupsi melalui *proxy contest* agar perusahaan publik, khususnya *State-owned Enterprises*, mengikuti kaidah tata kelola perusahaan yang baik: Transparan, Akuntabel, Responsibilitas, Independen, dan Kewajaran (*Fairness*).

*Going private* adalah kebalikan dari *go public* atau *Initial Public Offering* (IPO), transaksi yang melibatkan seluruh saham publik dari suatu perusahaan publik digantikan dengan kepemilikan oleh sekelompok pemegang saham privat. Peraturan pasar modal mewajibkan perusahaan yang berkehendak *going private* melakukan tender offer kepada para pemegang saham publik, sehingga kepentingan publik melalui pemilik minoritas tidak mengalami kerugian.

Artikel Jensen dan Meckling (JM,1976) menjadi salah satu sumber rujukan utama pendekatan *positive agency theory*. JM mendefinisikan  $\alpha$  sebagai bagian saham yang dimiliki oleh manajer. Situasi yang mungkin terjadi adalah  $\alpha = 1$  artinya perusahaan dimiliki sepenuhnya oleh manajer dan menanggung semua risiko yang timbul jika nilai perusahaan menjadi tidak optimal, misalnya akibat inefisiensi dan pemborosan. Situasi kedua yakni  $\alpha < 1$  artinya tindakan tidak optimal yang dilakukan manajer ditanggung tidak hanya oleh manajer sendiri namun juga oleh pemodal lainnya (*outside investors*).

Setiap rupiah penggunaan dana akan ditanggung oleh manajer sebesar  $\alpha$  sedangkan bagian investor lain sebesar  $(1-\alpha)$ . Dengan kondisi semacam ini maka

manajer cenderung meningkatkan pengeluaran “konsumtif” nya bilamana  $\alpha$  semakin kecil. Manajer dapat memiliki kesempatan untuk melakukan tindakan bertentangan dengan kepentingan pemegang saham? Jawabannya seorang pengusaha memilih keputusan dana dari investor luar untuk membiayai pengembangan perusahaan atau sekedar untuk pengurangan dana investasi di perusahaan.

Problematika berikutnya bagaimana investor dapat percaya bahwa dana investasi mereka di tangan manajer kemudian tidak disalahgunakan, prosedur yang umum dipakai investor dan manajer menandatangani kontrak yang menjelaskan apa yang boleh dilakukan manajer dan tidak boleh dilakukan pada beragam situasi. Ketidaktepatan kontrak memberikan imperative agar manajer dan investor mengalokasikan apa yang dikenal dengan *residual control rights*. Pada intinya, *residual control rights* adalah hak untuk membuat keputusan pada saat terdapat peristiwa (kejadian) yang tidak termaktub dalam kontrak. Idealnya *residual control rights* perlu dialokasikan secara efisien di antara kedua pihak.

Selain masalah keagenan antara manajer dan investor, JM juga mengelaborasi terdapat sekurangnya dua cara minimalisasi kesempatan manajer melakukan tindakan merugikan investor yaitu: (1). investor luar melakukan tindakan pengawasan (*monitoring*). (2). manajer sendiri melakukan pengawasan atas tindakan-tindakannya (*bonding*), akibatnya kesempatan penyimpangan berkurang namun biaya keagenan yang mengurangi nilai perusahaan. Mekanisme pengawasan melalui monitoring berupa pembentukan dewan direksi (Weishbach 1988), Pasar *corporate control* (Jensen 1988; Palepu 1985 dan Easterbook-Fischel 1991), pemegang saham besar (*large shareholders*) (Shleifer

dan Vishny 1986; Morck-Shleifer-Vishny 1989), kepemilikan terkonsentrasi (Shleifer dan Vishny 1997) dan pasar manajer (Fama 1980).

Pembahasan monitoring pada karya ilmiah ini lebih difokuskan kepada pasar *corporate control* sebagai mekanisme yang lebih efektif dibandingkan dengan pembentukan dewan komisaris (Arifin, 2005: 61), Jensen (1988) berargumen bahwa nilai gabungan antara perusahaan pengakuisisi dan target akuisisi meningkat setelah adanya akuisisi. Perusahaan yang diakuisisi, menurut Palepu (1986), pada umumnya berkinerja menurun (buruk). Sedangkan Easterbook dan Fischel (1991) memperlihatkan *takeover* menjadi mekanisme tata kelola yang terpenting di AS tanpa mekanisme ini maka kebebasan manajer (*managerial discretion*) akan sangat sulit dikontrol secara efektif

Walaupun pasar *corporate control* telah lama diduga mampu menjadi mekanisme monitoring manajer efektifitas mekanisme *corporate control market* masih mengundang beberapa pertanyaan diantaranya: (1). Biaya pengambilalihan (*take over cost*) relatif mahal sehingga hanya perusahaan yang dalam kondisi benar-benar tidak terkelola baik yang layak untuk diambil alih. (2). Akuisisi sebenarnya justru meningkatkan biaya agensi jika perusahaan pengakuisisi membayar terlalu tinggi. (3). Pengambilalihan membutuhkan adanya pasar modal yang likuid yang memungkinkan pengakuisisi memperoleh dana cukup banyak dalam waktu relatif singkat.

Tindakan pencegahan atau “perlawanan” tindakan *take over* kerap dilakukan oleh perusahaan target akuisisi untuk lebih efisien dan lebih transparan. Selain itu menjual anak perusahaan atau menjual aset yang tidak produktif. Meningkatkan hutang dan *repurchase equity* serta membagikan dividen per

saham kepada pemegang saham menjadi salah satu cara menghindari pengambilalihan (*take over defense*).

### **2.8. Arsitektur Perbankan Indonesia (API) Serta Implikasi Kebijakan API Bagi Bank Umum**

Arsitektur Perbankan Indonesia (selanjutnya disebut API) adalah kerangka dasar sistem perbankan Indonesia yang bersifat menyeluruh dan memberikan arah, bentuk, dan tatanan industri perbankan untuk rentang waktu lima sampai sepuluh tahun ke depan. Arah kebijakan pengembangan industri perbankan di masa datang oleh API dilandasi oleh visi mencapai suatu sistem perbankan yang sehat, kuat, efisien guna menciptakan kestabilan sistem keuangan dalam rangka membantu mendorong pertumbuhan ekonomi nasional (Bank Indonesia, 2003).

Guna mempermudah pencapaian visi API maka ditetapkan beberapa sasaran yang ingin dicapai yaitu: (1). Menciptakan struktur perbankan (komestik) yang sehat yang mampu memenuhi kebutuhan masyarakat dan mendorong pembangunan ekonomi nasional yang berkesinambungan. (2). Menciptakan sistem pengaturan dan pengawasan bank yang efektif dan mengacu pada standar internasional. (3). Menciptakan industri perbankan yang kuat dan memiliki daya saing yang tinggi serta memiliki ketahanan dalam menghadapi risiko. (4). Menciptakan *good corporate governance* dalam rangka memperkuat kondisi internal perbankan nasional. (5). Mewujudkan infrastruktur yang lengkap untuk mendukung terciptanya industri perbankan yang sehat. (6). Mewujudkan pemberdayaan dan perlindungan komitmen jasa perbankan.

Diantara program penguatan struktur perbankan nasional bertujuan untuk memperkuat permodalan bank umum (konvensional dan syariah) dalam rangka meningkatkan kemampuan bank mengelola usaha maupun risiko, mengembangkan teknologi informasi, maupun meningkatkan skala usahanya guna mendukung peningkatan kapasitas pertumbuhan kredit perbankan. Implementasi program penguatan permodalan bank dilaksanakan secara bertahap.

Upaya peningkatan modal bank-bank tersebut dapat dilakukan dengan membuat *business plan* yang memuat target waktu, cara dan tahap pencapaian. Adapun cara pencapaiannya dapat dilakukan melalui:

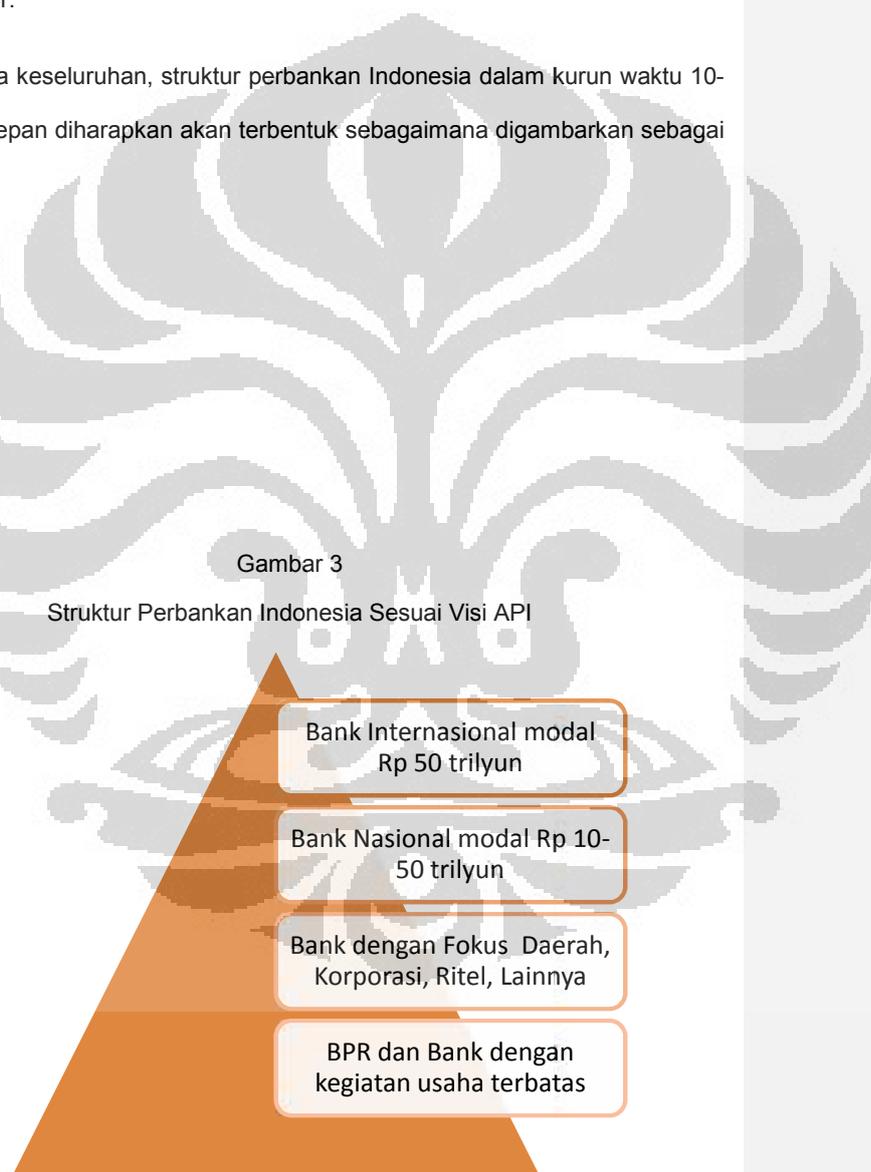
- A. Penambahan modal baru, baik dari *shareholder* lama maupun investor baru.
- B. Merger dengan bank (atau beberapa bank) lain untuk mencapai persyaratan modal minimum baru.
- C. Penerbitan saham baru atau *secondary offering* di pasar modal
- D. Penerbitan *subordinated loan*

Dalam waktu 10-15 tahun ke depan, program peningkatan permodalan tersebut diharapkan akan mengarah pada terciptanya struktur perbankan yang lebih optimal, yaitu terdapatnya 2-3 bank yang mengarah kepada bank internasional dengan kapasitas dan kemampuan untuk beroperasi di wilayah internasional serta memiliki modal diatas Rp 50 trilyun.

Kemudian, 3-5 bank nasional yang memiliki cakupan usaha yang sangat luas dan beroperasi secara nasional serta memiliki modal antara Rp 10-50 trilyun. 30-50 bank yang kegiatan usahanya terfokus pada segmen usaha tertentu sesuai

dengan kapabilitas dan kompetensi masing-masing bank. Bank-bank tersebut memiliki modal antara Rp 100 milyar – Rp 10 trilyun. Bank Perkreditan Rakyat (BPR) dan bank dengan kegiatan usaha terbatas yang memiliki modal dibawah Rp. 100 milyar.

Secara keseluruhan, struktur perbankan Indonesia dalam kurun waktu 10-15 tahun kedepan diharapkan akan terbentuk sebagaimana digambarkan sebagai berikut:



Universitas Indonesia

Sumber: Bank Indonesia (2003) dan Manurung-Rahardja (2004)

Perbankan menjalankan bisnisnya dengan memberikan kredit kepada nasabah yang membutuhkan dan pihak nasabah menyimpan sejumlah dana murah kepada bank karena *reward* suku bunga deposito yang bank tawarkan. Banyak metode dalam menghitung besarnya tingkat bunga, namun secara umum perhitungan tersebut mempunyai persamaan. *Prime rate* adalah istilah yang digunakan untuk besarnya tingkat bunga kredit yang dijadikan dasar bagi bank untuk negosiasi dengan para calon nasabahnya (debitur). *Prime rate* terdiri dari bebrbagai komponen yaitu: Biaya dana ( *cost of loanable fund*/COLF), *overhead cost*, tingkat risiko dan keuntungan yang dikehendaki (*profit margin*).

TABEL II. 1. Perhitungan Prime Rate

NO	KOMPONEN	BIAYA
1.	Biaya dana ( COLF )	XX %
2.	Overhead Cost	XX %
3.	Risk	XX % ( + )
4.	Base lending rate	XX %
5.	Profit Margin	XX % ( + )
6.	Prime rate	XX %

Sumber: Bank Indonesia (2003)

Biaya dana adalah seluruh biaya yang dikeluarkan dalam rangka mendapatkan dana–dana bank. Secara umum dana bank terdiri dari: giro, tabungan, deposito dan pinjaman yang diterima . namun demikian atas dana –

dana tersebut tidak seluruhnya dapat digunakan untuk usaha, karena bank Indonesia mensyaratkan penyisihan sebagian dana (*reserve requirement/reserve ratio*) dari dana yang terkumpul tersebut sebagai komponen likuiditas (dalam hal ini Bank Indonesia menyebutnya dengan Giro Wajib Minimum/ GWM). Dengan adanya Pencadangan dana ini, maka biaya dana tersebut menjadi meningkat karena harus ditambah dengan biaya *reserve requirement*.

TABEL II.2. Biaya Dana (COLF)

Reserve Ratio 3 %

KOMPONEN	VOLUME	KOMPOSISI	RATE	COF	COFL
Giro	1.000	10 %	6 %	0,6%	0,62%
Tabungan	2.000	20 %	15 %	3,0%	3,09%
Deposito	5.000	50 %	16 %	8,0%	8,24%
Pinjaman	2.000	20 %	20 %	4,0%	4,12%
<b>TOTAL</b>	<b>10.000</b>	<b>100 %</b>		<b>15,6%</b>	<b>16,07%</b>

Sumber: Bank Indonesia (2003)

*Overhead cost* adalah merupakan salah satu komponen di dalam menghitung besarnya tingkat bunga lending (harga jual kredit). Yang termasuk biaya ini adalah seluruh biaya perusahaan dikurangi dengan pendapatan operasi non bunga dibagi dengan rata-rata besarnya pinjaman yang diberikan.

TABEL II.3 Over Head Cost

NO.	KOMPONEN	VOLUME
1.	BIAYA PERUSAHAAN	XXXXXXX
	- Biaya tenaga kerja	
	- Biaya Gedung	
	- Biaya Inventaris	
	- Biaya Operasi lainnya :	
	- Dll .	
2.	PENDAPATAN OPS.NON BUNGA	XXXXXXX
	- Provisi Pinjaman	
	- Provisi dan Komisi	
	- Operasi lainnya	
3.	JUMLAH ( 1 – 2 )	XXXXXXX
4.	RATA – RATA PINJAMAN	XXXXXXX
5.	OVERHEAD COST (3:4) X 100 %	XXXXXXX %

Sumber: Bank Indonesia (2003)

*Risk allowance* yaitu pencadangan atas kemungkinan terjadinya risiko gagal bayar. Sedangkan yang dimaksud dengan *profit margin* adalah persentase besarnya keuntungan yang diharapkan yang akan ditambahkan dan menjadi komponen harga jual kredit (*prime rate*). Penentuan besarnya keuntungan tersebut harus memperhatikan struktur biaya secara keseluruhan dan dengan mempertimbangkan *prime rate* bank pesaing

#### *Outstanding Kredit Macet*

$$RISK ALLOWANCE = \text{-----} \times 100 \%$$

### *Total pinjaman*

Dalam menilai hasil operasional setiap Bank maka diperlukan pedoman standar sehingga setiap penilai baik bank itu sendiri maupun bank Indonesia akan memperoleh hasil yang sama dan dengan peraturan tersebut dapat diketahui apakah bank tersebut beroperasi secara sehat dan memang prinsip kehati-hatian (*prudential banking*) . Selain itu, landasan operasional tersebut diperlukan untuk dapat dijadikan pedoman bagi bank-bank dalam menjadikan dirinya sebagai lembaga perantara di bidang keuangan yang dapat dipercaya,

Hal tersebut dikarenakan kesehatan suatu bank merupakan kepentingan semua pihak yang terkait yaitu pemilik, pengelola bank, masyarakat pengguna jasa bank dan bank Indonesia selaku pengawas dan pembina perbankan di Indonesia. Peraturan yang mengatur hal tersebut misalnya Peraturan Bank Indonesia Nomor: 6/10/PBI/2004 tanggal 12 April 2004 tentang Sistem Penilaian Tingkat Kesehatan Bank Umum dan Surat Edaran Nomor:6/23/DPNP tanggal 31 Mei 2004 perihal Sistem Penilaian Tingkat Kesehatan Bank Umum. peraturan tersebut selain mengatur tentang penilaian secara kuantitatif seperti faktor permodalan, kualitas asset, manajemen, rentabilitas, likuiditas dan sensitivitas juga dilakukan judgment terhadap aspek lain yang dapat mempengaruhi hasil penilaian

Di dalam menilai hasil operasional setiap Bank maka diperlukan pedoman standar sehingga setiap penilai baik bank itu sendiri maupun bank Indonesia akan memperoleh hasil yang sama dan dengan peraturan tersebut dapat diketahui apakah bank tersebut beroperasi secara sehat dan memang prinsip kehati - hatian ( *prudential banking* ) . selain itu landasan operasional tersebut diperlukan

untuk dapat dijadikan pedoman bagi bank – bank dalam menjadikan dirinya sebagai lembaga perantara di bidang keuangan yang dapat dipercaya . hal tersebut dikarenakan kesehatan suatu bank merupakan kepentingan semua pihak yang terkait yaitu pemilik, pengelola bank, masyarakat pengguna jasa bank dan bank Indonesia selaku pengawas dan pembina perbankan di Indonesia. Peraturan yang mengatur hal tersebut adalah paket Deregulasi perbankan tahun 1991 yang disempurnakan paket 29 Mei 1993, yang kemudian diatur juga dalam Peraturan yang mengatur hal tersebut misalnya Peraturan Bank Indonesia Nomor: 6/10/PBI/2004 tanggal 12 April 2004 tentang Sistem Penilaian Tingkat Kesehatan Bank Umum dan Surat Edaran Nomor:6/23/DPNP tanggal 31 Mei 2004 perihal Sistem Penilaian Tingkat Kesehatan Bank Umum. . Peraturan tersebut selain mengatur tentang penilaian secara kuantitatif seperti faktor permodalan, kualitas aset, manajemen, rentabilitas dan likuiditas juga dilakukan kebijakan terhadap aspek lain yang dapat mempengaruhi hasil penilaian.

### 2.8.1 ANALISIS FAKTOR CAMEL

Faktor – faktor yang dinilai seperti telah diterangkan diatas menyangkut faktor : permodalan, Kualitas Aktiva Produktif, manajemen, rentabilitas dan Likuiditas. Faktor – faktor tersebut dikenal dengan istilah “CAMEL” yaitu capital, asset, management, Earning dan Liquidity.

#### a. Unsur Penilaian

Permodalan ( capital )

Pengertian modal dalam hal ini terdiri dari modal inti dan modal pelengkap. Modal inti terdiri dari modal disetor, modal sumbangan, agio saham, cadangan yang dibentuk dan laba yang diperoleh bank setelah

diperhitungkan pajak. Sedangkan, pinjaman subordinasi dan cadangan yang dibentuk tidak berasal dari laba. Total modal pelengkap yang dapat diperhitungkan sebagai modal bank, setinggi – tingginya adalah seratus persen dari modal inti, sedangkan pinjaman subordinasi yang dapat diperhitungkan sebagai modal pelengkap adalah setinggi – tingginya sebesar lima puluh persen dari modal inti. Karena modal merupakan salah satu faktor yang penting bagi bank dalam pengembangan usaha dan menutup risiko kerugian dan karena perbankan Indonesia tidak dapat dipisahkan dari pengaruh globalisasi, maka agar perbankan Indonesia dapat berkembang secara sehat dan mampu bersaing dengan perbankan internasional, permodalan bank harus selalu mengikuti ukuran yang berlaku secara internasional yang diatur dalam Bank Internasional settlement (BIS) sesuai dengan ketentuan Bank – Bank di Indonesia wajib menyediakan modal minimum sebesar 8% dari Aktiva tertimbang menurut risiko (ATMR) , penyediaan modal minimum ini dikenal dengan istilah Capital Adequacy Ratio (CAR). Pos – pos yang diperhitungkan di dalam ATMR adalah seluruh pos – pos aktiva dan pos – pos administratif yang diberikan bobot sesuai dengan kadar risikonya .

**b. Aktiva Produktif (*Earning Assets*)**

Aktiva produktif adalah semua aktiva dalam rupiah maupun valuta asing yang dimiliki oleh bank dengan maksud memperoleh penghasilan. Usaha untuk mendapatkan penghasilan tersebut tentunya mempunyai risiko dan untuk mengukur resiko tersebut aktiva produktif tersebut digolongkan ke dalam 4 ( empat ) kriteria yaitu : lancar, kurang lancar, diragukan dan macet. Ukuran untuk melihat kualitas Aktiva Produktif dikenal dengan istilah “ Bad Debt Ratio” ( BDR ).

Pedoman dalam menghitung Kualitas Aktiva Produktif ( BDR ) adalah jumlah Aktiva Produktif yang diklasifikasikan dibagi dengan outstanding aktiva produktif. Sedangkan cara penghitungan aktiva produktif yang diklasifikasikan adalah sebagai berikut :

- 50 % dari Aktiva produktif kurang lancar ;
- 75 % dari Aktiva Produktif diragukan ;
- 100 % dari Aktiva Produktif macet ;

Dengan adanya berbagai kemungkinan hasil yang diperoleh tersebut , maka bank diwajibkan untuk membentuk cadangan yang cukup untuk menutup kemungkinan kerugian yang timbul dari Aktiva Produktifnya. Adapun besar cadangan yang wajib dipelihara adalah sebagai berikut:

- 0,5 % dari Aktiva Produktif yang digolongkan lancar
- 10 % dari nilai netto Aktiva Produktif yang digolongkan kurang lancar. Nilai netto adalah outstanding aktiva produktif dikurangi dengan agunan yang dikuasai bank ;50 % dari nilai netto Aktiva produktif yang digolongkan diragukan ;
- 100 % dari nilai netto Aktiva Produktif yang digolongkan macet.

### **c. Manajemen**

Penilaian aspek manajemen mencakup beberapa komponen yang meliputi manajemen permodalan, manajemen kualitas aktiva, manajemen umum, manajemen rentabilitas dan manajemen likuiditas. Untuk menilai aspek ini dilakukan dengan cara mengajukan sejumlah 250 pertanyaan-pertanyaan yang sudah distandardisasi kepada manajemen .

#### d. Rentabilitas

Penilaian tingkat rentabilitas bank diukur dari 2 (dua) rasio yaitu *return on assets* (ROA) dan rasio efisiensi. ROA adalah rasio perbandingan laba dalam 12 bulan terakhir terhadap rata – rata volume usaha (*assets*). Sedangkan ukuran efisiensi dinyatakan dalam perbandingan antara biaya operasional dengan pendapatan operasional.

#### e. Likuiditas

Pengukuran tingkat likuiditas bank dinyatakan dalam Net Call Money (NCM) dan Loan to Deposit Ratio (LDR). NCM adalah perbandingan jumlah kewajiban bersih call money terhadap aktiva lancar, dan yang dimaksud dengan aktiva lancar adalah ; kas, giro pada Bank Indonesia, sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan surat berharga Pasar Uang (SPBU), sedangkan LDR adalah perbandingan antara kredit dengan dana yang diterima oleh bank yang meliputi; dana masyarakat, kredit likuiditas, pinjaman lainnya yang jangka waktunya melebihi 3bulan, modal inti dan modal pinjaman .

#### 2.8.2 Pembobotan

sebelum menghitung nilai kredit ( istilah yang digunakan untuk melihat kinerja maka masing – masing faktor CAMEL tersebut dilakukan pembobotan .

- 1) Aspek permodalan (CAR) diberi bobot sebesar 25 %
- 2) Aspek kualitas Aktiva Produktif (KAP) diberi bobot 30 % terdiri dari :

*Bad debt ratio* (BDR) diberi bobot 25 % dari cadangan penghapusan piutang ( CPP) diberi bobot 5 %

3) Aspek manajemen diberi bobot 25 % yang terdiri dari :

Manajemen permodalan	: 2,5 %
Manajemen Aktiva	: 5,0 %
Manajemen umum	: 12,5 %
Manajemen Rentabilitas	: 2,5 %
Manajemen Likuiditas	: 2,5 %

4) Aspek Earning (Rentabilitas) diberi bobot 10 % yang terdiri dari :

Ratio Return on Asset (ROA) dan ratio efisiensi masing – masing sebesar 5 %.

5) Aspek likuiditas diberi bobot 10 % yang terdiri dari :

Ratio Net Money dan Loan to Deposit ratio masing – masing sebesar 5 %.

#### C . Nilai kredit

1) Aspek Permodalan

Perhitungan aspek permodalan didasarkan pada kewajiban penyediaan modal minimum bank yang diatur dalam Surat Edaran Bank Indonesia ( SEBI) nomor : 26 / 1 / BPPP tanggal 29 mei 1993 yaitu :

- Untuk ratio modal 0 % atau negatif diberi nilai kredit 1 ;
- Untuk setiap kenaikan 0,1 % mulai dari 0 % nilai kredit ditambah 1 dengan maksimum nilai kredit 100.

2) Aspek kualitas Aktiva Produktif

- *Bad Debt Ratio* (BDR) :  
Untuk ratio 15,5 % atau lebih diberi nilai kredit 0 dan untuk setiap penurunan 0,15 % mulai dari 15,5 % nilai kreditnya ditambah 1 dengan maksimum 100 .
- Cadangan penghapusan piutang (CPP)

Untuk ratio 0 ( tidak memiliki penyisihan penghapusan piutang ) diberi nilai kredit 0 dan untuk setiap kenaikan 1 % mulai dari 0 % nilai kredit ditambah 1,5 dengan nilai maksimum 100

3) Aspek manajemen

Perhitungan nilai kreditnya seperti telah disebutkan sebelumnya adalah penilaian atas jawaban 250 pertanyaan yang dikelompokan dalam 5 aspek. Untuk setiap jawaban pertanyaan yang dinilai positif ( YA ) diberi nilai 0,4 dan untuk pertanyaan mengenai kegiatan yang belum dilakukan bank dianggap menjawab YA ( positif ) .

4) Aspek Rentabilitas

- *Return On Assets (ROA)* :

Untuk ratio 0 % atau negatif diberi nilai kredit 0 dan untuk setiap kenaikan 0,015 % mulai dari 0 % nilai kredit ditambah 1 dengan maksimum 100.

- *Efficiency Ratio* :

Untuk ratio 100 % atau lebih diberi nilai kredit 0 dan untuk setiap penurunan sebesar 0,08 % mulai dari 100% nilai kredit ditambah 1 dengan maksimum 100.

5) Aspek Likuiditas

- *Net Call money ratio* :

Untuk ratio 100 % atau lebih diberi nilai kredit 0 dan untuk setiap 1 % penurunannya mulai dari 100% nilai kredit 1 dengan maksimum nilai kredit 100 .

### 2.8.3 . ANALISIS RENTABILITAS

Rentabilitas ( Rate of return ) secara umum dinyatakan sebagai perbandingan antara laba dengan modal. Analisis ini sangat perlu dilakukan karena besarnya laba saja tidak dapat dijadikan ukuran bahwa perusahaan tersebut telah bekerja dengan efisien. Dengan demikian perusahaan harus lebih mengarahkan usahanya untuk mendapatkan rentabilitas maksimal dibandingkan dengan laba maksimal .

Banyak referensi yang memberi pengertian tentang rentabilitas, namun pada dasarnya pengertiannya sama, menurut Sunardi Kartowiharjo ( 9 ) : kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba tidak dapat diukur menurut besar kecilnya jumlah laba yang diperoleh, akan tetapi jumlah laba tersebut harus dibandingkan dengan jumlah dana yang telah digunakan dalam menghasilkan laba tersebut, hal ini sebagai ukuran mengenai efisiensi dari penggunaan dana – dananya, demikian juga menurut pendapat Nitimihardjo: "... karena tingkat rentabilitas mencerminkan kemampuan modal perusahaan dalam menghasilkan keuntungan, maka dengan demikian tingkat rentabilitas yang tinggi dapat merupakan pencerminan efisiensi yang tinggi pula ".

Dari pengertian – pengertian tersebut dapat disimpulkan bahwa terdapat dua macam rentabilitas yaitu rentabilitas ekonomis (return on assets /ROA ) dan rentabilitas modal sendiri (return on equity/ROE). Rentabilitas ekonomis (ROA) adalah perbandingan antara laba bersih dengan total assets, sedangkan ROE adalah perbandingan antara laba bersih dengan modal (equity) .

#### 2.8.4. Analisa Rasio Keuangan – sistem Du Pont

Sistem Du Pont merupakan salah satu aspek penting dalam analisis laporan keuangan, karena dari situ didapat perkiraan keadaan, atau posisi dan arah perusahaan. (surono subekti, 1999: 16) laporan keuangan yang dikeluarkan oleh perusahaan merupakan salah satu pedoman yang penting bagi investor dalam menganalisa laporan keuangan digunakan analisis rasio keuangan. Analisa rasio menyediakan indikator bagi,antara lain ; tingkat profitabilitas, likuiditas, pendapatan, pemanfaatan asset dan kewajiban suatu perusahaan. (L Thian Hin, 2001:61) lebih jauh investor akan melihat hubungan antar rasio-rasio individual itu secara keseluruhan , yakni bagaimana berbagai ukuran keuangan itu bekerja sama untuk menghasilkan return secara keseluruhan. Salah satu metode yang digunakan yaitu dengan menggunakan sistem Du-Pont. Dengan menelaah hubungan-hubungan itu analis dapat mengidentifikasi kekuatan dan kelemahan dan mentrasir sebab-sebab kemungkinan masalah keuangan secara keseluruhan dan kinerja keuangan perusahaan, analisis dapat mengevaluasi perubahan-perubahan kondisi dan kinerja perusahaan, apakah ada perbaikan atau pemburukan atau kedua-duannya. ( Fraser, Lyn M, Ormitson Aileen,2004 : 201).

“Sistem Du-Pont dapat membantu analis untuk melihat bagaimana keputusan-keputusan perusahaan dan aktifitas sepanjang periode akuntansi yang diukur dengan rasio-rasio keuangan berinteraksi untuk menghasilkan return secara keseluruhan untuk para pemegang saham, return on equity” ( Fraser, Lyn M, Ormitson aileen, 2004:200)

## 2.9 Literatur Penelitian Sebelumnya

Penelitian mengenai *Dividend Discount Model* antara lain dilakukan oleh Siahaan (2003) yang memvaluasi harga saham PT. Century Textile Industry, Tbk., dengan menggunakan *Gordon Growth Model*. Valuasi saham juga dilakukan dengan mengkalkulasikan nilai sekarang arus kas yang dihasilkan saham dari dividen dan *capital gain* yang diharapkan di masa yang akan datang. Dalam memvaluasi, Siahaan menggunakan terminologi P/E ratio dalam mencari nilai *required rate of return*.

Untuk pendekatan free cash flow, penelitian dilakukan oleh Sitorus (1999) yang menggunakan *Free Cash Flow to Equity Valuation* dalam menilai harga saham BRI, karena diketahui bahwa arus kas dari suatu perusahaan merupakan variabel yang paling tepat dalam penentuan harga saham mengingat arus kas menunjukkan kemampuan fundamental suatu perusahaan dalam menghasilkan pendapatan berdasarkan aset yang dimilikinya.

Yudianto (2001) membandingkan antara *Dividend Based Model*, *Earning Based Model* dan *Edward-Bell Ohlson Model* dengan *actual price* tahun 1999. Kemudian ia melakukan analisis korelasi dan t-test atas saham-saham tersebut, sehingga memperoleh kesimpulan bahwa terdapat hubungan yang positif dan signifikan antara nilai intrinsik dengan harga pasar saham.

Wijaya dan Nirmala (2007) melakukan studi perbandingan model valuasi harga saham yang menguji empiris 34 saham terdaftar di Bursa Efek Jakarta menggunakan tiga model valuasi. Ketiga model valuasi yang digunakan adalah model *Gordon growth model* (GGM) atau model *Dividen Discount Model* (DDM), model *free cash flow to equity valuation* serta model *residual income model*. Dari ketiga model valuasi kemudian dianalisis hasil

valuasi yang paling mendekati nilai aktual saham dengan menggunakan nilai *over/under valuation* baik dalam persentase maupun rupiah.

Hasil riset Wijaya dan Nirmala (2007) memberikan hasil, berdasarkan uji t-test, terdapat perbedaan antara rata-rata *Absolute Rupiah Over/Under valuation* (ADE) dengan *Absolute Percentage Over/Under valuation* (APE) di tingkat populasi. Dari hasil uji beda maka diperoleh hasil model GGM merupakan model valuasi terbaik untuk valuasi saham biasa menggunakan 34 saham publik yang menjadi sampel penelitian berdasarkan kriteria terpilih. Adapun sampel dipilih dengan kriteria: membagikan dividen pada tahun 2004, telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta sejak 2001.

Saham yang menjadi sampel memiliki transaksi antara tanggal 30 Desember 2004 dan 20 Juni 2005, memiliki harga saham yang positif untuk ketiga model valuasi (*Gordon Growth Model*, *Free Cash Flow to Equity* serta *residual income model*), tidak ada data yang hilang. Yang dimaksud dengan tidak ada datang hilang artinya semua data yang dibutuhkan untuk melakukan valuasi harga saham tersedia.

Sementara itu Wijaya (2004) meneliti penerapan berbagai model valuasi harga saham, baik model stasis, model dinamis BC, dan model alternatif *dynamic earnings* di Bursa Efek Jakarta. Disimpulkan bahwa, Model valuasi harga saham *dynamic earnings* merupakan model valuasi harga saham terbaik jika dilihat dari perhitungan akurasi dengan menggunakan ADE, MDE dan STDD. Tetapi, berdasarkan pengujian hipotesis dengan menggunakan data APE dan ADE dapat disimpulkan bahwa akurasi model *dynamic earnings* tidak berbeda secara signifikan dibandingkan model-model

valuasi lainnya, yaitu model dynamic BC, model SI, model SG dan model Gordon, berdasarkan penggunaan *data in the sample*.

Tabel II.4.  
Rangkuman Literatur Penelitian Terdahulu

Peneliti	Obyek Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian yang diperoleh
Siahaan (2003)	Harga saham PT. Century Textile Industry, Tbk	<i>Gordon Growth Model.</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nilai sekarang arus kas yang dihasilkan saham dari dividen dan <i>capital gain</i> yang diharapkan di masa yang akan datang</li> <li>• P/E ratio dalam mencari nilai <i>required rate of return</i>.</li> </ul>
Sitorus (1999)	Harga saham Bank BRI	<i>Free Cash Flow to Equity Valuation</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Arus kas dari suatu perusahaan merupakan variabel yang paling tepat dalam penentuan harga saham mengingat arus kas menunjukkan kemampuan fundamental suatu perusahaan dalam menghasilkan pendapatan berdasarkan aset yang dimilikinya</li> </ul>

Yudianto (2001)	Harga pasar saham perusahaan <i>go public</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Dividend Based Model</i>,</li> <li>• <i>Earning Based Model</i></li> <li>• <i>Edward-Bell Ohlson Model</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Terdapat hubungan yang positif dan signifikan antara nilai intrinsik dengan harga pasar saham</li> </ul>
Wijaya (2004)	9 perusahaan publik terpilih berdasarkan metode <i>sampling</i> tertentu	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Model stasis (GGM),</li> <li>• Model dinamis Bakshi Chen</li> <li>• Model alternatif <i>dynamic earning</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Model valuasi harga saham <i>dynamic earnings</i> merupakan model valuasi harga saham terbaik jika dilihat dari perhitungan akurasi dengan menggunakan ADE, MDE dan STDD</li> <li>• Pengujian hipotesis dengan menggunakan data APE dan ADE dapat disimpulkan bahwa akurasi model <i>dynamic earnings</i> tidak berbeda secara signifikan dibandingkan model-model valuasi lainnya, yaitu model dynamic</li> </ul>

			BC, model SI, model SG dan model Gordon, berdasarkan penggunaan <i>data in the sample</i>
Wijaya dan Nirmala (2007)	34 saham perusahaan publik berdasarkan metode <i>sampling</i> tertentu	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gordon Model</li> <li>• Free Cash Flow to Equity</li> <li>• Residual Income model</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Berdasarkan uji t-test, terdapat perbedaan antara rata-rata <i>Absolute Rupiah Over/Under valuation</i> (ADE) dengan <i>Absolute Percentage Over/Under valuation</i> (APE) di tingkat populasi. Dari hasil uji beda maka diperoleh hasil model GGM merupakan model valuasi terbaik untuk valuasi saham biasa</li> </ul>

sumber: Studi Literatur terdahulu yang diolah peneliti



## BAB III METODE PENELITIAN

### 3.1 Pendekatan dan Jenis Penelitian

Penelitian valuasi saham menggunakan pendekatan kuantitatif, karena menggunakan asumsi dasar epistemologi (hakikat dasar ilmu pengetahuan), terutama karena terdapat keterkaitan antara ilmu dengan segala sesuatu yang diperoleh dengan menggunakan cara yang ilmiah atau berbasiskan ilmu pengetahuan. Selain itu, peneliti bersifat bebas nilai dari objek yang diteliti, yaitu kondisi perusahaan yang menjadi obyek penelitian, sehingga obyektivitas peneliti diharapkan tetap terjaga.

Secara aksiologi tujuan dilakukannya penelitian tentang valuasi adalah untuk menemukan hukum tertentu dan mencoba menjelaskan mengapa suatu gejala atau fenomena terjadi, dengan mengaitkan antara gejala atau fenomena

yang satu dengan gejala atau fenomena yang lainnya. Fenomena yang ingin diteliti berkaitan erat dengan nilai instrinsik suatu saham tergolong dalam saham yang *undervalue* (murah) atau *overvalue* (mahal).

Jenis penelitian ini, berdasarkan manfaat penelitian adalah penelitian terapan yang dilakukan dalam kerangka akademis. Berdasarkan tujuan penelitian, penelitian ini adalah penelitian eksplanatif, karena menghubungkan pola-pola yang berbeda namun memiliki keterkaitan. Dalam hal ini melihat valuasi harga saham dengan menggunakan model yang berbeda, kemudian dilihat keterkaitannya dengan nilai aktual saham. Selain itu juga dilihat hubungan sebab akibat antara nilai intrinsik saham dengan nilai aktual saham.

Berdasarkan dimensi waktu, penelitian termasuk dalam penelitian *cross sectional*, karena penelitian ini dilakukan untuk melihat gejala yang sama pada waktu yang sama dengan obyek penelitian yang sama yaitu Bank Bukopin Tbk. Berdasarkan teknik pengumpulan data sekunder karena penelitian ini menggunakan laporan keuangan perusahaan (Bank Bukopin Tbk) yang menjadi sampel penelitian sebagai sumber data penelitian.

### **3.2 . Variabel Dan Sumber Data Penelitian**

Variabel yang dipergunakan untuk menghitung nilai wajar saham (nilai intrinsik) saham Bank Bukopin Tbk antara lain:

- Earning Per Share (EPS) = Laba bersih per saham untuk tahun buku 2009-2010
- Book Value Per Share (BVS) = Nilai Buku per saham untuk tahun buku 2009-2010

- Harga Saham (P) = Harga saham Bank Bukopin Tbk rata-rata untuk periode 2009-2010
- *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) = Cash flow yang diharapkan di masa yang akan datang yang didiskonto terhadap *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Dimana WACC adalah rasio rata-rata tertimbang biaya modal perusahaan
- *Cash dividend* = besarnya dividen tunai yang dibayarkan pada tahun buku 2009 dan 2010
- tingkat pertumbuhan (*g*) perusahaan, *Retention Ratio*, *Expected Return* serta *Return on Equity* yang berguna sebagai parameter memvaluasi harga saham berdasarkan model valuasi DCF, DDM dan *Discounted Abnormal Earning*.

Dalam penelitian ini, sumber data penelitian dikumpulkan berupa Laporan Keuangan (*Audited*) untuk tahun buku 2009-2010. Sumber-sumber data di peroleh dari dalam perusahaan dan berbagai data publikasi seperti laporan tahunan Bank Bukopin Tbk kepada pihak regulator, media cetak, dan berbagai bahan tulisan yang relevan dengan topik penelitian.

### 3. 3. Model Analisis Harga Saham

#### 3.3.1 Analisis Harga Saham dengan PER

Formula – formula yang digunakan dalam menganalisis harga saham (*Share Price*) adalah sebagai berikut :

$$\text{- SHARE PRICE} = \text{EPS X PER}$$

Universitas Indonesia

- EARNING PER SHARE (EPS) = ROE X BV

$$EPS = \frac{\text{Net Income}}{\text{Outstanding Shares}} \dots \dots \dots (\text{Frensidy, 2010})$$

$$PER = \frac{\text{Market Price}}{EPS} \dots \dots \dots (\text{Frensidy, 2010})$$

- PER saham Bank Bukopin akan dikomparasikan pula dengan PER industry perbankan untuk periode 2009-2010.

### 3.3.2. Analisis Harga Saham dengan PBV

Formula-formula yang peneliti gunakan dalam menganalisis harga saham berdasarkan nilai buku (*book value*) antara lain:

$$PBV = \frac{P}{BV} = \frac{\text{Price}}{\text{Book Value}}$$

$$= \frac{\text{Price}}{\frac{(\text{Total Asset} - \text{Total Debt})}{\text{Outstanding Shares}}} \dots \dots \dots (\text{Frensidy, 2010})$$

$$\text{Price} = (PBV \times \text{Book Value})$$

$$= PBV \times \frac{(\text{Total Asset} - \text{Total Debt})}{\text{Outstanding Shares}} \dots \dots \dots (\text{Frensidy, 2010})$$

PBV saham Bank Bukopin Tbk akan dibandingkan dengan PBV industri yang sejenis (perbankan) selama periode 2009-2010

**Formatted:** Centered, Indent: Left: 0", First line: 0.5", Line spacing: Multiple 1.15 li

### 3.3.3. Analisis Harga Saham dengan Discounted Cash Flow (DCF)

**Formatted:** Indent: First line: 0", Outline numbered + Level: 3 + Numbering Style: 1, 2, 3, ... + Start at: 3 + Alignment: Left + Aligned at: 0" + Indent at: 0.5"

Formula yang diterapkan dalam analisis harga saham berdasarkan arus kas yang terdiskonto diantaranya:

$$\begin{aligned} \text{Value of Equity} &= \frac{FCFE_1}{r - g} \\ &= \frac{(FCFE_0 \times (1 + g))}{r - g} \dots \dots \dots (\text{Copeland, Koller, Murrin, 1994}) \end{aligned}$$

Dimana:

FCFE<sub>1</sub> = free cash flow to equity yang diharapkan dalam satu tahun

FCFE<sub>0</sub> = FCFE awal, dengan FCFE awal adalah Net Income- (capital expenditure – depreciation) (1-debt ratio) – change in working capital (1-debt ratio)

g = growth rate

r = required return on equity

### 3.3.4. Analisis Harga Saham dengan *Dividend Discounted Model* (DDM)

Formatted: Font: Italic

Formulasi-formulasi yang akan digunakan untuk menganalisa harga saham dengan model DDM oleh penulis adalah sebagai berikut:

Formatted: Normal, Indent: Left: 0.5", No bullets or numbering

Formatted: Font: (Default) Arial, Indonesian (Indonesia)

Formatted: Normal, Centered, No bullets or numbering

$$V_t^{DIV} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{1+r_E} \dots \dots \dots (\text{Gordon, 1962})$$

Field Code Changed

Formatted: Font: (Default) Arial, Bold, English (United States)

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

Formatted: Font: (Default) Arial

Field Code Changed

$$V_o = \frac{D_o * (1 + g)}{(r - g)} = \frac{D_1}{r - g} \dots\dots\dots (Damodaran, 1996)$$

**Formatted:** Font: (Default) Arial, English (United States)  
**Field Code Changed**

Dimana,

**Formatted:** Font: (Default) Arial

$V_o$  = fundamental value,

**Formatted:** Normal, Indent: First line: 0.5", No bullets or numbering

$D_o$  = dividen yang dibayarkan

**Formatted:** Font: (Default) Arial, Italic

$D_1$  = dividen yang diharapkan akan diterima di akhir tahun pertama

**Formatted:** Font: (Default) Arial

$r$  = required rate of return on equity,

**Formatted:** Font: (Default) Arial, Italic

$g$  = dividend growth rate,

**Formatted:** Font: (Default) Arial

**Formatted:** Normal, Indent: First line: 0.49", No bullets or numbering

**Formatted:** Font: (Default) Arial, Italic

**Formatted:** Font: (Default) Arial

**3.3.5. Analisis Harga Saham dengan Discounted Abnormal Earnings**

**Formatted:** Indent: Left: 0.49", Hanging: 0.49"

(DAE)

**Formatted:** Font: Italic

berikut: Formula-formula akan digunakan oleh penulis nantinya adalah sebagai

**Formatted:** Normal, Indent: First line: 0.49", No bullets or numbering

**Formatted:** Font: (Default) Arial

$$V_T^{AE} = B_T + \sum_{t=1}^T \frac{AE_t}{(1+r_E)^t} \dots\dots\dots (Edward and Bell, 1961, Ohlson, 1995)$$

**Formatted:** Normal, Centered, Indent: First line: 0.5", No bullets or numbering

**Field Code Changed**

**Formatted:** Font: (Default) Arial, English (United States)

$$AE_t = X_t - r_E B_{t-1}$$

**Formatted:** Normal, Left, Indent: Left: 0.5", No bullets or numbering

**Field Code Changed**

$$B_t = B_{t-1} + X_t - DIV_t$$

**Formatted:** Font: (Default) Arial

**Formatted:** Normal, Left, No bullets or numbering

Dimana;

**Field Code Changed**

$V_T^{AE}$  = nilai pasar saham pada waktu t

**Formatted:** Font: (Default) Arial

$AE_t$  = abnormal return atau laba pada tahun t

**Formatted:** Normal, Indent: First line: 0.5", No bullets or numbering

**Field Code Changed**

**Formatted:** Font: (Default) Arial

**Field Code Changed**

**Formatted:** Font: (Default) Arial

$B_t$  = nilai buku ekuitas pada akhir tahun t

$X_t$  = earnings atau laba pada tahun t

$r_E$  = tingkat pengembalian ekuitas (ROE) yang diharapkan

$DIV_t$  = dividen pada tahun t

Formatted: Font: (Default) Arial

Field Code Changed

Formatted: Font: (Default) Arial

Field Code Changed

Field Code Changed

Formatted: Font: (Default) Arial

Formatted: Font: (Default) Arial

Field Code Changed

### 3.4. Pengolahan dan Analisis Data

Data yang ada diolah dengan menggunakan software Microsoft Excell 2007 dengan memasukkan formula valuasi harga pada Microsoft excell untuk memudahkan perhitungan.

Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan alur sebagai berikut:

1. Pengumpulan data emiten Bank Bukopin Tbk (Tick: BBKP) untuk tahun buku 2009-2010.
2. Dari data emiten yang ada kemudian dilakukan pengumpulan laporan keuangan (Audited) BBKP Semesteran yang telah dipublikasikan.
3. Dari data laporan keuangan tersebut dilihat akun-akun yang akan dipergunakan untuk melakukan valuasi harga saham.
4. Untuk valuasi harga saham Free Cash Flow to Equity Valuation, Price to Book Value dan Price Earning Ratio. Data yang diperlukan adalah book value per share, earning per share, harga saham aktual pada waktu tertentu dan growth.

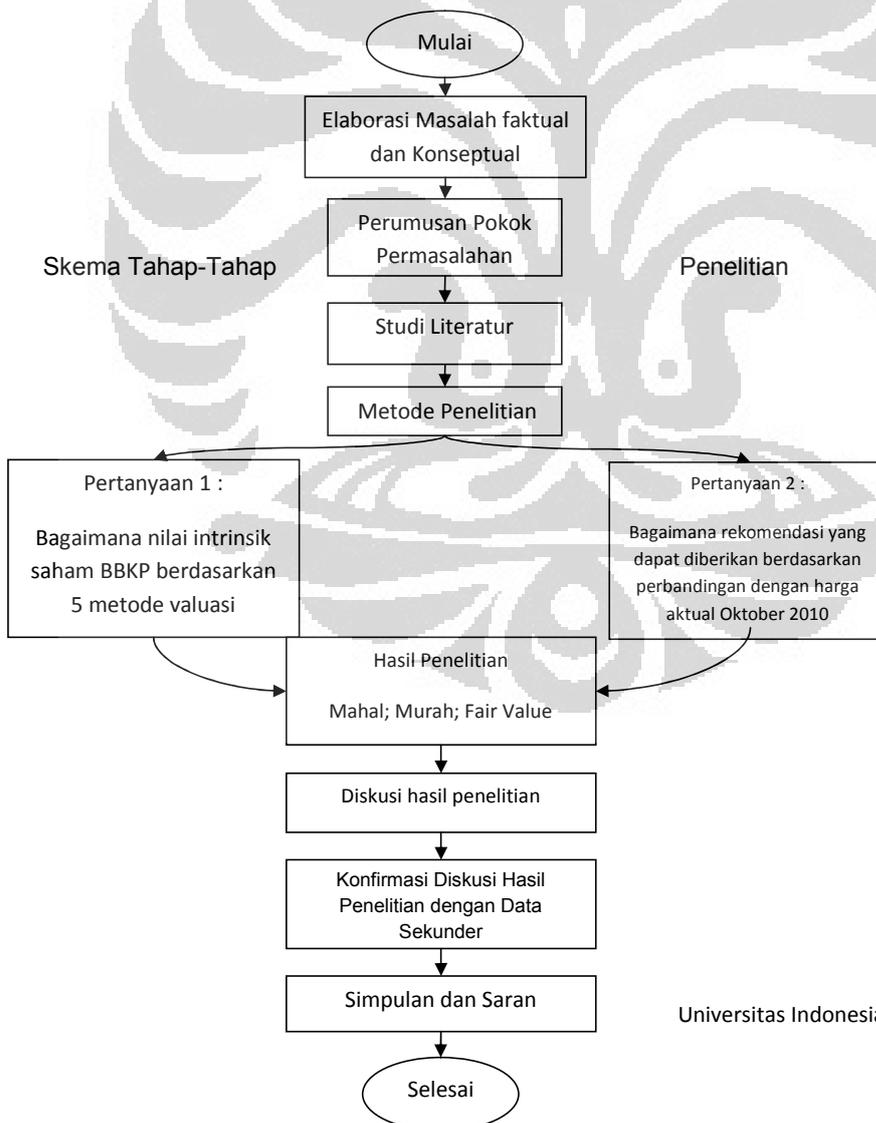
Growth diperhitungkan dari retention ratio x ROE, dimana *retention ratio* adalah 1 dikurangi Dividend Payout Ratio. Dan *Return on Equity* diperoleh dengan cara net income dibagi dengan *shareholders' equity*.

5. Untuk melakukan valuasi dengan menggunakan *free cash flow to equity valuation*, maka diperlukan data Cash flow yang berasal dari aktifitas operasi, capital expenditure, net borrowing. FCFE awal adalah  $FCFE = CFO - FCInv + \text{net borrowing}$ . Selain itu data yang digunakan adalah  $r$  yang diperhitungkan dengan *P/E ratio* (PER) dan *growth*.
6. Untuk melakukan valuasi dengan metode DDM, menggunakan data dividen yang dibayarkan pada tahun  $t$  kemudian diproporsikan terhadap *required rate of return* ( $r$ ) dikurangi dengan *dividend growth rate* ( $g$ )
7. Untuk melakukan valuasi dengan metode *Discounted Abnormal Earning* memakai data *Abnormal Earning* pada tahun  $t$ , nilai buku ekuitas pada akhir tahun  $t$  serta *required rate of return on equity* ( $r$ ). *Abnormal Earning* diperoleh dengan mengurangkan laba bersih terhadap *required rate of return on equity* dikalikan nilai buku ekuitas pada tahun  $t-1$
8. Hasil perhitungan harga saham BBKP menggunakan pendekatan PER dan PBV akan dikomparasikan dengan PER industry perbankan dan PBV industry perbankan
9. Hasil valuasi kelima metode akan dibandingkan dengan harga aktual (harga saham BBKP di pasar) pada Oktober 2010. Perbandingan kelima metode dilakukan melalui dua tahap: (1). *Price multiple* metode (PER dan PBV) dibandingkan terhadap harga saham BBKP aktual pada Oktober 2010. (2) *Discounted Analysis* metode (DCF, DDM, dan

DAE) dibandingkan terhadap harga saham BBKP aktual pada Oktober 2010.

10. Penulis kemudian mengambil kesimpulan atau rekomendasi (mahal, murah atau *fair value*) berdasarkan dua tahap yang telah disebutkan sebelumnya.

Dalam bentuk skema dibawah ini adalah ilustrasi rangkaian atau tahap-tahap penelitian yang dilakukan peneliti sebagai berikut:





## **BAB IV**

### **PEMBAHASAN HASIL STUDI**

Bab yang berjudul pembahasan hasil studi memaparkan hasil temuan penelitian penulis, yang diawali dari status dan perkembangan terbaru dari rencana akuisisi Bank Bukopin Tbk oleh para pihak calon pembeli dalam hal ini Bank Rakyat Indonesia Tbk dan Jamsostek. Penulis menganggap penjelasan mutakhir sangat diperlukan untuk memberi konteks situasi dan kondisi penawaran saham Bank Bukopin sehingga pembaca dapat memperoleh kondisi kekinian dan kedisinian dari rancangan transaksi tersebut.

Lima sub bab berikut dari pembahasan hasil studi, dari sub bab 4.2 sampai dengan sub bab 4.6, adalah aspek teknis dari valuasi saham berdasarkan metode valuasi yang penulis ajukan. Sub bab 4.2 dan Sub bab 4.3 memberikan perhitungan valuasi menggunakan pendekatan *price multiple* di mana kondisi rasio harga terhadap laba (PER) dan rasio harga terhadap nilai buku (PBV) menjadi *back-bone*, guna mengetahui nilai intrinsic saham Bank Bukopin Tbk. Dalam membahas valuasi berdasarkan PER dan PBV, penulis juga membandingkan rasio PER dan PBV Bank Bukopin dibandingkan bank sejenis yang telah *go public* berdasarkan data majalah Infobank edisi 2009 dan 2010.

Sub bab 4.4, Sub bab 4.5, Sub 4.6 memaparkan perhitungan valuasi menggunakan pendekatan *discounted factor* yakni Sub bab 4.4 menghitung valuasi saham Bank Bukopin dengan metode *Discounted Cash Flow* menggunakan *free cash flow to equity valuation* Sub bab 4.5 memvaluasi nilai intrinsik saham BBKP dengan metode *Dividend Discount Model* atau yang lebih dikenal dengan *Gordon Growth Model* sebagai model perhitungan DDM. Sub bab 4.6 melakukan perhitungan saham BBKP dengan metode *Discounted Abnormal Earning* yang berasumsi bahwa nilai buku ekuitas adalah fungsi daripada *abnormal earnings* serta *return on equity* yang tetap. Perhitungan *Discounted Abnormal Earning* mengikuti formula yang diberikan Edward dan Bell (1961) serta Ohlson (1995).

#### **4.1 Perkembangan dan status terkini dari rencana akuisisi saham Bank Bukopin Tbk**

Industri pasar modal adalah industri yang mengandalkan informasi sebagai basis perkembangan dan kemajuannya. Pelaku pasar modal, baik investor institusi maupun investor kecil (ritel), senantiasa memperbaharui keputusan investasi mereka berdasarkan kehadiran informasi baru yang disampaikan manajemen perusahaan publik (emiten). Demikian pula, emiten memiliki kewajiban dan keharusan menyebarluaskan keterbukaan informasi kepada para pemangku kepentingan (*stakeholders*) yang terdiri dari pemegang saham, pihak self-regulatory body Bursa Efek Indonesia, Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) serta Kliirng Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) dan otoritas tertinggi Bapepam Lembaga Keuangan. Termasuk pula informasi wajib disajikan kepada para pemangku kepentingan lainnya investor, karyawan, kreditor maupun pemerintah.

Dalam konteks keterbukaan informasi pada publik, maka penulis memosisikan sekurangnya tiga aktor (pemain) utama yang berperan penting dalam berlangsungnya rencana transaksi pembelian saham Bank Bukopin: (1). pihak calon pembeli Bank BRI dan Jamsostek, (2). pihak manajemen internal Bank Bukopin serta (3). Kementerian BUMN selaku pemegang saham kedua lembaga calon pembeli Bank Bukopin, walaupun kepemilikan Kementerian BUMN di Bank Bukopin hanya sebatas 16,88% per Desember 2010 (Bukopin Company Report, Januari 2011).

Pemegang saham BBKP selain Negara Republik Indonesia cq. Kementerian BUMN sebagai berikut: Koperasi Pegawai Bulog Seluruh Indonesia (Kopelindo) sejumlah 42.71%, Yayasan Bina Sejahtera Warga Bulog (Yabinstra) sebesar 12.19%, dan Koperasi Perkayuan Apkindo MPI (Kopkapindo) sejumlah 6.70%. Sedangkan sisa kepemilikan sekitar 21% dimiliki oleh investor publik (Bukopin Company Report, Januari 2011; <http://bisnis.vivanews.com>).

Pemerintah Republik Indonesia melalui Kementerian Badan Usaha Milik Negara menyatakan lebih merestui BRI untuk melakukan akuisisi Bukopin, ketimbang Jamsostek, dikarenakan jenis inti usaha (*core business*) yang sama, yaitu perbankan. Bila Bukopin jadi diakuisisi BRI, maka menurut Menteri BUMN Bukopin dan Bank Agro yang sudah diakuisisi BRI bisa digabung menjadi satu, sehingga bisa jadi spesialisasi untuk pengembangan sektor pertanian, koperasi, kredit usaha kecil dan menengah (KUR) (<http://economy.okezone.com>)

Berdasarkan penjelasan Direktur Utama BRI, Sofyan Basir menyatakan bahwa BRI siap bersaing dengan BUMN lainnya guna melakukan pembelian sebanyak-banyak 51% saham Bank Bukopin dan BRI juga tengah mempersiapkan pembelian Bank Agroniaga dalam proses uji tuntas. Tujuan akuisisi dua bank berskala lebih kecil dari BRI ini dalam rangka memperkuat pangsa pasar kredit mikro Bank BRI.

Berita terkini yang penulis perbaharui terkait posisi manajemen BRI terhadap penawaran akuisisi saham Bank Bukopin adalah BRI tetap berencana untuk membeli saham Bukopin, meskipun Jamsostek dan Bukopin sudah melakukan kesepakatan harga. Menurut Komisaris Independen BRI, Aviliani, BRI hingga saat ini masih mengkaji harga *sales and purchase* (S&P) dalam pembelian Bukopin (<http://www.perbanas.org>).

Dari sisi pihak manajemen Jamsostek telah mempertegas maksud membeli saham Bank Bukopin melalui mekanisme penerbitan saham baru (*right issue*). Pernyataan tersebut menegaskan sikap Jamsostek, yang sebelumnya hanya berminat membeli saham Bank Bukopin Syariah. Direktur Utama Jamsostek, Hotbonar Sinaga menyatakan Jamsostek hanya akan menjadi pemegang saham minoritas di Bukopin. Untuk itu, Jamsostek telah siap guna

mengalokasikan dana sekitar Rp 900 miliar. Dana tersebut meningkat dari alokasi dana sebelumnya sebesar Rp 300 miliar (<http://bisnis.vivanews.com/news>).

Pada 21 Juni 2010 lalu, Jamsostek menargetkan proses uji tuntas (*due diligence*) rencana pembelian saham Bukopin akan selesai dalam 1-2 pekan mendatang. Dimana Jamsostek berencana mengambil alih 20% saham Bukopin, pembelian saham Bukopin akan menghabiskan dana sebesar Rp 500 miliar. Jamsostek akan menjadi *standby buyer* saham Bukopin, dan bertujuan membentuk *equity participation* (<http://bisnis.vivanews.com/news>). Tujuan Jamsostek sebagai pembeli siaga dalam proses penerbitan saham baru Bukopin kemudian ditegaskan Menteri BUMN saat itu, Mustafa Abu Bakar, pembelian saham Bukopin oleh Jamsostek bukan dalam rangka akuisisi, melainkan hanya penyertaan modal. Mustafa Abu Bakar meminta kepada Jamsostek untuk terus menopang BUMN yang akan melakukan *go public* (<http://www.jamsostek.co.id/content/news>).

Dalam perkembangan informasi dan berita seputar langkah yang telah ditempuh kedua *preferred bidder* guna memuluskan minat pembelian Bank Bukopin bahwa Jamsostek dan Bukopin telah menyepakati harga pembelian saham Bank Bukopin pada 22 September 2010. Kesepakatan masih berupa "*komitmen tertulis*" yang ditandatangani pemegang saham tersebut tercapai usai lebaran, dengan nilai pembelian berkisar antara 500-800 miliar Rupiah. Menurut Hotbonar Sinaga, Direktur Utama Jamsostek, selain kesepakatan harga komitmen tertulis juga mengikat kedua pihak dalam tiga hal. *pertama*, pembelian saham Bukopin dilakukan bukan untuk tujuan ambil untung (*profit taking*), tapi investasi jangka panjang.

*Kedua*, masing-masing pihak sepakat mengikuti aturan dari lembaga terkait seperti Bapepam-LK, Kementerian Keuangan, dan Kementerian BUMN. *Ketiga*, Jamsostek siap menyuntikkan dana kepada Bukopin jika sewaktu-waktu Bukopin membutuhkan dana. Meski sudah menandatangani komitmen tertulis, Jamsostek masih akan menggali lebih dalam kinerja Bukopin Uji tuntas (*due dilligence*) yang dilakukan sebelumnya hanya untuk data keuangan Bukopin hingga kuartal I-2010 (Sumber: <http://bisnis.vivanews.com>). Dari penjelasan berita vivanews ini dapat ditarik simpulan awal bahwa manajemen Jamsostek dan manajemen Bukopin telah melangkah ketahapan selanjutnya proses negosiasi harga pembelian.

Adapun Kebijakan mutakhir pemerintah melalui Kementerian BUMN terkait dengan proses *bidding* saham Bank Bukopin Tbk oleh dua Badan Usaha Milik Negara (BUMN): Bank Rakyat Indonesia Tbk dan Jamsostek (Persero) adalah Menteri BUMN, Mustafa Abubakar melarang Jamsostek untuk membeli saham Bukopin. Mustafa Abu Bakar kemudian memberikan 2 pilihan kepada Bukopin dalam rencananya menambah modal, yaitu melalui penerbitan saham baru atau dapat melepas (menjual) sahamnya kepada BRI (Sumber: <http://finance.detik.com>).

Dari penjelasan di atas tentang perkembangan dan status terkini dari rencana akuisisi saham Bank Bukopin, ilustrasi *related parties* yang peneliti sajikan dibawah ini diharapkan dapat memberikan penjelasan posisi masing-masing pihak dalam rencana transaksi yang ada. Ilustrasi *related parties* adalah sebagai berikut:



Bank Bukopin sebagai target akuisisi oleh Jamsostek dan Bank Rakyat Indonesia yang “ditengahi” oleh Kementerian BUMN, selaku Pembina daripada Badan Usaha Milik Negara yang berada diwilayah Republik Indonesia. Kementerian BUMN selaku pemegang saham minoritas Bank Bukopin sejatinya menginginkan Bank BRI yang menjadi pemenang dalam “kompetisi” terbuka memperebutkan kepemilikan di Bank Bukopin, berdasarkan pertimbangan kesamaan lini bisnis.

Namun demikian, dari sisi manajemen Bank Bukopin menganggap kinerja pasar saham BBKP masih relatif *undervalued*, disamping masih terbuka opsi lain guna memperkuat modal internal bank yakni peningkatan modal melalui *secondary offering* atau *Right Issue* (Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu).

Universitas Indonesia

Kehadiran pemegang saham baru yang tidak sejalan dengan visi dan misi manajemen Bank Bukopin akan mempersulit kapabilitas dan kinerja manajemen Bank Bukopin dimasa mendatang.

#### 4.2. Valuasi Harga Saham Bank Bukopin Tbk dengan Menggunakan Metode *Price Earning Ratio* (PER)

Dalam melakukan valuasi saham Bank Bukopin penulis menggunakan metode PER yang telah banyak dipergunakan oleh para analis pasar saham. PER atau P/E rasio menggunakan data laba bersih per saham untuk masing-masing tahun buku 2009 dan 2010. Selain data laba bersih, PER Bank Bukopin berdasarkan publikasi majalah Info Bank yang telah meneliti peringkat 121 Bank untuk tahun 2009 dan 2010. Sebagai komparasi, rasio P/E Bukopin versi Info Bank dikomparasikan dengan publikasi tahun Bursa Efek Indonesia memuat rasio keuangan seluruh emiten. Hasil komparasi adalah tidak berbeda. Berdasarkan PER 2009 dan 2010 Bank Bukopin berturut-turut 6,22X dan 8.12X, masih dibawah rerata PER 9 bank dengan skala aset yang serupa dengan Bank Bukopin. Rata-rata PER 9 bank tersebut berturut-turut 26.04X (2009) dan 18.61X (2010).

Tabel IV.1.

PER Bukopin dan Komparasi PER Bank Lainnya

No.	Ticker	Nama Institusi Bank	2009	2010
			PER	PER
1	INPC	Bank Artha Graha Internasional	15.57	9.63
2	BTPN	Bank Tabungan Pensiunan Nasional	17.74	21.15
3	BBKP	Bank Bukopin	6.22	8.12
4	BAEK	Bank Ekonomi Raharja	24.16	22.52
5	MAYA	Bank Mayapada Internasional	104.69	34.15
6	MEGA	Bank Mega	11.84	10.62
7	NISP	Bank OCBC NISP	10.54	29.89

8	BNLI	Bank Permata	20.00	15.41
9	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero)	23.62	15.96
Rata-rata Industri			26.04	18.61

\* Disadur dari Data Infobank 2009-2010

Di antara kesembilan lembaga keuangan bank pada tabel IV.1, Bank Bukopin mencatatkan rasio PER yang paling rendah untuk dua tahun periode studi. rasio P/E Bank Bukopin yang terendah mencerminkan harga saham Bank Bukopin divalusi lebih murah dari delapan saham perbankan lainnya. Berikut disajikan perhitungan harga saham Bank Bukopin menggunakan P/E rasio untuk dua tahun periode:

BBKP	Bank Bukopin (x)	6.22	8.12
	Banking Industry (x)	26.04	18.61
BBKP	EPS (Rp)	63	80
	BV (Rp)		
BBKP	Intrinsic Value Based on PER	Rp1.640,52	Rp1.488,8

Berdasarkan perhitungan P/E rasio maka diperoleh nilai instrinsik Bank Bukopin adalah sebesar Rp1.640,52 untuk akhir tahun 2009 serta sebesar Rp1.488,8 untuk akhir tahun 2010. Bila kita bandingkan dengan harga pasar saham bank tersebut di akhir tahun 2009 dan 2010 yang berada di harga Rp375 dan Rp650, maka dapat diambil penjelasan bahwa harga saham bank Bukopin masih dinilai terlalu murah di pasar saham. Hal ini dibuktikan dengan Nilai Instrinsik berdasarkan PER lebih tinggi dibandingkan dengan nilai pasar saham bank Bukopin.

#### 4.3. Valuasi Harga Saham Bank Bukopin Tbk dengan Menggunakan Metode *Price to Book Value* (PBV)

Metode valuasi yang termasuk dalam pendekatan *price multiple* lainnya adalah rasio harga terhadap nilai buku atau *price to book value*. Seperti metode PER, rasio PBV biasanya digunakan dalam memvaluasi apakah harga sebuah saham telah bernilai mahal atau belum, terutama untuk sektor perbankan (Frensidy, 2010). rasio PER dan PBV saham yang bernilai tinggi dibandingkan saham lain dalam industri sejenis menjadi indikasi kuat bahwa harga saham tersebut relatif mahal. Tabel di bawah ini menyajikan data PBV Bank Bukopin serta komparasi PBV dengan Bank Lainnya untuk tahun 2009 dan 2010.

Tabel IV.2.  
PBV Bukopin dan Komparasi PBV Bank Lainnya

No.	Ticker	Nama Institusi Bank	2009	2010
			PBV	PBV
1	INPC	Bank Artha Graha Internasional	0.68	0.76
2	BTPN	Bank Tabungan Pensiunan Nasional	3.66	4.20
3	BBKP	Bank Bukopin	0.89	1.39
4	BAEK	Bank Ekonomi Raharja	3.99	2.90
5	MAYA	Bank Mayapada Internasional	4.33	1.77
6	MEGA	Bank Mega	1.87	2.31
7	NISP	Bank OCBC NISP	1.11	2.12
8	BNLI	Bank Permata	1.99	1.94
9	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero)	2.12	2.27
		Rata-rata Industri	2.29	2.18

\* Disadur dari Data InfoBank 2009-2010

Rerata PBV 9 bank yang memiliki tingkat aset dan kredit sejenis berdasarkan data peringkat 121 Bank Majalah Info Bank 2009-2010 adalah 2.29 dan 2.18. Adapun *Price to Book Value* Bank Bukopin sebesar 0.89 untuk tahun 2009 dan 1.39 untuk tahun 2010 tergolong paling rendah di antara 9 bank sejenis. Dengan PBV yang relative rendah mencerminkan indikasi penting bahwa harga saham Bank Bukopin juga divalusi lebih rendah dibandingkan bank pesaing.

Berikut disajikan perhitungan harga saham Bank Bukopin menggunakan PBV untuk dua tahun periode:

BBKP	Bank Bukopin (x)	0.89	1.39
	Banking Industry (x)	2.29	2.18
BBKP	EPS (Rp)		
	BV (Rp)	443	469
BBKP	Intrinsic Value Based on PBV	Rp1.014,47	Rp1.022,42

Berdasarkan perhitungan PBV maka kita dapat mengetahui harga fundamental atau nilai intrinsik saham Bank Bukopin sebesar Rp1.014,47 untuk tahun 2009 dan sebesar Rp1.022,42 untuk tahun 2010. Perbandingan harga instrinsik dengan harga pasar saham bank tersebut di akhir tahun 2009 dan 2010 yang berada di harga Rp375 dan Rp650 menunjukkan bahwa saham bank Bukopin masih *undervalued*.

#### 4.4. Valuasi Harga Saham Bank Bukopin Tbk dengan Menggunakan Metode *Discounted Cash Flow* (DCF)

Untuk dapat melakukan valuasi menggunakan metode *Discounted Cash Flow* (DCF) maka terlebih dahulu dihitung *Free Cash Flow to Equity* (FCFE)

dimana data *Cash Flow* berasal dari aktivitas operasi, *capital expenditure*, serta *net borrowing*. Selain FCFE, *Free Cash Flow* dapat pula dihitung melalui metode *Free Cash Flow to Firm* (FCFF). Namun untuk kesederhanaan kalkulasi dalam studi ini, penulis memilih menggunakan FCFE.

FCFE awal merupakan FCFE dimana Cash Flow dari operasi dikurangi dengan FC Investasi ditambah Net Borrowing. Parameter lain yang perlu dilengkapi sehingga Nilai Intrinsik Bank Bukopin berdasarkan FCFE dapat diketahui adalah *Expected return* ( $r$ ) serta tingkat pertumbuhan (*growth*). Tabel di bawah ini merupakan formulasi *step-by-step* perhitungan DCF berdasarkan rumus sebagai berikut:

$$\text{Value of Equity} = \frac{FCFE_1}{r-g} = \frac{FCFE_0 \times (1+g)}{r-g} \dots \dots \dots (\text{Copeland, Koller, Murrin, 1994})$$

Tabel IV.3.

Perhitungan saham Bukopin dengan metode *Discounted Cash Flow*

No.	Indikator	Formula	2009	2010
1	Dividend Paid	N/A	Rp 110,634	Rp 181,095
2	Net Income	N/A	Rp 362,191	Rp 492,599
3	Total Ekuitas	N/A	Rp 2,536,515	Rp 2,886,947
4	Jumlah saham biasa	N/A	6,008,158,296	6,154,100,296
5	Harga Pasar	N/A	Rp 375	Rp 650
6	Dividend Payout Ratio, DPO	1/2	30.55%	36.76%
7	Return on Equity	2/3	14.28%	17.06%
8	Earnings per Share	2/4	Rp 60.28	Rp 80.04

9	Retention Ratio	1 - DPO	69.45%	63.24%
10	Growth, g	9*7	9.92%	10.79%
11	Expected Return, r	$\{(9*8)/5\}+10$	21.08%	18.58%
12	Cash Flow from Operation, CFO	N/A	Rp 2,993,099	Rp 5,185,523
13	Investments, FCIInv	N/A	Rp 2,135,984	Rp (4,889,781)
14	Net Borrowing	N/A	Rp 62,169	Rp 25,293
15	Free Cash Flow to Equity, FCFE	12+13+14	Rp 5,191,252	Rp 321,035
16	Free Cash Flow per Share	15/4	Rp 864	Rp 52
17	<b>Equity Value</b>		<b>Rp 8,506</b>	<b>Rp 742</b>

Angka disajikan dalam jutaan rupiah kecuali untuk jumlah saham biasa; Sumber: Kalkulasi penulis berdasarkan Laporan Keuangan 2009-2010

Dari perhitungan di atas maka nilai intrinsik atau harga fundamental Bank Bukopin menurut metode *DCF* sebesar Rp. 8,506 untuk 2009 dan sebesar Rp. 742 untuk 2010.

Perlu dicatat disini bahwa bank Bukopin pada akhir tahun buku 2009 mencatatkan angka positif untuk arus kas dari aktifitas investasi. Implikasinya, pada tahun 2009 diduga manajemen bank Bukopin menurunkan besaran dana kelolaan untuk instrumen-instrumen investasi seperti deposito, obligasi dan saham sehingga berdampak bagi bertambah gemuknya hasil kalkulasi *Free Cash Flow to Equity* yang akhirnya membuat valuasi saham bank ini berdasarkan pendekatan *Discounted Cash Flow* menjadi sangat tinggi. Tercatat pada tahun 2009, bank Bukopin menjual sekitar 2,26 triliun investasinya berdasarkan Laporan Keuangan bank Bukopin 2009.

Pada tahun 2010, bank Bukopin menargetkan penambahan besaran total dana kelolaan menjadi Rp 95triliun dan mengubah strategi pengelolaan dana

dengan membobotkan kepemilikan obligasi hingga diatas 50 persen dan kepemilikan saham sekitar 25 persen. ([www.VIVAnews.com](http://www.VIVAnews.com)) Implikasinya, terdapat kenaikan dana kelolaan untuk instrumen-instrumen investasi yang berdampak bagi penurunan besar-besaran dalam hitungan *Free Cash Flow to Equity*, FCFE. Tercatat dalam buku keuangan mereka membeli sekitar Rp 4,8triliun aset-aset investasi selama tahun buku 2010.

#### 4.5. Valuasi Harga Saham Bank Bukopin Tbk dengan Menggunakan Metode *Dividend Discount Model (DDM)*

Valuasi harga saham Bank Bukopin melalui metode *Dividend Discount Model* atau yang juga dikenal dengan *Gordon Growth Model* sebagai metode perhitungannya. Penulis menggunakan formula  $V_t^{DIV} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{1+r_E}$

Field Code Changed

Dengan dividen masa mendatang diestimasi dengan parameter dividen sekarang yang dikalikan dengan satu ditambah *growth*.

Nilai dari dividen mendatang dibagi dengan *required rate of return* dikurangi dengan tingkat pertumbuhan, *required rate of return* melalui pendekatan *P/E Ratio*. Berikut penulis menyajikan formula perhitungan harga saham Bank Bukopin berdasarkan DDM, dimana indikator No.1-5 berasal dari Laporan Keuangan Bank Bukopin 2009 dan 2010. Indikator lainnya dihitung berdasarkan formula yang penulis sajikan. Berdasarkan perhitungan DDM atau *Gordon Growth Model* diperoleh hasil sebagai berikut: harga saham Bank Bukopin untuk tahun

2009 sebesar Rp.42 sedangkan harga saham Bank Bukopin untuk tahun 2010 sebesar Rp.65.

Hal yang menarik untuk didiskusikan pada Sub Bab 4.7 adalah mengapa metode DDM menghasilkan harga saham yang *Undervalue* berbeda dari metode perhitungan lainnya, P/E PBV dan DCF, maka hasil perhitungan DDM justru menimbulkan deviasi yang diluar perhitungan semula penulis. Diskusi dan elaborasi hasil akan disajikan secara lengkap pada bagian akhir bab IV Pembahasan Hasil Studi

Tabel IV.4.  
Perhitungan saham Bank Bukopin dengan Metode *Dividen Discount Model*

No.	Indikator	Formula	2009	2010
1	Dividend Paid	N/A	Rp 110,634	Rp 181,095
2	Net Income	N/A	Rp 362,191	Rp 492,599
3	Total Ekuitas	N/A	Rp 2,536,515	Rp 2,886,947
4	Jumlah saham biasa	N/A	6,008,158,296	6,154,100,296
5	Harga Pasar	N/A	Rp 375	Rp 650
6	Dividend Payout Ratio, DPO	1/2	30.55%	36.76%
7	Return on Equity	2/3	14.28%	17.06%
	Earnings per Share	2/4	Rp 60.28	Rp 80.04

8				
9	Retention Ratio	1 - DPO	69.45%	63.24%
10	Growth, g	9*7	9.92%	10.79%
11	Expected Return, r	{(9*8)/5}+10	21.08%	18.58%
12	Book Value per Share	3/4	Rp 422	Rp 469
13	Equity Value, DDM		Rp 249,990	Rp 401,808
14	Equity Value per Share		Rp 42	Rp 65

Angka disajikan dalam jutaan rupiah kecuali untuk jumlah saham biasa; Sumber: Kalkulasi penulis berdasarkan Laporan Keuangan 2009-2010

#### 4.6. Valuasi Harga Saham Bank Bukopin Tbk dengan Menggunakan Metode *Discounted Abnormal Earning* (DAE)

3- Untuk memvaluasi harga saham Bank Bukopin dengan metode *Discounted Abnormal Earning* maka penulis menggunakan parameter antara lain:

$V_t^{AE}$  = nilai pasar saham pada waktu t;  $AE_t$  = abnormal return atau laba pada tahun t  
 $B_t$  = nilai buku ekuitas pada akhir tahun t;  $X_t$  = earnings atau laba pada tahun t  
 $r_E$  = tingkat pengembalian ekuitas (ROE) yang diharapkan;  $DIV_t$  = dividen pada tahun t

Tabel IV.5.

Perhitungan saham Bank Bukopin dengan Metode *Discounted Abnormal Earning*

No.	Indikator	Formula	2009	2010
1	Dividend Paid	N/A	Rp 110,634	Rp 181,095
2	Net Income	N/A	Rp 362,191	Rp 492,599
3	Total Ekuitas	N/A	Rp 2,536,515	Rp 2,886,947
4	Jumlah saham biasa	N/A	6,008,158,296	6,154,100,296

5	Harga Pasar	N/A	Rp 375	Rp 650
6	Dividend Payout Ratio, DPO	1/2	30.55%	36.76%
7	Return on Equity	2/3	14.28%	17.06%
8	Earnings per Share	2/4	Rp 60.28	Rp 80.04
9	Retention Ratio	1 - DPO	69.45%	63.24%
10	Growth, g	9*7	9.92%	10.79%
11	Expected Return, r	$\{(9*8)/5\}+10$	21.08%	18.58%
12	Book Value per Share	3/4	Rp 422	Rp 469
13	Abnormal Earnings, AE		Rp 362,111	Rp 492,521
	AE/ (1+r)		Rp 299,061	Rp 415,358
14	Equity Value, DAE		Rp 1,155,955	Rp 1,571,360
15	Equity Value per Share		Rp 188	Rp 255

Angka disajikan dalam jutaan rupiah kecuali untuk jumlah saham biasa; Sumber: Kalkulasi penulis berdasarkan Laporan Keuangan 2009-2010

Berdasarkan perhitungan *Discounted Abnormal Earning* diperoleh hasil sebagai berikut: harga saham Bank Bukopin untuk tahun 2009 sebesar Rp.188 sedangkan harga saham Bank Bukopin untuk tahun 2010 sebesar Rp.255

#### 4.7. Komparasi Nilai Intrinsik dan Nilai Pasar Saham Bank Bukopin Tbk

Bagian terakhir dari Bab Pembahasan Hasil Studi dimaksudkan penulis memberikan perbandingan metode perhitungan nilai intrinsik manakah yang paling terbaik dengan cara membandingkan hasil Valuasi berdasarkan kelima metode yang telah penulis uraikan pada paragraf sebelumnya, P/E PBV DCF DDM dan DAE, dengan harga aktual pada akhir tahun 2009 dan 2010. Sebagaimana perhitungan fundamental saham Bank Bukopin didasarkan kepada Laporan Keuangan Audit tahun buku 2009 dan tahun buku 2010, maka penulis

membandingkan dengan harga saham aktual di akhir tahun 2009 dan 2010. Tabel IV.6 disajikan dibawah ini:

Tabel IV.6  
Komparasi Nilai Intrinsik dan Nilai Pasar Saham Bank Bukopin

Valuasi BBKP.JK	PER	PBV	DCF	DDM	DAE
2009	Rp 1.641	Rp1.014	Rp 8.506	Rp 42	Rp 188
2010	Rp 1.489	Rp1.022	Rp 742	Rp 65	Rp 255
<b>Actual Price</b>					
2009	Rp 375	Rp 375	Rp 375	Rp 375	Rp 375
2010	Rp 650	Rp 650	Rp 650	Rp 650	Rp 650

Sumber: Hasil perhitungan penulis diolah kembali

Secara garis besar, metode valuasi berbasis *price multiple* yakni PER dan PBV memberikan hasil bahwa harga pasar dan nilai intrinsik saham bank Bukopin tidak merefleksikan nilai wajar saham bank tersebut. Berdasarkan hasil penelitian maka metode PER dan PBV hanya mampu menunjukkan suatu saham dinilai murah atau mahal atau wajar bila dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan lain yang sejenis usaha dan skala bisnisnya dalam industri sejenis pada studi ini adalah perbankan.

Hasil yang diluar perkiraan semula penulis tentang metode perhitungan dengan pendekatan *Discounted Methods* terutama metode *Discounted Cash Flow* (DCF). DCF sebagaimana diakui banyak praktisi keuangan maupun akademisi (Damodaran 1996; Stowe *et al* 2002, Stowe *et al* 2007) menganggap metode valuasi ini dapat diterapkan pada banyak perusahaan tanpa terlalu fokus kepada kebijakan dividen dan atau struktur modal perusahaan tersebut. *Free Cash Flow* juga sangat bermanfaat bagi pemilik saham minoritas dimana pemegang saham tersebut dapat memperoleh nilai pasar saham yang sama dengan nilai pemegang saham pengendali.

Berdasarkan penelusuran literatur empiris dimana tema penelitian identik dengan studi yang penulis lakukan, penulis mendapati tulisan Wijaya dan Nirmala (WN, 2007: hal 93-108) dimana kedua penulis meneliti model valuasi harga saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta Tahun 2004. WN mencoba membandingkan tiga model valuasi, *Gordon Model*, *Free Cash Flow* dan *Residual Income*, dalam menemukan valuasi saham terbaik. Melalui kriteria *Absolute Dollar/Rupiah Over/Undervaluation* (ADE), *Absolute Percentage Over/Undervaluation* (APE), *Average Dollar/Rupiah Over/Undervaluation* (MDE), dan *Average Percentage Over/Undervaluation* (MPE). WN menemukan bahwa *Gordon Growth Model* merupakan metode valuasi terbaik dalam menentukan harga saham biasa (*common stock value*).

Penelitian WM memiliki sejumlah kriteria sampling diantaranya: emiten yang membagikan dividen pada tahun 2004, telah *listed* di BEJ sebelum tahun 2001, saham emiten aktif diperdagangkan antara tanggal 30 Desember 2004-20 Juni 2005, memiliki data yang dibutuhkan menjadi parameter perhitungan ketiga model valuasi yaitu data *DPS*, *EPS*, *Stockholders Equity*, *Commonstock Equity*, *Shareholder Outstanding*, *BVPS*, *CF Opeartion*, *Capex* dan juga *Net Borrowing*. Hasil sampling diperoleh sebanyak 34 emiten sesuai kriteria dan menjadi sampel studi. 7 dari 34 emiten termasuk dalam sektor industri perbankan diantaranya Bank Buana Indonesia Tbk (BBIA), Bank Negara Indonesia Tbk (BBNI), Bank Danamon Tbk (BDMN), Bank Niaga Tbk (BNGA), Bank Mega Tbk (MEGA), Bank NISP Tbk (NISP), dan Bank Pan Indonesia (PNBN).

Hasil Valuasi yang tertera pada Tabel 2 Hasil valuasi FCF (*In the sample*) (WN, 2007: 99) mengindikasikan terdapat 6 hasil valuasi bank berdasarkan metode *Free Cash Flow* yang *undervalue*, hanya Bank Niaga Tbk yang hasilnya *overvalue*. Hasil penelitian penulis, walaupun dengan tujuan penelitian berbeda

tentunya, juga menghasilkan temuan studi serupa dimana metode DCF memberikan hasil valuasi yang cenderung *Undervalued* (dibandingkan harga aktual). Sedangkan hasil valuasi yang tertera pada Tabel 1 Hasil valuasi GGM (*In the sample*) (WN, 2007: 98) juga memberikan indikasi terdapat 6 hasil valuasi bank berdasarkan *Gordon Growth Model* yang *overvalue*, hanya Bank Danamon Tbk yang hasilnya *Undervalue*. Perhitungan metode DDM (GGM) memberikan hasil valuasi yang cenderung *Overvalued* (dibandingkan harga aktual).

Kandidat terakhir dalam metode valuasi adalah *Discounted Abnormal Earning* pun tidak memberikan hasil yang sesuai ekspektasi penulis. Harga saham BBKP berdasarkan valuasi DAE untuk tahun 2009 adalah Rp 188 dan untuk tahun 2010 adalah Rp 255. Perhitungan valuasi saham dengan menggunakan laba sebagai pengganti metode dividen memiliki keunggulan dimana data laba setiap saat tersedia bila perusahaan selalu mencatatkan keuntungan. Selain itu, perusahaan yang mengalami kerugian pun masih dimungkinkan untuk memvaluasinya (Collin, Pincus and Xie, 1999). Namun demikian hasil penelitian mengindikasikan kandidat terakhir yakni metode valuasi DAE juga memberikan hasil yang tidak banyak berbeda dari DDM maupun DCF. Walaupun demikian penulis menganggap DCF, sesungguhnya dapat memberikan hasil valuasi *intrinsic value* yang tidak menyimpang jauh dari nilai pasar saham aktual. Namun dikarenakan perubahan kebijakan akuntansi dan keuangan manajemen keuangan sebagaimana yang telah penulis diskusikan sebelumnya, maka hasil perhitungan nilai wajar saham bank Bukopin menjadi tidak sesuai dengan ekspektasi dan prediksi teoritis.

#### 4.8. Diskusi Hasil Penelitian

Manajemen Bank Bukopin Tbk dari observasi penulis nampaknya tidak tertarik menerima kedua proposal pembelian saham bank mereka, baik dari pihak Jamsostek maupun pihak Bank Rakyat Indonesia Tbk. Dalam rangka implementasi API, upaya manajemen Bank Bukopin Tbk dalam rangka memperkuat struktur perbankan nasional melalui penerbitan saham baru atau *secondary offering* di pasar modal.

Penerbitan saham baru melalui skema *right issue* yang dikenal pula dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) dimana Jamsostek akan menjadi *standby buyer* saham Bukopin, dan bertujuan membentuk *equity participation*. Perkiraan Hotbonar Sinaga, Direktur Utama Jamsostek, pembelian saham bank bukopin akan menghabiskan dana sebesar Rp. 500 milyar. HMETD memang mensyaratkan pembeli siaga selama proses penerbitan saham baru berlangsung sesuai ketentuan yang berlaku.

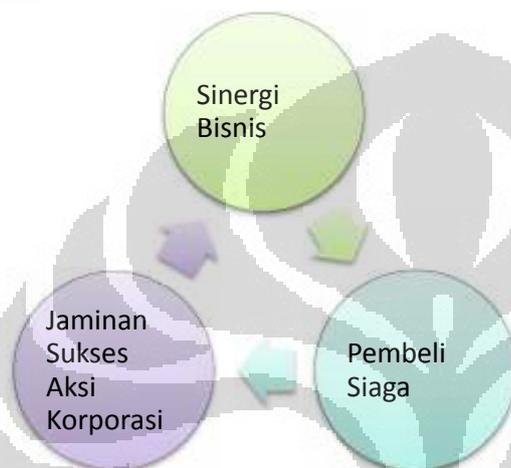
Berdasarkan siaran pers Bank Bukopin tanggal 26 Januari 2011, Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) Bank Bukopin menyetujui rencana Perseroan untuk melakukan Penawaran Umum Terbatas II (PUT II) dalam rangka Penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu – HMETD. Jumlah saham yang diterbitkan Bank Bukopin untuk pelaksanaan PUT II ini sebanyak 2.051.366.765 saham Kelas B baru dengan nilai nominal Rp100 per saham, dengan harga penawaran sebesar Rp 520 per lembar saham HMETD. Setiap pemegang saham lama yang memiliki 3 (tiga) lembar saham dan berlaku kelipatannya berhak atas 1 (satu) HMETD, dimana setiap 1 (satu) HMETD berhak membeli sebanyak 1 (satu) saham kelas B baru

Seperti telah diketahui bersama PT Jamsostek menegaskan pihaknya berminat untuk membeli saham Bank Bukopin melalui mekanisme penerbitan

saham baru (*right issue*). Pernyataan tersebut menegaskan sikap Jamsostek yang sebelumnya hanya berminat membeli saham Bank Bukopin Syariah. Direktur Utama Jamsostek, Hotbonar Sinaga menyatakan Jamsostek hanya akan menjadi pemegang saham minoritas di Bukopin.

Dalam perkembangan terbaru Jamsostek berencana memberikan kartu diskon kepada peserta asuransinya untuk kebutuhan bahan pokok seperti gula, beras, dan minyak goreng. Potongan harga diberikan jika rencana perusahaan menjadi pemegang saham Bukopin terealisasi. Potongan harga sebesar 25% tersebut dapat diperoleh jika peserta asuransi membeli ketiga bahan pokok tersebut di sejumlah *outlet* atau koperasi yang menjadi mitra Swamitra. Menurut Hotbonar Sinaga, Dirut Jamsostek, rencana ini bisa dijalankan karena selama ini saham Bukopin dimiliki oleh Koperasi Pegawai Bulog Seluruh Indonesia sebesar 42,71%, dan sisanya dimiliki Koperasi Perkayuan Apkindo (6,7%), pemerintah (17,23%), Yabistra Bulog (12,19%), dan publik (20,99%).

Dari rencana bisnis akuisisi Bank Bukopin oleh Jamsostek diharapkan proses pengambilalihan sejumlah porsi saham Bank Bukopin dapat membuat sinergi antara nasabah Bukopin yakni koperasi-koperasi dengan para peserta asuransi Jamsostek. Kartu diskon untuk kebutuhan bahan pokok seperti gula, beras, dan minyak goreng menjadi salah satu contoh rencana pengembangan bisnis Bukopin dan Jamsostek yang dapat dijalankan pasca akuisisi saham. Walaupun kalkulasi sinergi bisnis antara Bukopin dan Jamsostek di "atas" kertas *feasible* untuk dilaksanakan.



Namun demikian, Menteri BUMN, Mustafa Abubakar menegaskan pembelian saham Bukopin oleh Jamsostek bukan dalam rangka akuisisi, melainkan hanya penyertaan modal. Mustafa meminta kepada Jamsostek untuk terus menopang BUMN yang akan melakukan *go public*. Berkat investasi yang dilakukan Jamsostek, banyak saham BUMN yang mengalami kenaikan harga, seperti BTN dan BNI.

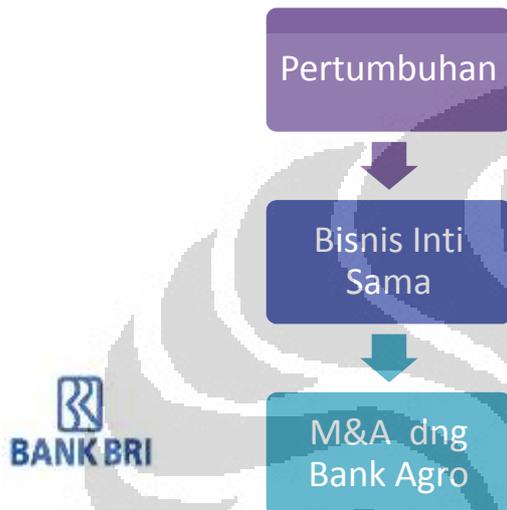
Pada 22 September 2010, Jamsostek dan Bukopin telah menyepakati harga pembelian saham Bank Bukopin. Kesepakatan berupa komitmen tertulis yang ditandatangani pemegang saham tersebut tercapai usai lebaran, dengan nilai pembelian berkisar di Rp 500-800 miliar. Menurut Hotbonar, selain kesepakatan harga, komitmen tertulis juga mengikat kedua pihak dalam tiga hal.

(1) pembelian saham Bukopin dilakukan bukan untuk tujuan ambil untung (*profit taking*), tapi investasi jangka panjang. (2) masing-masing pihak sepakat mengikuti aturan dari lembaga terkait seperti Bapepam-LK, Kementerian Keuangan, dan Kementerian BUMN. (3) Jamsostek siap menyuntikkan dana kepada Bukopin jika sewaktu-waktu Bukopin membutuhkan dana. Meski sudah menandatangani komitmen tertulis, Jamsostek masih akan menggali lebih dalam kinerja Bukopin. Uji tuntas (*due dilligence*) yang dilakukan sebelumnya hanya untuk data keuangan Bukopin hingga kuartal I-2010.

Pesaing Jamsostek dalam persaingan akuisisi Bank Bukopin, Direktur Utama BRI, Sofyan Basir menyatakan siap untuk bersaing dengan Jamsostek dalam rangka pembelian saham Bukopin yang diprediksi hingga sebesar 51%. Selain Bukopin, BRI juga berniat untuk membeli Bank Agroniaga, untuk memperkuat pangsa pasar kredit mikro perseroan. Kementerian BUMN menyatakan lebih merestui BRI untuk melakukan akuisisi Bukopin, ketimbang Jamsostek, dikarenakan jenis inti usaha (*core business*) yang sama, yaitu perbankan. Bila Bukopin jadi diakuisisi BRI, maka menurut Menteri BUMN kala itu Mustafa Abu Bakar, Bukopin dan Bank Agro yang sudah diakuisisi BRI bisa digabung menjadi satu, sehingga bisa jadi spesialisasi untuk pengembangan sektor pertanian, koperasi, kredit usaha kecil dan menengah (KUR).

Walaupun sudah menandatangani kesepakatan harga pembelian antara manajemen Jamsostek dan manajemen Bank Bukopin, manajemen BRI tetap berencana untuk membeli saham Bukopin. Sebagaimana ditegaskan Komisaris Independen BRI, Aviliani, BRI hingga saat ini masih mengkaji harga *sales and purchase* (S&P) dalam pembelian Bukopin. Dukungan untuk Bank BRI yang lebih “direstui” datang dari Kementerian BUMN yang menyatakan lebih setuju agar BRI

untuk melakukan akuisisi Bukopin, ketimbang Jamsostek, dikarenakan jenis inti usaha (*core business*) yang sama, yaitu perbankan.



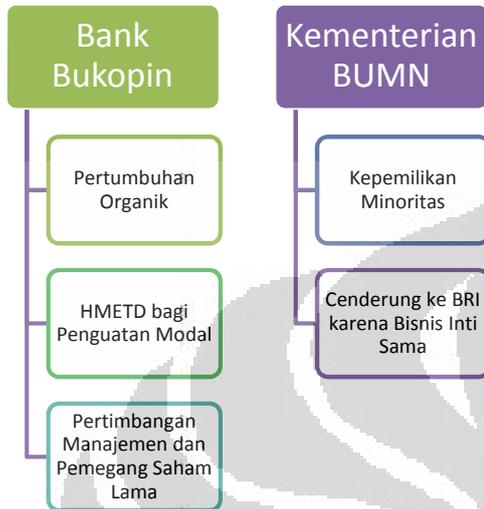
Adapun manajemen Bank Bukopin cenderung memilih strategi pengembangan bisnis melalui strategi organik di mana pengembangan bank mengikuti implementasi API. Peneliti menduga karena harga pasar saham Bank Bukopin relatif masih *undervalued* sehingga cenderung defensive (tidak menjual). Langkah awal telah dilakukan melalui *secondary offering* atau melakukan *right issue*. Manajemen Bukopin cenderung bertahan tidak menerima tawaran dari Bank BRI, karena boleh jadi bila manajemen Bukopin menerima proposal akuisisi manajemen BRI, terdapat perubahan strategi bisnis yang berubah cukup drastis dari rencana awal mereka.

Kehadiran pemegang saham baru hasil akuisisi memberikan implikasi perubahan strategi bisnis Bank Bukopin. Manajemen BRI berencana menggabungkan Bukopin dan Bank Agro (yang telah sebelumnya diakuisisi BRI)

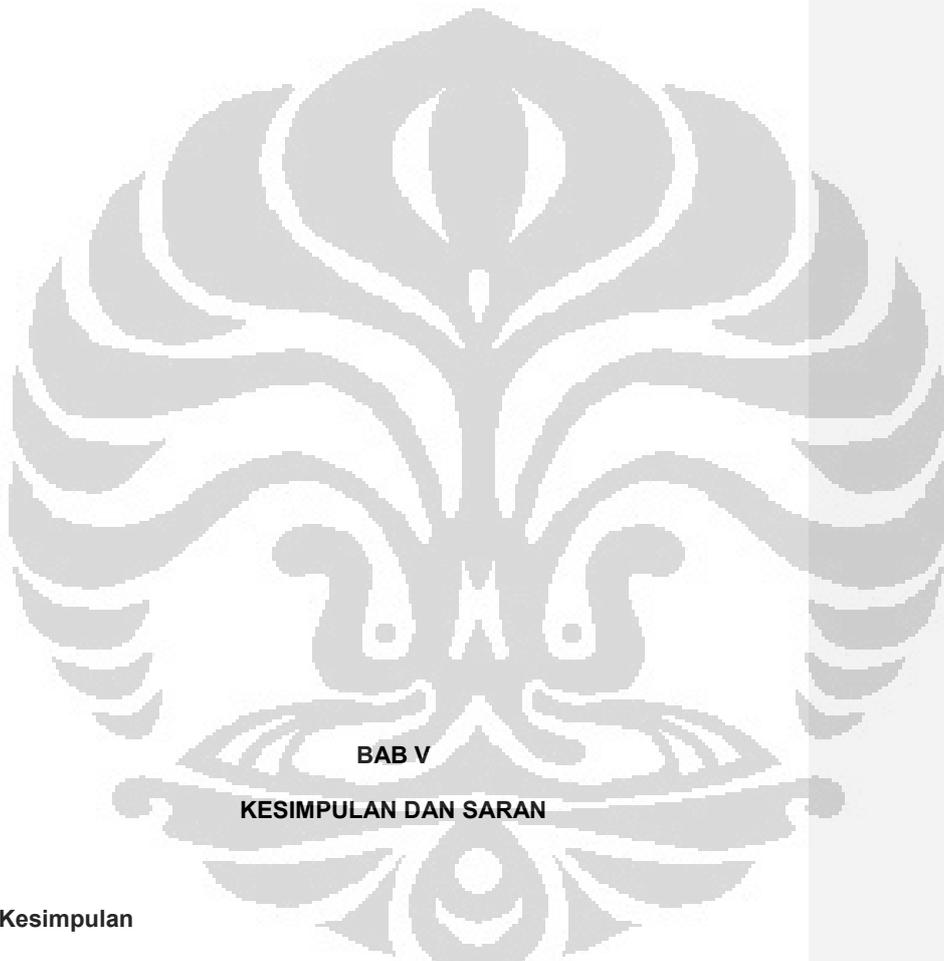
menjadi bank memiliki spesialisasi untuk pengembangan sektor pertanian, koperasi, kredit usaha kecil dan menengah (KUR). Rencana manajemen Bank Bukopin dapat berubah jauh dari perencanaan yang telah ditetapkan bila terjadi perubahan kepemilikan. Dalam hal persiapan dan implementasi API guna memperkuat modal perbankan nasional, maka langkah penerbitan saham baru menjadi salah satu alternatif yang lebih fleksibel dibandingkan Merger dan Akuisisi dalam pandangan manajemen Bukopin.

Dari pihak Jamsostek, kehadiran Jamsostek dalam penawaran HMETD memang dimungkinkan sebagai pembeli siaga. Adapun berdasarkan pengalaman, Jamsostek yang memiliki kemampuan finansial sebagai investor institusi kerap diminta pihak Kementerian BUMN berpartisipasi sebagai pembeli manakala suatu Badan Usaha Milik Negara melakukan aksi korporasi atau membutuhkan suntikan dana, dengan tentunya tetap mengikuti prinsip investasi yang menguntungkan dan bermanfaat bagi Jamsostek.





Pengambilalihan atau *take over* secara empiris adalah mekanisme kontrol monitoring masalah agensi yang lebih efektif ketimbang pembentukan dewan komisaris, yang didalamnya terdapat komisaris independen sebagai wakil pemegang saham publik, bukti empiris banyak yang mendukung efektifitas pasar *corporate control* dalam mengurangi masalah keagenan (Jensen dan Ruback 1983, Jensen 1988, Palepu 1985, Easterbrook dan Fischel 1991). Strategi *take over* merupakan pilihan strategi yang dapat ditempuh manajemen BRI, namun Bank Bukopin dapat memberikan strategi bertahan dari rencana pengambilalihan keterlibatan Jamsostek.



### 5.1. Kesimpulan

Dari hasil penelitian yang telah dilakukan maka penulis dapat mengambil dua kesimpulan utama sesuai dengan tujuan penelitian sebagai berikut:

1. Harga saham Bank Bukopin berdasarkan metode (teknik) valuasi *price earning ratio* (PER) memberikan nilai intrinsik sebesar Rp1.640,52 untuk akhir tahun 2009 serta sebesar Rp.1.488,8 untuk akhir tahun 2010.

Universitas Indonesia

Adapun harga saham Bank Bukopin berdasarkan teknik valuasi *price to book value* (PBV) memberikan nilai intrinsik saham Bank Bukopin sebesar Rp1.014,47 untuk tahun 2009 dan sebesar Rp1.022,42 untuk tahun 2010.

Harga saham Bank Bukopin berdasarkan metode (teknik) valuasi *Discounted Cash Flow* (DCF) menghasilkan nilai intrinsik sebesar Rp 8,506 untuk periode tahun 2009 dan harga sebesar Rp 742 untuk periode tahun 2010. Harga saham Bank Bukopin menurut valuasi *Dividen Discount Model* (DDM) memberikan nilai intrinsik sebesar Rp 42 untuk periode tahun buku 2009 dan sebesar Rp 65 untuk periode tahun buku 2010. Harga saham Bank Bukopin menurut valuasi *Discounted Abnormal Earning* (DAE) memberikan nilai intrinsik sebesar Rp 188 untuk periode tahun buku 2009 dan sebesar Rp 255 untuk periode tahun buku 2010.

2. Rekomendasi yang dapat peneliti berikan terkait dengan harga wajar saham Bank Bukopin berdasarkan teknik valuasi PER, PBV, dan DCF adalah *undervalue*, para calon pembeli dapat mengajukan penawaran beli karena harga saham Bank Bukopin *Undervalued* (murah). Adapun berdasarkan teknik valuasi DDM dan DAE para pembeli sebaiknya tidak melakukan proses penawaran selanjutnya disebabkan harga saham Bank Bukopin telah *Overvalued* (mahal).

Dari diskusi hasil penelitian dapat ditarik simpulan bahwa Manajemen Bank Bukopin cenderung memilih strategi organik dalam mengembangkan bisnisnya. Manajemen Jamsostek berharap partisipasi sebagai pembeli siaga dalam Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) dan kesepakatan awal pembelian saham Bank Bukopin. Manajemen Bank BRI memanfaatkan maksimal dukungan Kementerian BUMN untuk menjadi pemenang dalam kompetisi akuisisi Bank Bukopin agar dapat melakukan

sinergi dengan Bank Agro guna menghasilkan Bank baru yang spesialis dalam penyaluran kredit sektor pertanian, koperasi, dan kredit usaha kecil dan menengah.

## 2.2. Saran

1. Bagi penelitian selanjutnya, untuk menambahkan teknik valuasi lainnya seperti *Residual Income*, *Price to Sales*, maupun *Economic Value Added* guna melengkapi kriteria pengambilan keputusan. Bila dimungkinkan periode penelitian lebih lama atau sampel yang tidak hanya satu perusahaan maka penelitian selanjutnya dapat menggunakan kriteria *Absolute Dollar/Rupiah Over/Undervaluation (ADE)*, *Absolute Percentage Over/Undervaluation (APE)*, *Average Dollar/Rupiah Over/Undervaluation (MDE)*, dan *Average Percentage Over/Undervaluation (MPE)* untuk memilih teknik valuasi yang paling cocok berdasarkan kriteria kuantitatif. Peneliti selanjutnya juga disarankan untuk mengambil *event study* dari beberapa perusahaan yang menjadi target akuisisi sehingga dapat melakukan generalisasi berupa penerapan statistika inferensi dalam pengambilan kesimpulan studi.
2. Bagi pihak manajemen Bank BRI dan manajemen Jamsostek untuk menggunakan indikator PER, PBV dan metode DCF dalam menilai nilai intrinsik saham perusahaan target. Indikator PER, PBV dan metode DCF dapat memberikan nilai intrinsik harga suatu sekuritas Sedangkan metode DDM dan DAE tidak memberikan rekomendasi beli saham BBKP bagi pengambilan keputusan akuisisi oleh manajemen Bank BRI dan manajemen Jamsostek.

3. Bagi pihak Regulator pasar modal dalam hal ini Bursa Efek Indonesia dan Bapepam LK, transaksi pembelian di atas 30% saham berimplikasi pada kewajiban *tender-offer* kepada seluruh pemegang saham publik memerlukan pencermatan lebih mendalam. Sampai karya tulis ini rampung, manajemen kedua Badan Usaha Milik Negara (Jamsostek dan BRI) hanya menjelaskan tentang proforma dana yang akan dialokasikan guna membeli sejumlah persen kepemilikan di Bank Bukopin. Namun kepemilikan pemegang saham publik perlu dipastikan mendapatkan hak yang sama dengan pemegang saham Bank Bukopin lainnya (*institutional investor*), bila terjadi pengambilalihan kepemilikan lebih dari 30% sebagaimana diatur dalam peraturan Bapepam-LK

#### DAFTAR PUSTAKA

- Arifin, Zainal, Teori Keuangan dan Pasar Modal, Penerbit Ekonisa FE UII, Yogyakarta, 2005.
- Bank Bukopin, Laporan Tahunan 2010 Menyentuh Kehidupan Masyarakat, Jakarta, 2010
- Bank Indonesia, Arsitektur Perbankan Indonesia, Penerbit BI, Jakarta, 2003.
- Bodie, Zvi, Alex Kane, Alan J. Marcus, Investments, McGraw-Hill Irwin, New York, 2002.

- Collin DW, M Pincus and H Xie, Equity Valuation and Negative Earning: The Role of Book Value of Equity, *Accounting Review* Vol 74 No 1: 29-61 January 1999
- Copeland, T.E, T Koller and J Murrin, Valuation measuring and managing the value of companies, Wiley, New York, 1994
- Damodaran, Aswath, Corporate Finance: Theory and Practice, John Wiley & Sons, New York, 1995
- Damodaran, Aswath, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining The Value of Any Asset, John Wiley and Sons, Inc, 1996.
- Easterbrook, Frank H dan D.R. Fischel, Voting in Corporate Law, *Journal of Law and Economics* 26 pp.395-427, 1983
- Edward, E and P. Bell, The Theory and Measurement of Business Income, University of California Press, Berkeley, 1961
- Fabozzi, Frank J., Manajemen Investasi, Buku Satu, Salemba Empat, Simon & Schuster (Asia) Pte.Ltd., Prentice Hall, Jakarta, 1999.
- Fama, Eugene H, Agency Problem and The Theory of Firm, *Journal of Political Economy* Vol 88, 1980
- Frensidy, Budi, Matematika Keuangan, Penerbit Salemba Empat, Jakarta, 2010
- Gordon, Myron, The Investment, Financing and Valuation of Corporation, Irwin, Homewood – Illinois, 1962
- Hampton, John. J., Financial Decision Making, Concept, Problem, and Cases, 4<sup>th</sup> edition, Prentice Hall, International Edition, 1989.
- Jensen, Michael E, Takeovers: Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspective* 2 No.1 pp 21-48, Winter 1988.
- Jensen, Michael E dan William H Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360, 1976.
- Jensen, Michael E dan R S Ruback, The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Political Economy* 98, pp 225-264, 1983
- Jones, Charles P., Investment Analysis and Management 6<sup>th</sup> Ed, John Willey and Sons, 1997.
- Manurung, Mandala dan Prathama Rahardja, Uang, Perbankan, dan Ekonomi Moneter (Kajian Kontekstual Indonesia), Penerbit FEUi, Jakarta, 2004.

- Morck, R.K, Andrei Shleifer and R.W.Vishny, Alternative Mechanism for Corporate Control, *America Economic Review* 79, pp 842-852, 1989.
- Ohlson, James, Earnings, Book Values and Dividend in Equity Valuation, *Contemporary Accounting Research* 11, pp 661-687, 1995
- Ohlson, James, A Synthesis of Security Valuation and the Role of Dividends, Cash Flows, and Earnings, *Contemporary Accounting Research* 6, pp 648-676, 1990
- Palepu, Krishna G, Predicting Takeover Targets: A Methological and Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics* 8, pp 3-35, 1986.
- Palepu, Krishna G, Victor Bernard, and Paul Healy, Business Analysis & Valuation Using Financial Statements, Cincinnati-Ohio, South-Western Publishing Co, 1995
- Shleifer, Andrei dan R.W.Vishny, Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy* Vol 94 No.3, pp 461-488, 1986.
- Shleifer, Andrei dan R.W.Vishny, A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance* Vol LIL No.2, June 1997.
- Siahaan, Hinsa, Analisa Saham dengan Menggunakan Gordon Model, *Kajian Ekonomi dan Keuangan*, Vol. 7, No. 1, Maret 2003
- Sitorus, Melanty Veronica, Analisis Fundamental dengan Pendekatan Free Cash Flow to Equity Model (FCFE) untuk Menentukan Nilai Intrinsik Saham, Studi Kasus: Bank Rakyat Indonesia (BRI), Tesis Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, 1999.
- Stowe JD CFA, TR Robinson CFA, J Pinto CFA, DW McLeavey CFA, Equity Asset Valuation, New Jersey: John Wiley & Sons Inc. 2002 Edition.
- Stowe JD CFA, TR Robinson CFA, J Pinto CFA, DW McLeavey CFA, Equity Asset Valuation, New Jersey: John Wiley & Sons Inc. 2007 Edition.
- Titman, Sheridan and John Martin, Valuation: The Art and Science of Corporate Investment Decision 2<sup>nd</sup> Edition, Pearson Education Inc, 2011.
- Weishbach, M, dalam Morck (1992), *The New Palgarave Dictionary of Money and Finance* Vol 1 pp.457-477.
- Weston, J. Fred, dan Thomas E. Copeland. *Managerial Finance* 9<sup>th</sup> Ed, 1995.
- Weston, J. Fred, dan Brigham Eugene F, *Essentials Managerial Finance* 9<sup>th</sup> Edition, The Dryen Press International, 1990.

- White, Gerald I., Ashwinpaul C. Sondhi, Dov Fried. *The Analysis and Use of Financial Statements*. Second Ed. John Wiley & Son, Inc. 1998.
- Wijaya, Chandra, Analisis Model Alternatif Valuasi Dynamic Earnings dan Model Alternatif Prediksi Dynamic BC Error Adjusted: Pengujian Empiris pada Harga Saham di Bursa Efek Jakarta Periode Januari 2000-Oktober 2003, Disertasi Program Studi Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta, 2004.
- Wijaya, Chandra dan Nurdessy Nirmala, Perbandingan Model Valuasi Harga Saham: Pengujian Empiris Pada Saham Yang Terdaftar di BEJ Tahun 2004, *Jurnal Tepak Manajerial Magister Manajemen UNRI*, Vol 7 No 7 Maret 2007.
- Yudianto, Ivan, Analisis Hubungan Nilai Saham Intrinsik dengan Harga Pasar Saham Perusahaan 'Go Publik', Tesis Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta, 2001.

## Lampiran 1

Siaran Pers

26.01.2011

BANK BUKOPIN GELAR RIGHT ISSUE - "Harga Penawaran Rp. 520 per saham"

Jakarta, 26 Januari 2011 - Pemegang saham PT Bank Bukopin Tbk (BBKP) hari ini menyetujui rencana Perseroan untuk melakukan Penawaran Umum Terbatas II (PUT II) dalam rangka Penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu - HMETD. Demikian disampaikan Direktur Utama Bank Bukopin, Glen Glenardi se usai pelaksanaan RUPSLB Bank Bukopin di Gedung Bank Bukopin Jakarta (26/1)

Seiring dengan perkembangan bisnis Perseroan dan dalam rangka mempersiapkan Perseroan dalam pertumbuhan bisnis, Bank Bukopin memandang perlu untuk melakukan peningkatan permodalan yang dalam pelaksanaannya akan dilakukan secara bertahap sesuai dengan kebutuhan Perseroan dengan tetap memperhatikan kondisi eksternal. Kondisi perekonomian tahun 2011 yang diproyeksikan tumbuh lebih baik dari tahun 2010, pertumbuhan domestik yang masih kuat, kinerja ekspor yang tinggi dan kondisi usaha yang semakin kondusif, menjadi pertimbangan kami untuk melaksanakan Aksi Korporasi ini, ujar Glen lebih lanjut.

Jumlah saham yang diterbitkan Bank Bukopin untuk pelaksanaan PUT II ini sebanyak 2.051.366.765 saham Kelas B baru dengan nilai nominal Rp100 per saham, dengan harga penawaran sebesar Rp 520 per lembar saham HMETD. Setiap pemegang saham lama yang memiliki 3 (tiga) lembar saham dan berlaku kelipatannya berhak atas 1 (satu) HMETD, dimana setiap 1 (satu) HMETD berhak membeli sebanyak 1 (satu) saham kelas B baru.

"Pelaksanaan Penawaran Umum Terbatas II ini merupakan bagian dari rencana strategis Bank Bukopin, dan jumlah right yang kami terbitkan disesuaikan dengan keperluan/rencana dan tahapan-tahapan pengembangan Bank Bukopin dengan tetap memperhatikan kondisi pasar saat ini", tambah Glen

Jumlah dana yang diserap dari PUT II dalam rangka penerbitan HMETD seluruhnya berjumlah sebanyak - banyaknya Rp 1.066.710.717.800 (satu triliun enam puluh enam miliar tujuh ratus sepuluh juta tujuh ratus tujuh belas ribu delapan ratus rupiah), belum termasuk biaya - biaya emisi.

Glen menambahkan, dana hasil Penawaran Umum Terbatas II ini akan dipergunakan oleh Bank Bukopin untuk meningkatkan kekuatan dan kemampuan dalam pengembangan dan peningkatan penyaluran kredit kepada usaha Mikro, Kecil, Menengah dan Koperasi, usaha Komersial dan usaha Konsumer serta pengembangan bisnis perseroan lainnya, dengan tujuan penggunaan dana, yaitu 62% digunakan untuk penyaluran kredit usaha kecil, menengah dan koperasi serta mikro, 28 % digunakan untuk penyaluran kredit komersial dan sebesar 10 % digunakan untuk penyaluran kredit konsumer.

Dalam Rapat tersebut juga disetujui perubahan susunan Dewan Komisaris Perseroan, dengan masuknya. Margustienny OA dan Sutono sebagai Komisaris Independen terhitung efektif sejak mendapat persetujuan Bank Indonesia.

Dengan demikian susunan Dewan Komisaris PT Bank Bukopin Tbk yang baru adalah sebagai berikut :

1. Komisaris Utama : Mulia Panusunan Nasution
2. Komisaris : Iskandar Zulkarnaen Rangkuti
3. Komisaris : Deddy SA Kodir
4. Komisaris Independen : Syamsul Effendi
5. Komisaris Independen : Yoyok Sunaryo
6. Komisaris Independen : Margustienny OA
7. Komisaris Independen : Sutono

Glen optimis pada tahun 2011, bisnis Bank Bukopin akan semakin membaik mengingat tingginya komitmen Perseroan serta konsistensi dalam menjalankan fungsi intermediasi dalam mendukung perekonomian Indonesia. Bank Bukopin juga secara selektif terus mengembangkan jaringan kantornya di seluruh Indonesia, khususnya di wilayah-wilayah yang strategis dalam rangka lebih mendekatkan diri kepada para nasabah

Untuk keterangan lebih lanjut dapat menghubungi:

Tantri Wulandari

Sekretaris Perusahaan

PT Bank Bukopin Tbk.

[tantriw@bukopin.co.id](mailto:tantriw@bukopin.co.id).

Telp. + 62 21-7988266 ext 1107

Hp. + 62 816-934964

## Lampiran 2

### Perhitungan PER BBKP

BBKP	Bank Bukopin (x)	6.22	8.12
	Banking Industry (x)	26.04	18.61
BBKP	EPS (Rp)	63	80
	BV (Rp)		
BBKP	Intrinsic Value Based on PER	Rp1.640,52	Rp1.488,8

### Komparasi PER BBKP dengan PER industry dengan *size assets* sejenis

No.	Ticker	Nama Institusi Bank	2009	2010
			PER	PER
1	INPC	Bank Artha Graha Internasional	15.57	9.63
2	BTPN	Bank Tabungan Pensiunan Nasional	17.74	21.15
3	BBKP	Bank Bukopin	6.22	8.12
4	BAEK	Bank Ekonomi Raharja	24.16	22.52
5	MAYA	Bank Mayapada Internasional	104.69	34.15
6	MEGA	Bank Mega	11.84	10.62
7	NISP	Bank OCBC NISP	10.54	29.89
8	BNLI	Bank Permata	20.00	15.41
9	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero)	23.62	15.96
Rata-rata Industri			26.04	18.61

\* Disadur dari Data Infobank 2009-2010

### Lampiran 3

#### Perhitungan PBV BBKP

BBKP	Bank Bukopin (x)	0.89	1.39
	Banking Industry (x)	2.29	2.18
BBKP	EPS (Rp)		
	BV (Rp)	443	469
BBKP	Intrinsic Value Based on PBV	Rp1.014,47	Rp1.022,42

#### Komparasi PBV BBKP dengan PBV industry dengan *size assets* sejenis

No.	Ticker	Nama Institusi Bank	2009	2010
			PBV	PBV
1	INPC	Bank Artha Graha Internasional	0.68	0.76
2	BTPN	Bank Tabungan Pensiunan Nasional	3.66	4.20
3	BBKP	Bank Bukopin	0.89	1.39
4	BAEK	Bank Ekonomi Raharja	3.99	2.90
5	MAYA	Bank Mayapada Internasional	4.33	1.77
6	MEGA	Bank Mega	1.87	2.31
7	NISP	Bank OCBC NISP	1.11	2.12
8	BNLI	Bank Permata	1.99	1.94
9	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero)	2.12	2.27
Rata-rata Industri			2.29	2.18

\* Disadur dari Data InfoBank 2009-2010

## Lampiran 4

### Perhitungan DCF BBKP dengan *Free Cash Flow to Equity*

No.	Indikator	Formula	2009	2010
1	Dividend Paid	N/A	Rp 110,634	Rp 181,095
2	Net Income	N/A	Rp 362,191	Rp 492,599
3	Total Ekuitas	N/A	Rp 2,536,515	Rp 2,886,947
4	Jumlah saham biasa	N/A	6,008,158,296	6,154,100,296
5	Harga Pasar	N/A	Rp 375	Rp 650
6	Dividend Payout Ratio, DPO	1/2	30.55%	36.76%
7	Return on Equity	2/3	14.28%	17.06%
8	Earnings per Share	2/4	Rp 60.28	Rp 80.04
9	Retention Ratio	1 - DPO	69.45%	63.24%
10	Growth, g	9*7	9.92%	10.79%
11	Expected Return, r	$\{(9*8)/5\}+10$	21.08%	18.58%
12	Cash Flow from Operation, CFO	N/A	Rp 2,993,099	Rp 5,185,523
13	Investments, FCI <sub>inv</sub>	N/A	Rp 2,135,984	Rp (4,889,781)
14	Net Borrowing	N/A	Rp 62,169	Rp 25,293
15	Free Cash Flow to Equity, FCFE	12+13+14	Rp 5,191,252	Rp 321,035
16	Free Cash Flow per Share	15/4	Rp 864	Rp 52
<b>17</b>	<b>Equity Value</b>		<b>Rp 8,506</b>	<b>Rp 742</b>

## Lampiran 5

### Perhitungan *Dividen Discount Model* BBKP

No.	Indikator	Formula	2009	2010
1	Dividend Paid	N/A	Rp 110,634	Rp 181,095
2	Net Income	N/A	Rp 362,191	Rp 492,599
3	Total Ekuitas	N/A	Rp 2,536,515	Rp 2,886,947
4	Jumlah saham biasa	N/A	6,008,158,296	6,154,100,296
5	Harga Pasar	N/A	Rp 375	Rp 650
6	Dividend Payout Ratio, DPO	1/2	30.55%	36.76%
7	Return on Equity	2/3	14.28%	17.06%
8	Earnings per Share	2/4	Rp 60.28	Rp 80.04
9	Retention Ratio	1 - DPO	69.45%	63.24%
10	Growth, g	9*7	9.92%	10.79%
11	Expected Return, r	$\{(9*8)/5\}+10$	21.08%	18.58%
12	Book Value per Share	3/4	Rp 422	Rp 469
13	Equity Value, DDM		Rp 249,990	Rp 401,808
14	Equity Value per Share		Rp 42	Rp 65

## Lampiran 6

### Perhitungan *Discounted Abnormal Earning* BBKP

No.	Indikator	Formula	2009	2010
1	Dividend Paid	N/A	Rp 110,634	Rp 181,095
2	Net Income	N/A	Rp 362,191	Rp 492,599
3	Total Ekuitas	N/A	Rp 2,536,515	Rp 2,886,947
4	Jumlah saham biasa	N/A	6,008,158,296	6,154,100,296
5	Harga Pasar	N/A	Rp 375	Rp 650
6	Dividend Payout Ratio, DPO	1/2	30.55%	36.76%
7	Return on Equity	2/3	14.28%	17.06%
8	Earnings per Share	2/4	Rp 60.28	Rp 80.04
9	Retention Ratio	1 - DPO	69.45%	63.24%
10	Growth, g	9*7	9.92%	10.79%
11	Expected Return, r	$\{(9*8)/5\}+10$	21.08%	18.58%
12	Book Value per Share	3/4	Rp 422	Rp 469
13	Abnormal Earnings, AE		Rp 362,111	Rp 492,521
	AE/ (1+r)		Rp 299,061	Rp 415,358
14	Equity Value, DAE		Rp 1,155,955	Rp 1,571,360
15	Equity Value per Share		Rp 188	Rp 255



## **BANK BUKOPIN TBK.**

### **Company Profile**

Since its establishment on July 10th, 1970, Bank Bukopin ("the Bank") has been focusing on UMKMK (Micro, Small, Medium and Cooperative Business) segment, and keeps developing itself to enter the medium bank category in Indonesia from assets Perspective. In line with the opportunity and capacity improvement in serving wider scope of people's needs,

Bank Bukopin has expanded its business segment into commercial and consumer segments. The Bank is domiciled at Gedung Bank Bukopin Jln. M.T. Haryono Kav. 50-51, Jakarta 12770. As of September 30th, 2010, Bank Bukopin has 36 branch offices, 98 supporting offices, 84 functional offices, 137 cash offices and 34 payment center offices.

The Bank has direct and direct ownership in subsidiaries: PT Bukopin Finance (formerly PT Indo Trans Buana Multi Finance) and PT Bank Syariah Bukopin (formerly PT Bank Persyarikatan Indonesia).

As of September 30th, 2010, the Bank has 4,552 employees, including non-permanent employees.

## LAMPIRAN 7

### PENILAIAN FAKTOR- FAKTOR

#### TINGKAT KESEHATAN BANK

NO	FAKTOR PENILAIAN	NILAI KREDIT	PREDIKAT
----	------------------	--------------	----------

1	PERMODALAN		
2	KUALITAS AKTIVA PRODUKTIF		
3	MANAJEMEN		
4	RENTABILITAS		
5	LIKUIDITAS		
I	NILAI FAKTOR CAMEL (1+2+3+4+5)		

6	A. KREDIT USAHA KECIL (KU) B. KREDIT EKSPOR (KE) C. BATAS MAKSIMUM PEMBERIAN KREDIT D. POSISI DEvisa NETTO (PDN)		
7	FAKTOR JUDGMENT		

II	FAKTOR PENAMBAH/PENGURANG (6+7)		
----	---------------------------------	--	--

III	TOTAL NILAI KREDIT (I+II)		
-----	---------------------------	--	--

Sumber : Diolah dari Paket Deregulasi Perbankan 29 Mei 1993

**NILAI KREDIT PREDIKAT**

81 - < 100	SEHAT
66 - < 81	CUKUP SEHAT
51 - < 66	KURANG SEHAT
00 - < 51	TIDAK SEHAT

**NILAI KREDIT FAKTOR CAMEL**

NO	FAKTOR PENILAIAN	RATIO	N.K.	BOBOT	NK FAKTOR	PREDIKAT
----	------------------	-------	------	-------	-----------	----------

I	PERMODALAN			25%		
	Ratio MODAL terhadap AMTR:					
	1 Modal					
	2 ATMR					

	NK FAKTOR PERMODALAN			25%		
II	KUALITAS AKTIVA PRODUKTIF			25%		
	1 Ratio AP yg diklasifikasi thd Ap (a/b)					
	a. Aktiva Produktif yg diklasifikasikan			5%		
	b. Aktiva Produktif					
	2 Ratio cadangan Aktiva Produktif					
	a. Cadangan Penghapusan Aktiva Produktif					
	b. Aktiva Produktif yg diklasifikasikan					
	NK FAKTOR MANAJEMEN			30%		

III	MANAJEMEN					
	1 Manajemen Permodalan			2,5%		
	2 Manajemen Aktiva			5%		
	3 Manajemen Umum			12,5%		

	4 Manajemen Rentabilitas			2,5%		
IV	RENTABILITAS					
	5 Manajemen Likuiditas			2,5%		
	1 ROA			5%		
	a. Laba 12 bulan terakhir					
	NK FAKTOR MANAJEMEN			25%		
	b. Rata-rata assets 12 bulan terakhir					
	2 Ratio Efisiensi			5%		
	a. Biaya operasi 12 bulan terakhir					
	b. Pendapatan operasi 12 bulan terakhir					
	NK FAKTOR RENTABILITAS			10%		

V	LIKUIDITAS					
	1 Ratio NCM terhadap Aktiva Lancar			5%		
	a. Call Money rata-rata					

	mingguan			5%		
	b. Aktiva lancar rata-rata mingguan					
	2 Loan to deposit ratio (LDR)					
	a. Kredit yang diberikan					
	b. Dana pihak III dan modal					
	NK FAKTOR LIKUIDITAS			10%		

	TOTAL NILAI KREDIT FAKTOR CAMEL			100%		
--	---------------------------------	--	--	------	--	--

Sumber : Diolah dari Paket Deregulasi Perbankan 29 Mei 1993

- Loan to deposit ratio ( LDR ) :

Untuk ratio 110 % atau lebih diberi nilai kredit 0 dan untuk rasio dibawah 110 % diberi nilai kredit 100

### a. Predikat/kualifikasi

Atas dasar penilaian aspek – aspek yang telah diterangkan sebelumnya dan setelah dihitung secara total akan menghasilkan nilai kredit gabungan yang merupakan penjumlahan seluruh aspek yang didasarkan atas bobot dan nilai kredit masing – masing . berdasarkan nilai kredit keseluruhan tersebut ditetapkan 4 (empat) kualifikasi/predikat dalam penggolongan tingkat kesehatan bank yaitu :

- Nilai kredit 0 s/d < 51 : predikat tidak sehat
- nilai kredit 0 s/d < 66 : predikat kurang sehat
- nilai kredit 0 s/d < 81 : predikat cukup sehat
- nilai kredit 0 s/d < 100 : predikat sehat