



UNIVERSITAS INDONESIA

**VALUASI NILAI WAJAR SAHAM PERUM PEGADAIAN
TERKAIT RENCANA IPO TAHUN 2012 DENGAN METODE
*DISCOUNTED FREE CASH FLOW TO EQUITY***

TESIS

MUHAMAD REZA BENAJI

1006793946

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
DESEMBER 2011**



UNIVERSITAS INDONESIA

**VALUASI NILAI WAJAR SAHAM PERUM PEGADAIAN
TERKAIT RENCANA IPO TAHUN 2012 DENGAN METODE
*DISCOUNTED FREE CASH FLOW TO EQUITY***

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister Manajemen**

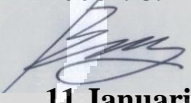
MUHAMAD REZA BENAJI

1006793946

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN
JAKARTA
DESEMBER 2011**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Muhamad Reza Benaji
NPM : 1006793946
Tanda Tangan : 
Tanggal : 11 Januari 2012

LEMBAR PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Muhamad Reza Benaji
NPM : 1006793946
Program Studi : Manajemen Keuangan
Judul Tesis : Valuasi Nilai Wajar Saham Perum Pegadaian
Terkait Rencana IPO Tahun 2012 Dengan Metode
Discounted Free Cash Flow To Equity

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Ir. Tedy Fardiansyah, MM (.....)
Penguji : Imo Gandakusuma, MBA (.....)
Penguji : Prof. Dr. Roy H.M. Sembel (.....)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 11 Januari 2012

KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa karena atas berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Saya menyadari bahwa tesis ini tidak akan dapat diselesaikan tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan tesis ini. Oleh karena itu saya mengucapkan terima kasih kepada:

1. Bapak Prof. Rhenald Kasali, Ph.D., selaku Ketua Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia;
2. Bapak Ir. Tedy Fardiansyah MM CFP FRM selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga dan pikiran untuk mengarahkan saya dalam penyusunan tesis ini;
3. Pihak Perum Pegadaian yang telah membantu dalam memperoleh data yang diperlukan;
4. Orang tua dan keluarga saya yang telah memberikan dukungan material dan moral; serta
5. Sahabat dan rekan-rekan yang telah banyak membantu saya dalam menyelesaikan tesis ini.

Akhir kata saya berharap Tuhan Yang Maha Esa berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga tesis ini dapat membawa manfaat bagi pengembangan ilmu.

Jakarta 13 Desember 2011

Penulis

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

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

Nama : Muhamad Reza Benaji
NPM : 1006793946
Program Studi : Manajemen Keuangan
Departemen : Magister Manajemen
Fakultas : Ekonomi
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 :

“Valuasi Nilai Wajar Saham Perum Pegadaian Terkait Rencana IPO Tahun 2012
Dengan Metode *Discounted Free Cash Flow To Equity*”

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 mempublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta
Pada : 11 Januari 2012
Tanggal

Yang Menyatakan



(Muhamad Reza Benaji)

ABSTRAK

Nama : Muhamad Reza Benaji
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Valuasi Nilai Wajar Saham Perum Pegadaian Terkait
Rencana IPO Tahun 2012 Dengan Metode *Discounted Free Cash Flow To Equity*

Tesis ini membahas tentang valuasi nilai wajar harga saham Perum Pegadaian yang berencana melakukan IPO pada tahun 2012. Valuasi dilakukan dengan metode *Discounted Free Cash Flow to Equity*. Terdapat dua model yang digunakan dalam melakukan valuasi yaitu *Constant Growth Free Cash Flow to Equity* dan *Two Stage Discounted Free Cash Flow to Equity*. Model *Two Stage Discounted Free Cash Flow to Equity* menggunakan empat kemungkinan pertumbuhan dalam menghitung *terminal value* berdasarkan estimasi pertumbuhan Produk Domestik Bruto Indonesia. Hasil dari penelitian ini adalah nilai wajar harga saham Pegadaian berdasarkan lima skenario yang telah dibuat

Kata kunci:

Free Cash Flow to Equity, Initial Public Offering, Pegadaian, saham, valuasi.

ABSTRACT

Name : Muhammad Reza Benaji
Study Program : Master of Management
Title : Valuation of Fair Value of Pegadaian Share in Relation to IPO Plan in 2012 Using Discounted Free Cash Flow To Equity Method.

This thesis discusses the valuation of fair value of Perum Pegadaian share price that planned to go public in 2012. The valuation was performed using Discounted Free Cash Flow to Equity method. There are two models used in performing the valuation, the Constant Growth Free Cash Flow to Equity Model and the Two Stage Discounted Free Cash Flow to Equity Model. The valuation using Two Stage Discounted Free Cash Flow to Equity Model used four growth possibilities in calculating the terminal value based on estimated Gross Domestic Product growth of Indonesia. The results of this study is the fair value of Pegadian share price based on the five scenarios

Key words:

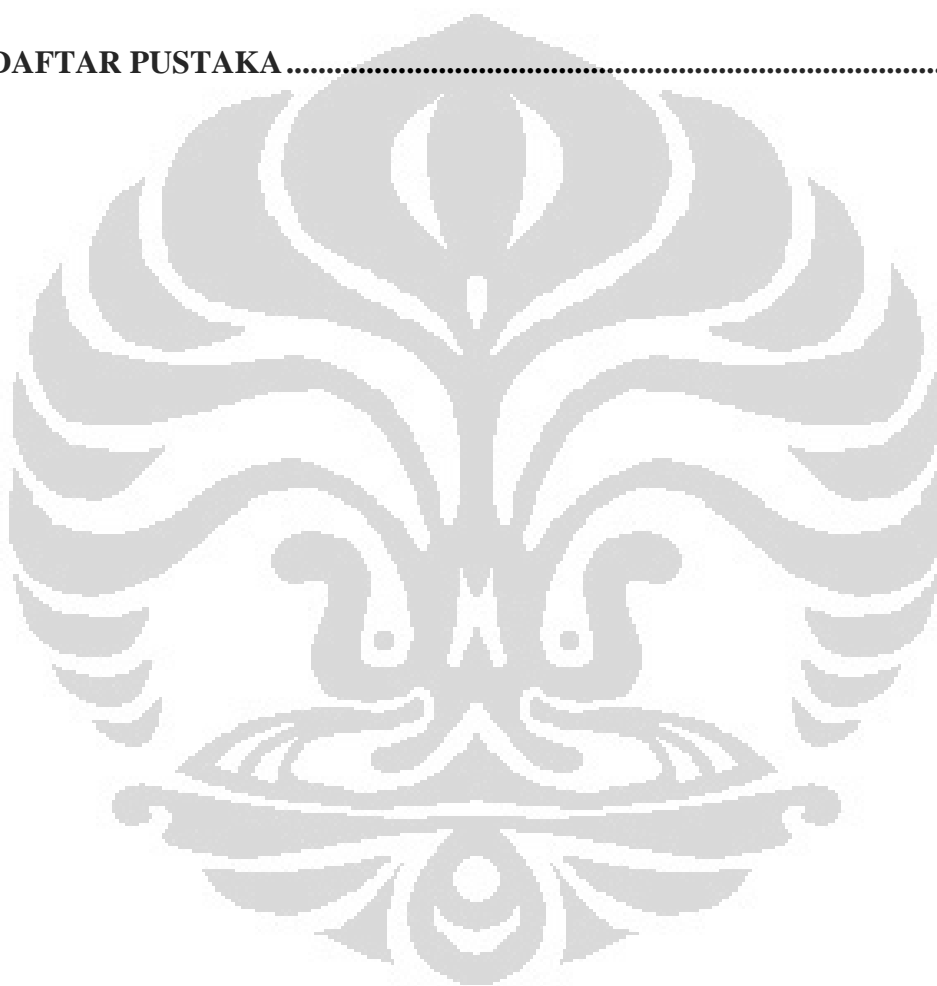
Free Cash Flow to Equity, Initial Public Offering, Pegadaian, share, stock, valuation

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
LEMBAR PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS	v
ABSTRAK	vi
ABSTRACT.....	vii
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR RUMUS	xiv
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Permasalahan	2
1.3 Ruang Lingkup.....	2
1.4 Tujuan Penelitian	2
1.5 Manfaat Penelitian	2
1.6 Metodologi Penelitian.....	3
1.6.1 Jenis Dan Sumber Data	3
1.6.2 Periode Data	3
1.6.3 Metode Pengolahan Data	4
1.7 Sistematika Penulisan	4
BAB 2 LANDASAN TEORI	6
2.1 Analisis Makroekonomi.....	6
2.1.1 Produk Domestik Bruto	7
2.1.2 Inflasi dan Tingkat Suku Bunga.....	7
2.2 Analisis Industri	8
2.3 <i>Discounted Cash Flow Valuation</i>	10
2.3.1 Tingkat Suku Bunga Diskonto	11
2.3.2 <i>Free Cash Flow to Equity</i>	12
2.3.3 <i>Model Discounted Free Cash Flow to Equity</i>	18
2.3.4 Perkiraan Jumlah Lembar Saham.....	19
2.3.5 Nilai Saham Per Lembar	20
2.3.6 Diagram Alur Perhitungan Nilai Wajar Saham	20
BAB 3 LATAR BELAKANG PERUSAHAAN.....	22
3.1 Sejarah Singkat	22
3.2 Struktur Permodalan	25
3.3 Sumber Pendanaan.....	27

3.4	Visi dan Misi.....	27
3.5	Kegiatan Usaha	29
3.5.1	Pegadaian KCA.....	29
3.5.2	Pegadaian <i>Rahn</i>	29
3.5.3	Pegadaian Kreasi (Kredit Angsuran Fidusia).....	30
3.5.4	Pegadaian Krasida (Kredit Angsuran Sistem Gadai).....	30
3.5.5	Pegadaian Krista (Kredit Usaha Rumah Tangga).....	30
3.5.6	Pegadaian Kremada (Perumahan Swadaya).....	31
3.5.7	Pegadaian Kresna (Kredit Serba Guna).....	31
3.5.8	Pegadaian KTJG (Kredit Tunda Jual Gabah).....	31
3.5.9	Pegadaian Investa (Gadai Efek).....	31
3.5.10	Pegadaian Jasa Taksiran dan Titipan	32
3.5.11	Pegadaian Persewaan Gedung.....	32
3.5.12	Pegadaian KUCICA (Kiriman Uang Cara Instan Cepat dan Aman) 33	
3.5.13	Pegadaian ARRUM (<i>Ar Rahn</i> untuk usaha mikro/kecil).....	33
3.5.14	Pegadaian MULIA (<i>Murabahah</i> Logam Mulia untuk Investasi Abadi) 33	
3.5.15	Jasa Lelang.....	33
3.5.16	Pegadaian KAGUM (Kredit Aneka Guna Untuk Umum).....	33
3.5.17	Pegadaian 24	34
3.6	Pengurusan dan Pengawasan	34
3.6.1	Dewan Pengawas	34
3.6.2	Direksi.....	35
3.6.3	Sekretaris Perusahaan (<i>Corporate Secretary</i>).....	36
3.6.4	Komite Audit.....	36
3.6.5	Komite Pemantauan Risiko.....	37
3.7	Struktur Organisasi	38
BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN		39
4.1	Analisis Makroekonomi.....	39
4.1.1	Kondisi Ekonomi Global	39
4.1.2	Produk Domestik Bruto	42
4.1.3	Tingkat Inflasi dan Suku Bunga.....	46
4.2	Analisis Industri	47
4.3	Analisis Perusahaan	49
4.3.1	Kegiatan Usaha	50
4.3.2	Pemasaran	59
4.3.3	Manajemen Risiko	61
4.3.4	Strategi Usaha	68
4.3.5	Prospek Usaha.....	69
4.3.6	Asuransi	70
4.3.7	Persaingan Usaha	71
4.4	Analisis Nilai Ekuitas Dengan Metode <i>Discounted Free Cash Flow to Equity</i>	71
4.4.1	Tingkat Suku Bunga Diskonto.....	72
4.4.2	Proyeksi <i>Free Cash Flow to Equity</i>	74

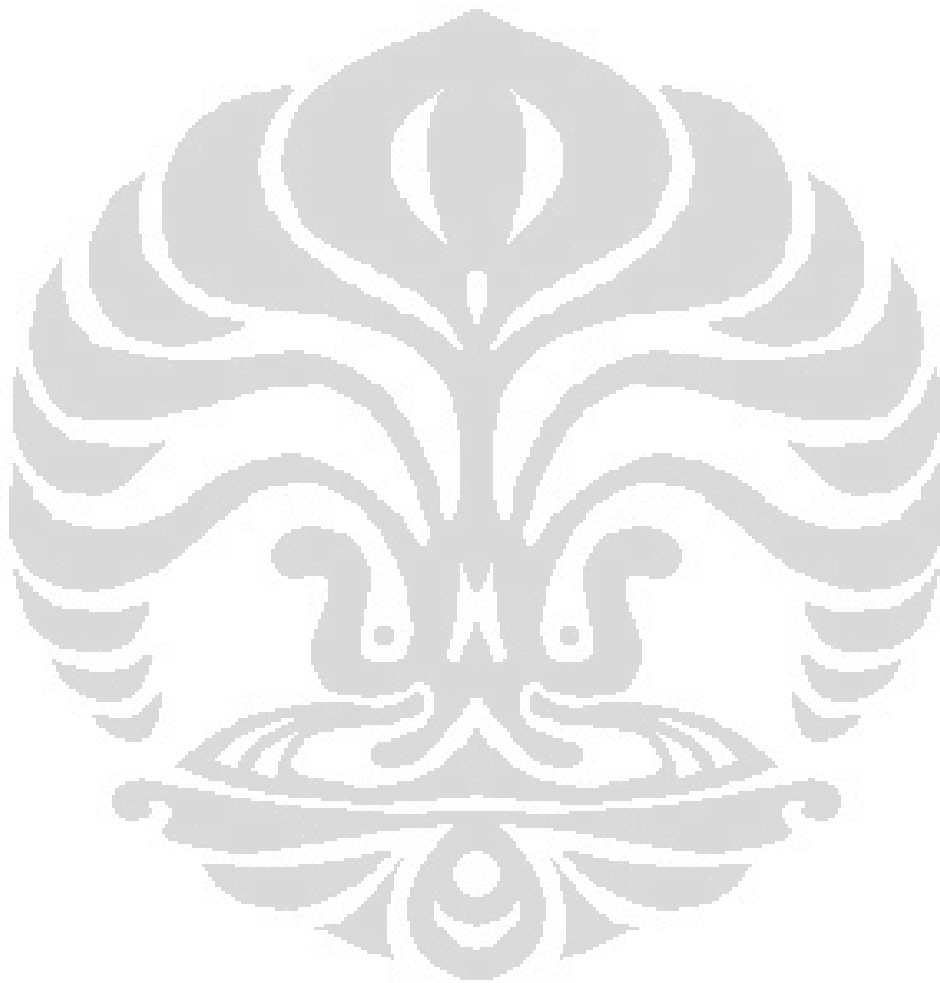
4.4.3	Proyeksi Komponen <i>Free Cash Flow to Equity</i>	81
4.4.4	<i>Terminal Value</i>	94
4.4.5	Nilai Ekuitas Perusahaan.....	95
4.4.6	Perkiraan Jumlah Lembar Saham.....	97
4.4.7	Harga Saham per Lembar.....	98
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN		101
5.1	Kesimpulan	101
5.2	Teterbatasan Penelitian	101
5.3	Saran	102
DAFTAR PUSTAKA		103



DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 Struktur Permodalan Pegadaian	27
Tabel 4.1 Rasio Utang dan Peringkat Utang Amerika Serikat, Uni Eropa dan Jepang	40
Tabel 4.2 Proyeksi PDB Dunia	41
Tabel 4.3 PDB Indonesia Menurut Penggunaan	43
Tabel 4.4 Proyeksi Pertumbuhan Ekonomi Sisi Permintaan Menurut Bank Indonesia.....	44
Tabel 4.5 Kontribusi Terhadap Potensi Pertumbuhan 2016 Dalam Tiga Skenario	46
Tabel 4.6 <i>Debt to Equity Ratio</i> Pegadaian	73
Tabel 4.7 <i>Net Capital Expenditures</i> Pegadaian.....	75
Tabel 4.8 <i>Noncash Current Asset</i> Pegadaian	76
Tabel 4.9 <i>Interest Bearing Debt</i> Pegadaian	76
Tabel 4.10 <i>Nondebt Current Liabilities</i> Pegadaian.....	77
Tabel 4.11 <i>Changes in Noncash Working Capital</i> Pegadaian	77
Tabel 4.12 <i>Net Debt</i> Pegadaian	78
Tabel 4.13 <i>Reinvested Equity</i> Pegadaian	78
Tabel 4.14 <i>Equity Reinvestment Rate</i> Pegadaian	79
Tabel 4.15 <i>Non-Cash Return on Equity</i> Pegadaian.....	80
Tabel 4.16 <i>Pertumbuhan Free Cash Flow to Equity</i> Pegadaian.....	80
Tabel 4.17 Proyeksi <i>Free Cash Flow to Equity</i> Pegadaian.....	81
Tabel 4.18 <i>Reinvestment Rate</i> Pegadaian.....	82
Tabel 4.19 <i>After-Tax EBIT</i> Pegadaian	83
Tabel 4.20 <i>Return on Capital</i> Pegadaian	84
Tabel 4.21 <i>Interest Rate</i> Pegadaian.....	84
Tabel 4.22 <i>Return on Equity</i> Pegadaian.....	85
Tabel 4.23 Pertumbuhan Laba Bersih Pegadaian	85
Tabel 4.24 Proyeksi Laba Bersih Pegadaian.....	86
Tabel 4.25 <i>Noncash Working Capital</i> Sebagai Persentase Dari Pendapatan Pegadaian	86
Tabel 4.26 Pertumbuhan Pendapatan Pegadaian	87
Tabel 4.27 Proyeksi Perubahan <i>Noncash Working Capital</i> Pegadaian.....	88
Tabel 4.28 <i>Net Capital Expenditures</i> Pegadaian	88
Tabel 4.29 <i>Net Capital Expenditures</i> Sebagai Persentase Dari <i>After-Tax EBIT</i> Pegadaian	89
Tabel 4.30 <i>Reinvestment Rate</i> Untuk <i>EBIT</i> Pegadaian	90
Tabel 4.31 <i>ROC</i> Untuk <i>EBIT</i> Pegadaian.....	90
Tabel 4.32 <i>Pertumbuhan EBIT</i> Pegadaian	91
Tabel 4.33 Proyeksi <i>Net Capital Expenditures</i> Pegadaian	91
Tabel 4.34 <i>Debt Ratio</i> Pegadaian.....	92
Tabel 4.35 Proyeksi <i>Net Capital Expenditures</i> Pegadaian Setelah Dikurangi Pendanaan dengan Utang	93
Tabel 4.36 Proyeksi Perubahan <i>Noncash Working Capital</i> Pegadaian Setelah Dikurangi Pendanaan dengan Utang.....	93

Tabel 4.37 Proyeksi <i>Free Cash Flow To Equity</i> Pegadaian.....	94
Tabel 4.38 Pertumbuhan Ekonomi Riil dan Nominal Indonesia Tahun 2016	95
Tabel 4.39 <i>Discounted Free Cash Flow To Equity</i> Pegadaian	96
Tabel 4.40 Pertumbuhan Ekuitas Pegadaian	97
Tabel 4.41 Proyeksi Pertumbuhan Ekuitas Pegadaian.....	98
Tabel 4.42 Nilai Per Lembar Saham Pegadaian.....	99



DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 <i>Porter's Five Forces Analysis</i>	8
Gambar 2.2 Diagram Alur Perhitungan Nilai Wajar Saham Pegadaian	21
Gambar 3.1 Struktur Organisasi Pegadaian	38
Gambar 4.1 Indeks Harga Saham Gabungan Bursa Efek Indonesia.....	41
Gambar 4.2 Nilai Tukar Rupiah Terhadap Dolar Amerika Serikat	42
Gambar 4.3 Grafik Potensi Pertumbuhan Ekonomi Indonesia oleh IMF	45
Gambar 4.4 Laju Inflasi Bulan ke Bulan, Tahun Berjalan dan Tahun Ke Tahun Gabungan 66 Kota 2009-2011	47
Gambar 4.5 Perkembangan Jumlah Pinjaman Yang Diberikan KCA 2006-2010	51
Gambar 4.6 Perkembangan Jumlah Nasabah KCA 2006-2010	52
Gambar 4.7 Perkembangan Jumlah Barang Jaminan KCA 2006-2010.....	53
Gambar 4.8 Perkembangan Pendapatan Usaha KCA 2006-2010.....	54
Gambar 4.9 Perkembangan Jumlah Pinjaman Yang Diberikan RAHN 2006-2010	55
Gambar 4.10 Perkembangan Jumlah Nasabah RAHN 2006-2010	55
Gambar 4.11 Perkembangan Jumlah Barang Jaminan RAHN 2006-2010.....	56
Gambar 4.12 Perkembangan Pendapatan Usaha RAHN 2006-2010.....	57
Gambar 4.13 Perkembangan Jumlah Pinjaman Yang Diberikan Bisnis Non-Inti 2006-2010.....	58
Gambar 4.14 Perkembangan Pendapatan Usaha Bisnis Non-Inti 2006-2010.....	59

DAFTAR RUMUS

Rumus 2.1 <i>Discounted Free Cash Flow</i>	9
Rumus 2.2 <i>Capital Asset Pricing Model</i>	10
Rumus 2.3 <i>Hamada's Equation</i>	11
Rumus 2.4 Konversi Nominal <i>Cost of Equity</i>	11
Rumus 2.5 <i>Free Cash Flow to Equity</i>	12
Rumus 2.6 Pertumbuhan FCFE.....	12
Rumus 2.7 <i>Equity Reinvestment Rate FCFE</i>	13
Rumus 2.8 <i>Noncash ROE</i>	13
Rumus 2.9 Pertumbuhan <i>Net Income</i>	14
Rumus 2.10 Pertumbuhan <i>Net Income</i> dengan ROE Berbeda.....	14
Rumus 2.11 <i>Equity Reinvestment Rate Net Income</i>	14
Rumus 2.12 <i>Equity Reinvested</i>	14
Rumus 2.13 <i>Return On Equity</i>	15
Rumus 2.14 <i>Return on Capital</i>	15
Rumus 2.15 <i>Interest Rate</i>	15
Rumus 2.16 Pertumbuhan EBIT.....	16
Rumus 2.17 <i>Reinvestment Rate EBIT</i>	16
Rumus 2.18 <i>Return on Capital EBIT</i>	17
Rumus 2.19 <i>Free Cash Flow to Equity</i>	17
Rumus 2.20 <i>Debt to Asset Ratio</i>	17
Rumus 2.21 <i>Constant Growth FCFE Model Value of Equity</i>	17
Rumus 2.22 <i>Two Stage Discounted FCFE Model Value of Equity</i>	18
Rumus 2.23 <i>Terminal Value</i>	18
Rumus 2.24 Jumlah Lembar Saham.....	19
Rumus 2.25 Nilai per Lembar Saham.....	19

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Berdasarkan Prospektus Pegadaian (2011) Perum Pegadaian (selanjutnya disebut Pegadaian) merupakan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) di Indonesia yang bergerak di bidang penyaluran kredit mikro dan kecil kepada masyarakat menengah ke bawah dengan menggunakan dasar hukum gadai dan fiducia dengan 13 kantor wilayah, 712 kantor cabang konvensional, 157 kantor cabang syariah, dan 4051 unit pelayanan cabang dan unit pelayanan syariah serta total aset mencapai Rp 20 Triliun per 31 Desember 2010. Ke depannya Pegadaian berencana melakukan ekspansi dengan meningkatkan kredit yang disalurkan, menaikkan omset, menambah Unit Pelayanan Cabang (UPC) dan mengembangkan teknologi informasi.

Untuk menghadapi tuntutan peningkatan kebutuhan modal kerja, Pegadaian berencana melakukan penawaran saham perdana atau IPO (*Initial Public Offering*) yang rencananya akan dilaksanakan paling cepat pada tahun 2012, menunggu realisasi perubahan badan hukum Pegadaian dari Perusahaan Umum (Perum) menjadi Perseroan Terbatas (PT). Tujuan dari penawaran saham perdana ini selain untuk menambah modal juga untuk meningkatkan alternatif sumber pendanaan karena selama ini Pegadaian selalu menggunakan pinjaman dari bank maupun penerbitan obligasi sebagai sumber pendanaan.

Harga saham yang ditawarkan saat penawaran saham perdana merupakan faktor penting yang menentukan jumlah dana yang dapat diperoleh oleh Pegadaian dan dapat menentukan minat investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut. Harga yang tinggi memungkinkan Pegadaian memperoleh dana yang besar namun berpotensi menurunkan minat investor untuk berinvestasi. Sebaliknya harga yang rendah membuat dana yang diperoleh Pegadaian kecil namun dapat meningkatkan minat investor untuk berinvestasi di Pegadaian.

Untuk itu perlu dilakukan penelitian mengenai harga wajar saham Pegadaian untuk mengetahui harga yang paling tepat untuk ditawarkan kepada investor pada penawaran saham perdana.

1.2 Permasalahan

Pokok permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- berapakah rentang nilai wajar harga saham Pegadaian terkait keputusan investor untuk berinvestasi di Pegadaian melalui IPO menggunakan metode *free cash flow to equity*?
- Berapakah harga saham Pegadaian yang dapat dijadikan patokan dalam menentukan nilai wajar harga saham Pegadaian?

1.3 Ruang Lingkup

Penelitian ini hanya dibatasi pada menganalisis nilai wajar harga saham Pegadaian dengan meneliti kinerja fundamental keuangan Pegadaian sebagai bahan pertimbangan bagi investor untuk melakukan keputusan melakukan investasi di Pegadaian. Analisis valuasi harga saham akan dilakukan menggunakan metode *free cash flow to equity*.

1.4 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah tersebut tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui rentang nilai wajar harga saham Pegadaian dengan menggunakan metode *free cash flow to equity* dan harga yang dapat dijadikan patokan dalam menentukan nilai wajar harga saham Pegadaian

1.5 Manfaat Penelitian

Manfaat bagi penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Penelitian ini bermanfaat bagi Pegadaian dan penjamin emisinya karena dengan mengetahui nilai wajar harga sahamnya Pegadaian dan penjamin

emisinya mempunyai bahan pertimbangan dalam menentukan harga saham IPO.

- Penelitian ini juga bermanfaat bagi investor karena nilai wajar saham Pegadaian dapat digunakan sebagai pertimbangan dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi di saham Pegadaian.
- Penelitian ini juga bermanfaat bagi akademisi untuk meningkatkan pemahaman dalam melakukan valuasi terhadap nilai saham perusahaan

1.6 Metodologi Penelitian

Metodologi penulisan yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1.6.1 Jenis Dan Sumber Data

Metode pengumpulan data yang akan digunakan dalam penelitian adalah *Library Research* yaitu studi kepustakaan guna melengkapi data primer yang telah diperoleh serta memperkaya bahan penulisan.

Data yang akan diperoleh dan diolah adalah sebagai berikut:

- **Data Primer**
Data-data yang diperoleh langsung dari obyek penelitian seperti laporan tahunan, profil perusahaan dan prospektus.
- **Data Sekunder**
Merupakan data-data pendukung yang diperoleh dari sumber lain seperti Badan Pusat Statistik, Bank Indonesia, Bursa Efek Indonesia, *International Monetary Fund*, dan media.

1.6.2 Periode Data

Periode data yang digunakan adalah mulai dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2010. Periode ini disesuaikan dengan periode laporan keuangan Pegadaian yang dapat diakses melalui situs Pegadaian selama penelitian dilakukan

1.6.3 Metode Pengolahan Data

Metode analisis yang digunakan untuk menilai harga wajar adalah pendekatan *top-down analysis* dengan tahapan melakukan analisis mulai dari kondisi makroekonomi, kondisi industri dan analisis mikro perusahaan baik secara kualitatif maupun kuantitatif. Atas dasar penilaian tersebut dilakukan penilaian nilai wajar saham dengan menggunakan model *free cash flow to equity*. Penilaian harga saham dihitung berdasarkan proyeksi arus kas yang diperoleh perusahaan di masa mendatang.

1.7 Sistematika Penulisan

Penulisan karya akhir ini akan disajikan dengan susunan sebagai berikut:

Bab 1 Pendahuluan

Bab ini memberikan gambaran mengenai latar belakang penelitian, perumusan masalah, ruang lingkup penelitian, tujuan penelitian, metodologi penelitian dan sistematika penulisan.

Bab 2 Landasan Teori

Bab ini mengenai dasar-dasar teori dan tinjauan literatur yang digunakan dalam penelitian. Data yang dibutuhkan dalam penelitian adalah data mengenai kondisi makroekonomi, kondisi industri dan analisis mikro perusahaan.

Bab 3 Latar Belakang Perusahaan

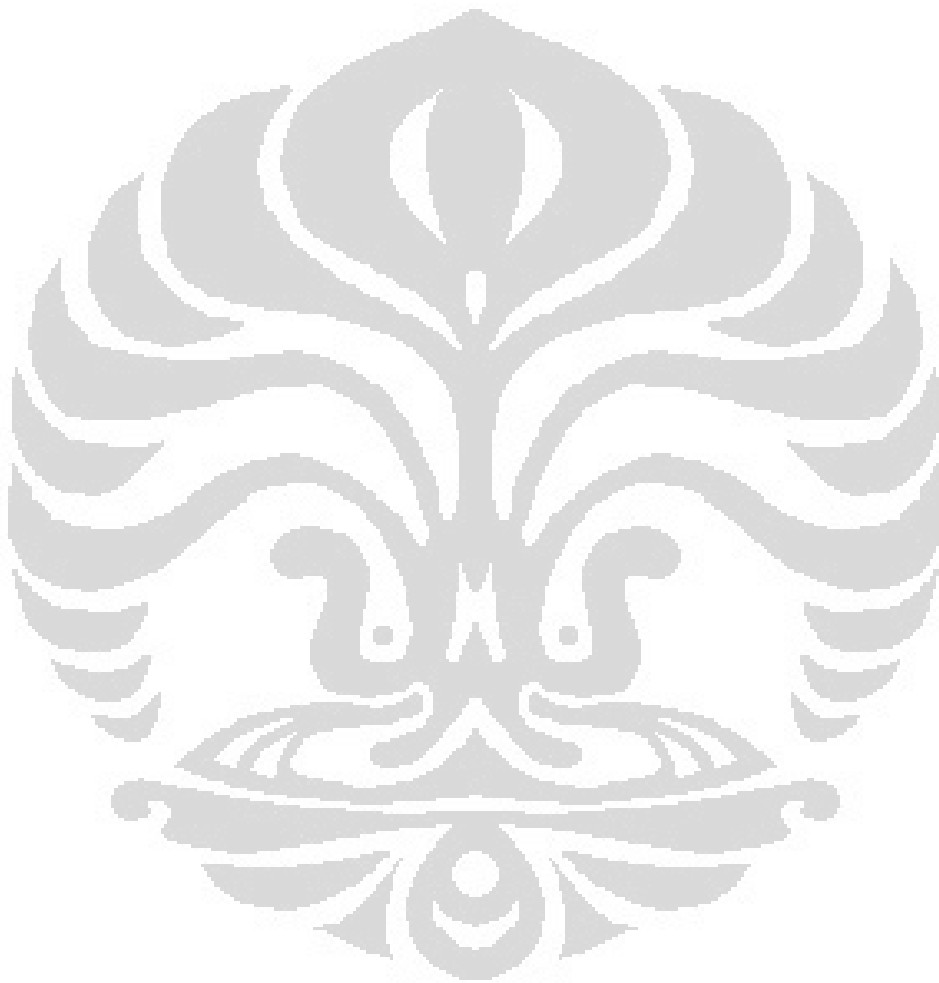
Bab ini memberikan gambaran mengenai obyek penelitian yang meliputi visi dan misi perusahaan, struktur kepemilikan saham, kegiatan operasional dan kinerja keuangan.

Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Bab ini menjelaskan mengenai langkah-langkah yang dilakukan dalam melakukan valuasi nilai wajar harga saham dengan melakukan analisis fundamental makroekonomi, kondisi industri dan analisis valuasi perusahaan dengan menggunakan model *free cash flow to equity*.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Bab ini memberikan kesimpulan dari hasil analisis valuasi harga wajar saham serta memberikan saran bagi perusahaan dan investor mengenai langkah-langkah strategis yang harus diambil dalam menyikapi hasil penelitian ini.



BAB 2

LANDASAN TEORI

Menurut Damodaran (2006) Setiap aset memiliki nilai dan kunci keberhasilan dalam berinvestasi adalah mengetahui nilai dari suatu aset yang akan menjadi obyek investasi dan apa yang memberikan nilai kepada aset tersebut. Untuk bisa mendapatkan keuntungan investor yang logis akan membeli barang di saat harganya di bawah nilai wajarnya.

Nilai dari suatu perusahaan tergantung dari kondisi usaha dari perusahaan tersebut. Kondisi dari suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh kondisi perekonomian negara tempat perusahaan tersebut melakukan kegiatan usaha dan kondisi industri dari perusahaan tersebut. Oleh karena itu selain melakukan penilaian terhadap perusahaan itu sendiri perlu juga dilakukan penilaian terhadap kondisi makroekonomi dan industri.

Damodaran (2006) juga menyebutkan bahwa secara umum terdapat tiga pendekatan dalam melakukan valuasi terhadap suatu aset. Yang pertama adalah *discounted cash flow valuation* yang mencari nilai suatu aset berdasarkan arus kas yang akan dihasilkannya di masa mendatang. Yang kedua adalah *relative valuation* yang mencari nilai suatu aset dengan membandingkannya dengan aset lain yang serupa, yang terakhir adalah *contingent claim valuation* yang menggunakan *option pricing model* untuk menilai aset yang memiliki karakteristik *option*. Pendekatan yang dilakukan dalam melakukan valuasi nilai saham Pegadaian dalam penelitian ini adalah *discounted cash flow valuation*.

2.1 Analisis Makroekonomi

Tujuan dari analisis makroekonomi adalah untuk mengetahui bagaimana kondisi ekonomi di suatu negara. Analisis makroekonomi dilakukan dengan memperhatikan indikator-indikator yang dapat memberikan gambaran mengenai kinerja ekonomi negara.

Namun dalam era globalisasi seperti saat ini suatu negara tidak dapat hidup sendiri dan harus berinteraksi dengan negara lain. Interaksi tersebut membuat kondisi perekonomian suatu negara dapat dipengaruhi oleh negara lain. Oleh karena itu harus dilakukan pula analisis mengenai keadaan ekonomi global.

Berikut adalah penjelasan mengenai indikator-indikator yang digunakan dalam analisis makroekonomi.

2.1.1 Produk Domestik Bruto

Produk Domestik Bruto merupakan harga dari seluruh barang dan jasa yang dihasilkan oleh suatu negara dalam suatu periode. Miles dan Scott (2005) menyatakan Produk Domestik Bruto digunakan untuk mengukur kesejahteraan suatu negara karena semakin banyak produk yang dihasilkan oleh suatu negara maka semakin banyak kebutuhan masyarakat yang dapat dipenuhi oleh negara tersebut.

Produk Domestik Bruto dihitung dengan menjumlahkan seluruh konsumsi rumah tangga, investasi, belanja pemerintah, ekspor dan dikurangi impor yang terjadi di suatu negara.

2.1.2 Inflasi dan Tingkat Suku Bunga

Inflasi adalah kenaikan harga secara keseluruhan dalam periode tertentu. Menurut Miles dan Scott (2005) inflasi dapat menjadi beban karena inflasi menyebabkan turunnya nilai mata uang dan menurunkan daya beli, memunculkan *menu cost* atau biaya yang dibutuhkan untuk menginformasikan perubahan harga, menyebabkan ketidakpastian akibat volatilitas, menghambat pertumbuhan jangka panjang dan memperumit kehidupan ekonomi.

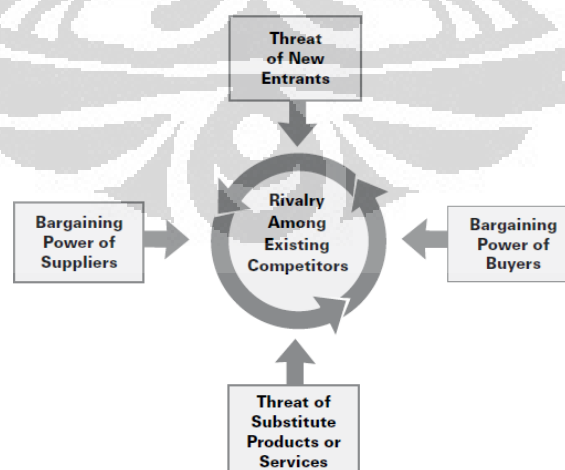
Namun di sisi lain deflasi atau penurunan harga juga menimbulkan masalah tersendiri. Deflasi menunjukkan turunnya konsumsi dan melambatnya perekonomian. Deflasi juga menurunkan minat untuk menabung dan berinvestasi karena menurunnya tingkat imbal hasil.

Badan Pusat Statistik mengukur inflasi dengan menggunakan Indeks Harga Konsumen (IHK) di 66 kota besar di Indonesia. IHK merupakan kumpulan tujuh kelompok pengeluaran yang terdiri dari:

- Bahan makanan
- Makanan jadi, minuman, rokok dan tembakau
- Perumahan, air, listrik, gas dan bahan bakar
- Sandang
- Kesehatan
- Pendidikan, rekreasi dan olahraga
- Transportasi, komunikasi dan jasa keuangan

2.2 Analisis Industri

Menurut Porter (2008) walaupun setiap industri memiliki karakteristiknya masing-masing namun faktor-faktor yang mendukung profitabilitas sama untuk setiap industri. Untuk memahami karakteristik profitabilitas dan kompetisi suatu industri, yang harus dilakukan adalah memahami struktur industri dalam bentuk lima kekuatan. Kelima kekuatan tersebut adalah kompetitor, konsumen, pemasok, produk substitusi dan pendatang baru. Gambar 2.1 menggambarkan hubungan dari lima kekuatan tersebut.



Gambar 2.1 Porter's Five Forces Analysis

Sumber: Harvard Business Review, 2008

Berikut penjelasan mengenai masing-masing kekuatan tersebut:

- Ancaman Pendatang Baru

Pendatang baru dalam suatu industri berpotensi memunculkan kompetitor baru yang dapat mengambil alih sebagian pangsa pasar, menekan harga dan meningkatkan beban usaha. Oleh karena itu pendatang baru dapat mengurangi profitabilitas dalam suatu industri. Saat ancaman pendatang baru tinggi, maka perusahaan dalam suatu industri harus bisa menekan harga atau menaikkan investasi untuk dapat tetap bersaing. Ancaman pendatang baru tergantung dari *barrier of entry* dalam suatu industri. Semakin tinggi *barrier of entry*, semakin rendah ancaman dari pendatang baru.

- Kekuatan Tawar Pemasok

Pemasok yang memiliki kekuatan tawar yang tinggi mampu meningkatkan keuntungan bagi dirinya sendiri dengan menetapkan harga bahan mentah yang tinggi, mengurangi kualitas barang atau jasa atau membuat konsumennya menjadi tergantung terhadap produk yang dihasilkannya. Oleh karena itu pemasok yang kuat dapat mengurangi profitabilitas suatu industri.

- Kekuatan Tawar Konsumen

Berkebalikan dengan pemasok, konsumen dengan posisi tawar yang kuat pun dapat mengurangi profitabilitas suatu industri dengan menetapkan harga beli yang rendah, menuntut kualitas produk yang tinggi sehingga meningkatkan beban perusahaan dan memaksa perusahaan-perusahaan di suatu industri untuk berkompetisi.

- Ancaman Produk Substitusi

Produk substitusi menawarkan manfaat yang sama dengan produk suatu industri namun dengan cara yang berbeda. Selalu ada produk substitusi untuk suatu industri namun produk substitusi sering diabaikan karena dianggap berbeda dengan produk suatu industri. Saat ancaman produk substitusi tinggi, profitabilitas industri berkurang karena dapat mengurangi penjualan produk industri.

- **Kompetisi Dalam Industri**

Cara yang biasa digunakan perusahaan untuk berkompetisi dalam setiap industri adalah mengurangi harga, menawarkan produk baru, melakukan pemasaran dengan gencar atau meningkatkan layanan. Kompetisi yang tinggi mengurangi profitabilitas suatu industri karena hal-hal tersebut akan meningkatkan biaya bagi perusahaan.

Pemahaman mengenai kekuatan-kekuatan ini dan hal-hal yang menimbulkannya akan memperjelas profitabilitas industri dan hal-hal yang dapat dilakukan untuk mengantisipasi dan mempengaruhi kompetisi.

2.3 *Discounted Cash Flow Valuation*

Damodaran (2006) menyebutkan bahwa dalam *discounted cash flow valuation* nilai suatu aset adalah nilai saat ini dari arus kas yang akan dihasilkan oleh aset tersebut di masa mendatang yang didiskontokan dengan tingkat suku bunga yang mencerminkan risiko dari aset tersebut. Hal ini dilakukan karena nilai arus kas yang diterima di masa mendatang berbeda dengan masa sekarang akibat perubahan nilai mata uang. Rumus dasar dari *discounted cash flow* (DCF) adalah sebagai berikut (Damodaran, 2006;154):

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Expected\ Cash\ Flow_t}{(1+r)^t} + \frac{Terminal\ Value}{(1+r)^n} \quad (2.1)$$

Di mana:

n = periode aset

r = Tingkat imbal hasil yang merefleksikan risiko aset

Seperti dapat dilihat dalam rumus DCF di atas terdapat beberapa data yang diperlukan dalam melakukan *discounted cash flow valuation*. Berikut pembahasan mengenai masing-masing data tersebut.

2.3.1 Tingkat Suku Bunga Diskonto

Tingkat suku bunga digunakan untuk merepresentasikan risiko dari suatu aset. Semakin tinggi risiko aset maka semakin tinggi pula tingkat suku bunga yang digunakan. Dalam konteks valuasi nilai saham risiko dipandang sebagai variansi dari imbal hasil aktual dengan imbal hasil ekspektasi. Risiko ini disebut *Cost of Equity*.

Ada beberapa model yang dapat digunakan dalam mengukur ekspektasi imbal hasil suatu aset. Model yang digunakan adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Rumus CAPM yang digunakan adalah rumus CAPM yang sudah dimodifikasi sebagai berikut (Damodaran, 2006; 81):

$$E(r) = R_f + \beta \times (ERP_{MM} + CRP) \quad (2.2)$$

Di mana:

$E(r)$	= <i>Expected Return of Asset</i>
R_f	= <i>Riskfree Rate</i>
β	= <i>Beta of Asset</i>
ERP_{MM}	= <i>Mature Market Equity Risk Premium</i>
CRP	= <i>Country Risk Premium</i>

Rumus CAPM ini memperhitungkan risiko suatu negara yang dapat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang berada di negara tersebut. *Country Risk Premium* yang digunakan adalah *Country Risk Premium* negara tempat perusahaan tersebut melakukan bisnisnya. Sebagai pasar modal yang sudah *mature* imbal hasil pasar modal Amerika Serikat umum digunakan sebagai *base premium for mature equity market*.

Ada dua syarat utama dalam menentukan apakah suatu aset merupakan aset bebas risiko. Yang pertama adalah aset tersebut tidak boleh memiliki risiko gagal bayar dan yang kedua adalah aset tersebut tidak memiliki risiko reinvestasi dalam jangka waktu yang cukup lama.

Pendekatan yang digunakan untuk menghitung beta Pegadaian adalah pendekatan *Fundamental Beta* yang menghitung beta perusahaan berdasarkan unsur-unsur fundamentalnya. Langkah pertama untuk menghitung beta Pegadaian adalah mencari *unlevered beta* perusahaan yang sejenis dengan Pegadaian. *Unlevered beta* tersebut kemudian diubah menjadi *levered beta* dengan rumus *Hamada's Equation* sebagai berikut (Damodaran, 2006; 71):

$$\beta_L = \beta_U \left(1 + (1 - t) \frac{D}{E} \right) \quad (2.3)$$

Di mana:

β_L = *levered beta*

β_U = *unlevered beta*

t = *tax rate*

D/E = *Debt to Equity ratio*

Setelah *Cost of Equity* didapat harus diteliti lebih lanjut apakah data-data yang digunakan untuk menghitung *cost of equity* dalam nominal dollar Amerika Serikat atau dalam nominal rupiah. Jika data yang digunakan dalam nominal dollar Amerika Serikat maka *cost of equity* tersebut harus diubah menjadi nominal rupiah dengan rumus berikut (Damodaran, 2006; 82):

$$E(R)_{IDR} = (1 + E(R)_{USD}) \left(\frac{1 + Inflation Rate_{Indonesia}}{1 + Inflation Rate_{U.S.}} \right) - 1 \quad (2.4)$$

2.3.2 *Free Cash Flow to Equity*

Arus kas yang digunakan adalah *Free Cash Flow to Equity (FCFE)*. *FCFE* adalah arus kas yang diterima oleh pemegang saham setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajibannya. Hal ini termasuk membayar pajak, melunasi utang dan berinvestasi di perusahaan itu sendiri. Dengan kata lain *FCFE* adalah potensi dividen yang dapat diterima oleh pemegang saham.

Rumus untuk menghitung *FCFE* menurut Damodaran (2006) adalah sebagai berikut (Damodaran, 2006; 105):

$$FCFE = NI - Net\ CapEx - \Delta NCWC + Net\ Debt \quad (2.5)$$

Di mana:

NI = *Net Income*

Net Capex = *Capital Expenditures – Depreciation*

$\Delta NCWC$ = *Changes in Net Working Capital*

Net Debt = *New Debt Raised – Debt Repayment*

Dalam menghitung nilai suatu perusahaan *FCFE* yang digunakan dalam model *Discounted FCFE* bukanlah *FCFE* di masa lalu namun *FCFE* yang akan diterima di masa mendatang. Oleh karena itu perlu dilakukan estimasi terhadap *FCFE* di masa yang akan datang.

Ada dua pendekatan yang digunakan dalam mengestimasi *FCFE* yang dihasilkan Pegadaian di masa mendatang. Pendekatan yang pertama adalah dengan menghitung pertumbuhan fundamental dari *FCFE* itu sendiri. Pendekatan yang kedua adalah mengestimasi masing-masing komponen *FCFE* dengan menghitung pertumbuhan masing-masing komponen. Berikut penjelasan dari keduanya:

Rumus dasar yang digunakan adalah sebagai berikut (Damodaran, 2006; 167):

$$E(\text{Growth rate}) = RR \times ROE \quad (2.6)$$

Di mana:

RR = *Retention Rate*

ROE = *Return on Equity*

Namun dalam menghitung tingkat pertumbuhan *FCFE*, *Retention Ratio* digantikan dengan *Equity Reinvestment Rate* yang menggunakan rumus sebagai berikut (Damodaran, 2006; 229):

$$ERR = 1 - \frac{Net\ CapEx + \Delta WC - Net\ Debt}{NI} \quad (2.7)$$

Di mana:

ERR = *Equity Reinvestment Rate*

Net Capex = *Capital Expenditures – Depreciation*

ΔWC = *Changes in Net Working Capital*

Net Debt = *New Debt Raised – Debt Repayment*

NI = *Net Income*

Sementara *ROE* yang digunakan dalam perhitungan pertumbuhan *FCFE* adalah *non-cash ROE* yaitu *ROE* yang mengeluarkan unsur pendapatan yang dihasilkan dari uang kas dan surat-surat berharga. Rumusnya adalah sebagai berikut (Damodaran, 2006; 229):

$$noncash\ ROE = \frac{NI - CI - MI}{BV\ of\ Equity - Cash - MS} \quad (2.8)$$

Di mana:

NI = *Net Income*

CI = *Income from Cash*

MI = *Income from marketable securities*

BV of Equity = *Book Value of Equity*

Pendekatan estimasi *FCFE* yang kedua adalah dengan mengestimasi masing-masing komponen dari *FCFE*. Ada empat komponen utama dari *FCFE* yaitu *Net Income*, *Net Capital Expenditures*, *Changes in non-cash Working Capital* dan *Net Debt*. Dalam pendekatan ini masing-masing dari keempat komponen diestimasi besarnya di masa mendatang untuk mendapatkan estimasi *FCFE* di masa mendatang.

Proyeksi laba bersih dilakukan dengan menghitung *expected growth* dari laba bersih perusahaan. Damodaran (2006) menyatakan rumus dasar *expected growth rate* laba bersih sebagai berikut (Damodaran, 2006; 168):

$$\text{Net Income Growth} = RR \times ROE \quad (2.9)$$

Di mana:

RR = *Reinvestment Rate*

ROE = *Return on Equity*

Namun rumus ini mengasumsikan ROE perusahaan selalu sama dari tahun ke tahun. Jika ROE perusahaan selalu berubah maka rumus tersebut disesuaikan menjadi rumus berikut (Damodaran, 2006; 172):

$$\text{Net Income Growth} = RR \times ROE + \frac{ROE_t - ROE_{t-1}}{ROE_{t-1}} \quad (2.10)$$

Reinvestment Rate adalah jumlah modal yang diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan dibagi dengan laba bersih. Rumusnya adalah sebagai berikut (Damodaran, 2006; 168):

$$\text{Equity Reinvestment Rate}_t = \frac{\text{Equity Reinvested}_{t-1}}{\text{Net Income}_{t-1}} \quad (2.11)$$

Equity Reinvested adalah jumlah modal yang diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan rumusnya adalah sebagai berikut (Damodaran, 2006; 229):

$$\text{Equity Reinvested} = \text{Net CapEx} + \Delta \text{NCWC} - \text{Net Debt} \quad (2.12)$$

Di mana:

Net Capex = *Capital Expenditures – Depreciation*

ΔNCWC = *Changes in Net Working Capital*

Net Debt = *New Debt Raised – Debt Repayment*

$\Delta \text{Noncash working capital}$ atau perubahan modal kerja didapat dari selisih antara *noncash current asset* dan *nondebt current liabilities*. *Noncash current asset* adalah aset lancar dikurangi dengan uang kas dan surat berharga. Sementara

nondebt current liabilities adalah kewajiban lancar dikurangi utang-utang yang memiliki bunga.

Sementara *Return on Equity* adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba berdasarkan jumlah modal yang dimiliki. Rumus yang digunakan untuk menghitung ROE adalah sebagai berikut (Damodaran, 2006; 169):

$$ROE = ROC + \frac{D}{E}(ROC - i(1 - t)) \quad (2.13)$$

Di mana:

ROC = *Return on Capital*

D = *Book Value of Debt*

E = *Book Value of Equity*

i = *Interest rate*

t = *Tax Rate*

ROC dihitung dengan menggunakan rumus berikut (Damodaran, 2006; 169):

$$ROC = \frac{EBIT(1 - t)}{BV \text{ of Debt} + BV \text{ of Equity}} \quad (2.14)$$

Di mana:

EBIT = *Earnings Before Interest and Tax*

t = *Tax Rate*

Sementara *i* dihitung dengan menggunakan rumus berikut (Damodaran, 2006; 170):

$$i = \frac{\text{interest expense on debt}}{BV \text{ of Debt}} \quad (2.15)$$

Menurut Damodaran (2006), *non-cash working capital* dapat diestimasi dengan membuat *non-cash working capital* sebagai persentase dari pendapatan usaha.

Capital Expenditures perusahaan merupakan pengeluaran yang sifatnya cenderung volatil sehingga harus dinormalisasi terlebih dahulu. Damodaran (2006) menyarankan normalisasi *capital expenditures* dengan membuatnya sebagai persentase dari laba usaha setelah pajak.

Setelah rata-rata persentase *capital expenditures* didapat langkah selanjutnya adalah membuat proyeksi dari laba usaha. Untuk dapat melakukan ini mula-mula harus diketahui terlebih dahulu *expected growth* dari laba usaha yang dapat diketahui menggunakan rumus berikut (Damodaran, 2006; 173):

$$\text{Expected Growth}_{EBIT} = RR \times ROC \quad (2.16)$$

Di mana:

RR = *Reinvestment Rate*

ROC = *Return on Capital*

Dalam proyeksi *EBIT reinvestment rate* dihitung dengan menggunakan rumus berikut (Damodaran, 2006; 173):

$$\text{Reinvestment Rate} = \frac{\text{Net CapEx} + \Delta\text{NCWC}}{\text{EBIT}(1 - t)} \quad (2.17)$$

Di mana:

Net CapEx = *Net Capital Expenditures*

ΔNCWC = *Changes in Non-Cash Working Capital*

EBIT = *Earnings Before Interest and Tax*

t = *Tax Rate*

Sementara *Return on Capital* untuk perhitungan pertumbuhan *EBIT* dihitung dengan menggunakan rumus berikut (Damodaran, 2006; 173):

$$\text{Return on Capital} = \frac{\text{EBIT} (1 - \text{tax rate})}{\text{BV of Debt} + \text{BV of Equity} - \text{Cash}} \quad (2.18)$$

Dengan mengasumsikan bahwa perusahaan mendanai sebagian *capital expenditures* dan *working capital* dengan utang, maka rumus *free cash flow to equity* dapat diubah menjadi sebagai berikut (Damodaran, 2006; 148):

$$\text{FCFE} = \text{Net Income} - (\text{Net CapEx})(1 - \delta) - (\Delta\text{NCWC})(1 - \delta) \quad (2.19)$$

Di mana δ adalah persentase *capital expenditures* dan perubahan modal kerja yang didanai dengan utang. Nilai δ didapat dengan menghitung *Debt to Asset Ratio* menggunakan rumus berikut:

$$\text{Debt to Asset Ratio} = \frac{\text{Book Value of Debt}}{\text{Book Value of Asset}} \quad (2.20)$$

2.3.3 Model Discounted Free Cash Flow to Equity

Setelah proyeksi *FCFE* dan *Terminal value* diketahui maka nilai perusahaan dapat dihitung dengan menghitung *present value* dari arus kas yang dapat diterima pemegang saham. Untuk menghitung nilai perusahaan digunakan dua pendekatan yaitu *Constant Growth FCFE Model* dan *Two Stage Discounted FCFE Model*.

2.3.3.1 Constant Growth FCFE Model

Constant Growth FCFE Model mengasumsikan bahwa arus kas yang akan diterima oleh pemegang saham akan terus tumbuh selama-lamanya dengan tingkat pertumbuhan yang tetap. Rumus *Constant Growth FCFE Model* adalah sebagai berikut (Damodaran, 2006; 230):

$$\text{Value of Equity} = \frac{\text{FCFE}_t}{k_e - g} \quad (2.21)$$

Di mana:

k_e = *Cost of Equity*

g = *growth rate*

2.3.3.2 Two Stage Discounted FCFE Model

Two Stage Discounted FCFE Model mengasumsikan bahwa arus kas yang diterima oleh pemegang saham akan tumbuh dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi selama periode tertentu dan kemudian tingkat pertumbuhan tersebut akan turun dan menjadi konstan untuk selama-lamanya. Sementara rumus *Two Stage Discounted FCFE Model* adalah sebagai berikut (Damodaran, 2006; 233):

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{\text{Terminal Value}}{(1 + k_e)^n} \quad (2.22)$$

Di mana:

n = *Periode*

k_e = *Cost of Equity*

Terminal value dihitung menggunakan *constant growth model* sebagai berikut (Damodaran, 2006; 189):

$$\text{Terminal Value}_t = \frac{\text{Cashflow}_{t+1}}{r - g_{\text{stable}}} \quad (2.23)$$

Di mana:

r = *Cost of Equity*

g_{stable} = *Stable Growth Rate*

2.3.4 Perkiraan Jumlah Lembar Saham

Pegadaian direncanakan akan melakukan IPO pada tahun 2012 sehingga untuk mengetahui harga saham per lembarnya harus diperkirakan jumlah lembar saham yang dimiliki Pegadaian pada tahun 2012. Untuk dapat mengetahui nilai satu

lembar saham Pegadaian maka mula-mula harus diperkirakan terlebih dahulu jumlah ekuitas yang dimiliki Pegadaian pada 2012.

Estimasi jumlah ekuitas dilakukan dengan melihat pertumbuhan jumlah ekuitas pada tahun-tahun sebelumnya. Pertumbuhan tersebut kemudian dirata-ratakan dan dijadikan patokan untuk mengetahui jumlah ekuitas yang dimiliki perusahaan di masa yang akan datang.

Dalam proses penawaran umum, struktur modal perusahaan harus direstrukturasikan menjadi sejumlah lembar saham dengan nilai nominal tertentu. Jumlah lembar saham dihitung dengan menggunakan rumus berikut:

$$\text{Jumlah Lembar Saham} = \frac{BV \text{ of Equity}}{\text{Nilai nominal per lembar saham}} \quad (2.24)$$

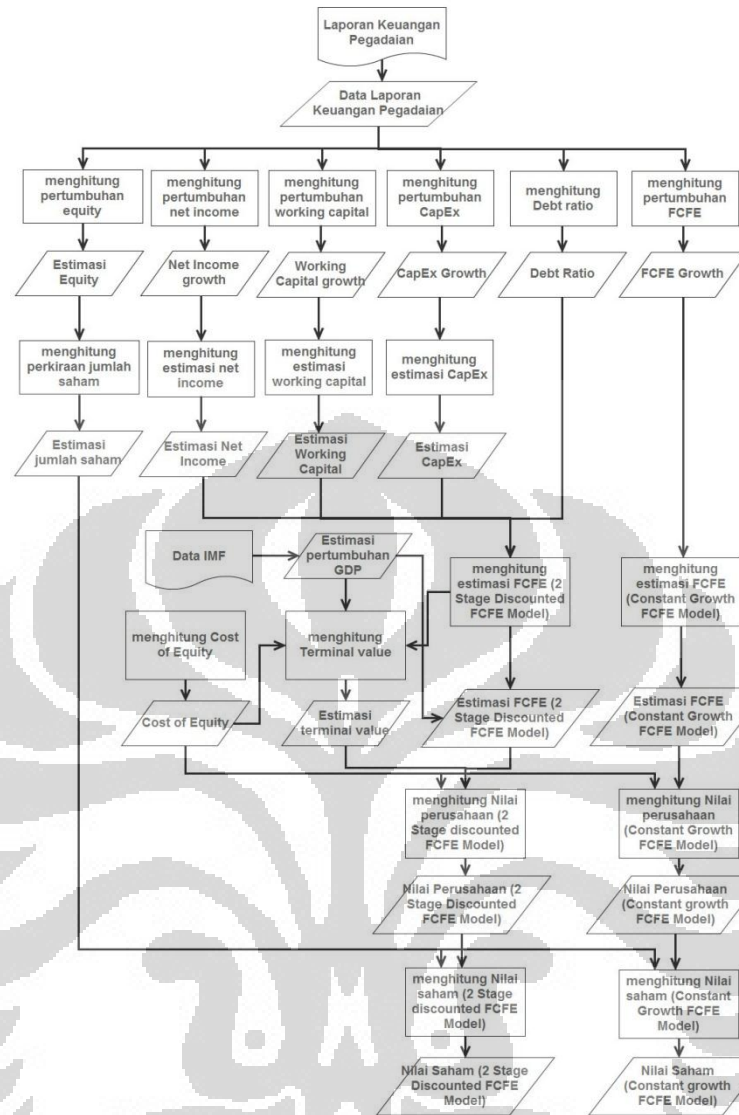
2.3.5 Nilai Saham Per Lembar

Nilai saham per lembar diperoleh dengan membagi nilai ekuitas perusahaan dengan jumlah lembar saham. Rumusnya adalah sebagai berikut:

$$\text{Price per share} = \frac{\text{Value of Equity}}{\text{Number of shares}} \quad (2.25)$$

2.3.6 Diagram Alur Perhitungan Nilai Wajar Saham

Untuk lebih memperjelas proses kerja yang dilakukan dalam tesis ini berikut ini adalah diagram alur yang menggambarkan proses perhitungan nilai wajar saham Pegadaian:



Gambar 2.2 Diagram Alur Perhitungan Nilai Wajar Saham Pegadaian

Sumber: hasil olahan penulis

BAB 3

LATAR BELAKANG PERUSAHAAN

3.1 Sejarah Singkat

Menurut Prospektus Pegadaian (2011) Pegadaian adalah suatu lembaga perkreditan tertua bercorak khusus, berdiri sejak zaman penjajahan Belanda dan telah dikenal masyarakat sejak lama, khususnya masyarakat golongan berpenghasilan menengah dan bawah. Pegadaian mempunyai tugas memberikan pelayanan jasa kredit berupa pinjaman uang dengan jaminan barang bergerak (gadai).

Sejarah Pegadaian dimulai pada abad XVIII ketika *Vereenigde Oost Indische Compagnie* (VOC) suatu maskapai perdagangan dari Belanda datang ke Indonesia dengan tujuan berdagang. Dalam rangka memperlancar kegiatan perekonomiannya VOC mendirikan *Bank Van Leening* yaitu lembaga kredit yang memberikan kredit dengan sistem gadai. *Bank Van Leening* didirikan pertama di Batavia pada tanggal 20 Agustus 1746 berdasarkan keputusan Gubernur Jenderal Van Imhoff.

Pada tahun 1800 setelah VOC dibubarkan, Indonesia berada di bawah kekuasaan pemerintah Belanda. Pemerintah Belanda melalui Gubernur Jenderal Daendels mengeluarkan peraturan yang merinci jenis barang yang dapat digadaikan seperti emas, perak, kain dan sebagian perabot rumah tangga, yang dapat disimpan dalam waktu yang relatif singkat.

Ketika Inggris mengambil alih kekuasaan atas Indonesia dari tangan Belanda (1811-1816), Gubernur Jenderal Thomas Stamford Raffles (1811) memutuskan untuk membubarkan *Bank Van Leening* dan mengeluarkan peraturan yang menyatakan bahwa setiap orang boleh mendirikan usaha pegadaian dengan ijin (*licentie*) dari pemerintah daerah setempat. Dari penjualan lisensi ini pemerintah memperoleh tambahan pendapatan.

Ketika Belanda kembali berkuasa di Indonesia (1816) pemerintah Belanda melihat bahwa pegadaian yang didirikan pada masa kekuasaan Inggris banyak merugikan masyarakat, pemegang hak banyak melakukan penyelewengan, mengeruk keuntungan untuk diri sendiri dengan menetapkan bunga pinjaman sewenang-wenang. Penelitian oleh lembaga yang dipimpin oleh Wolf van Westerrode pada tahun 1900 menyarankan agar sebaiknya kegiatan pegadaian ditangani sendiri oleh pemerintah sehingga dapat memberikan manfaat yang lebih besar bagi masyarakat peminjam.

Sejak itu bentuk usaha tersebut telah mengalami beberapa kali perubahan sejalan dengan perubahan peraturan-peraturan.

Berdasarkan hasil penelitian pemerintah mengeluarkan *Staatsblad*.1901 No.131 tanggal 12 Maret 1901, yang pada prinsipnya mengatur bahwa pendirian pegadaian merupakan monopoli dan karena itu hanya bisa dijalankan oleh pemerintah. Berdasarkan undang-undang ini maka didirikanlah Pegadaian Negara pertama di Kota Sukabumi (Jawa Barat) pada tanggal 1 April 1901 yang kemudian diperingati sebagai hari ulang tahun Pegadaian.

Sejak awal kemerdekaan pada masa Pemerintahan Republik Indonesia, Pegadaian dikelola oleh Pemerintah dan sudah beberapa kali berubah status, yaitu sebagai Perusahaan Negara (PN) sejak 1 Januari 1961 dan diubah menjadi Perusahaan Negara Pegadaian.

Modal Perusahaan Negara Pegadaian adalah selisih dari nilai total aktiva dengan total kewajiban Jawatan Pegadaian Negara yang dilebur ke dalam Perusahaan Negara Pegadaian yang jumlahnya menurut Neraca Pembukaan Sementara adalah Rp 4.600.000.000,00

Dalam perkembangan selanjutnya, Perusahaan Negara Pegadaian mengadakan penyesuaian bentuk usahanya menjadi Perusahaan Jawatan (PERJAN) Pegadaian. Dengan penyesuaian bentuk usaha ini, maka struktur permodalan dan nilai kekayaan Perusahaan Negara Pegadaian beralih kepada Perusahaan Jawatan

(PERJAN) Pegadaian yang jumlahnya adalah Rp4.529.933,96 sebagaimana tercantum dalam Neraca Penutupan (Likuidasi) Perusahaan Negara Pegadaian yang telah diperiksa dan disahkan Direktorat Akuntan Negara. Penurunan jumlah modal tersebut disebabkan oleh *sanering* (pemotongan uang) oleh Pemerintah pada tahun 1965.

Dalam rangka meningkatkan efisiensi dan produktivitas Perusahaan Jawatan (PERJAN) Pegadaian dialihkan bentuknya menjadi Perusahaan Umum (PERUM) Pegadaian berdasarkan Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No. 10 Tahun 1990 tanggal 10 April 1990 tentang Pengalihan Bentuk Perusahaan Jawatan (Perjan) Pegadaian menjadi Perusahaan Umum (Perum) Pegadaian. Dengan pengalihan bentuk hukum menjadi Perum Pegadaian, Perjan Pegadaian dinyatakan bubar, tetapi segala hak dan kewajiban, kekayaan, pegawai yang dimiliki Perjan Pegadaian dialihkan kepada Perum Pegadaian.

Modal Perusahaan Umum (PERUM) Pegadaian berasal dari Kekayaan Negara yang dipisahkan dari Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) dan tidak terbagi atas saham-saham (vide Pasal 7 ayat (1) Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No.10 Tahun 1990) dengan jumlah Modal Awal per 1 April 1990 sebesar Rp205.000.000.000 (dua ratus lima miliar Rupiah).

Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No.10 Tahun 1990 kemudian diganti dengan Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No. 103 Tahun 2000 tentang Perusahaan Umum (Perum) Pegadaian. Menurut Pasal 10 ayat (2) Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No. 103 Tahun 2000, besarnya modal Pegadaian pada saat Peraturan Pemerintah ini diundangkan (tanggal 10 Nopember 2000) adalah sebesar seluruh nilai penyertaan modal Negara yang tertanam dalam Pegadaian berdasarkan penetapan Menteri Keuangan.

Pegadaian saat ini sedang menjalani proses perubahan badan hukum dari Perusahaan Umum menjadi Perusahaan Perseroan (Persero). Perubahan bentuk hukum Perusahaan Umum (Perum) Pegadaian menjadi Perusahaan Perseroan (Persero) tersebut telah:

- Mendapatkan rekomendasi dari Menteri Keuangan
- Diumumkan melalui Ringkasan Rancangan Perubahan Bentuk Hukum Perusahaan Umum (Perum) Pegadaian menjadi Perusahaan Perseroan (Persero) dalam surat kabar Media Indonesia pada tanggal 18 Nopember 2010.
- Diumumkan secara tertulis kepada seluruh karyawan.
- Memperoleh surat pemberitahuan tidak keberatan dari kreditor Perseroan, berdasarkan:
- Mendapatkan persetujuan penyusunan Rancangan Peraturan Pemerintah dalam rangka perubahan bentuk hukum Perusahaan Umum (Perum) Pegadaian menjadi Perusahaan Perseroan (Persero) dari Presiden Republik Indonesia.
- Mendapatkan persetujuan dari Menteri Negara Badan Usaha Milik Negara selaku Wakil Pemerintah Sebagai Pemilik Modal Perusahaan Umum (Perum) Pegadaian.
- Melakukan harmonisasi terhadap Rancangan Peraturan Pemerintah tentang Perubahan Bentuk Badan Hukum Perusahaan Umum (Perum) Pegadaian menjadi Perusahaan Perseroan (Persero) oleh Kementerian Keuangan, Kementerian Sekretaris Negara, Kementerian Badan Usaha Milik Negara, Kementerian Hukum dan Hak Asasi Manusia dan Perusahaan Umum (Perum) Pegadaian, dengan hasil harmonisasi sebagaimana sampaikan oleh Direktorat Jenderal Peraturan Perundang-Undangan Kementerian Hukum dan Hak Asasi Manusia.
- Menteri Negara Badan Usaha Milik Negara telah menyampaikan rancangan Peraturan Pemerintah tentang Perubahan Bentuk Badan Hukum Perusahaan Umum (Perum) Pegadaian Menjadi Perusahaan Perseroan (Persero) kepada Presiden Republik Indonesia.

3.2 Struktur Permodalan

Menurut Prospektus Pegadaian (2011) sebagaimana ditetapkan dalam PP No. 10/1990 tentang pengalihan bentuk Perusahaan Jawatan (Perjan) Pegadaian menjadi Perusahaan Umum (Perum) Pegadaian modal Perusahaan merupakan

kekayaan Negara yang dipisahkan dari Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara yang telah tertanam dalam Perusahaan Jawatan Pegadaian. Sebagai pelaksanaan ketentuan dalam Pasal 7 ayat (2) PP 10/1990, Menteri Keuangan menetapkan bahwa modal awal Pegadaian pada saat pendirian berjumlah Rp205.000.000.000,00 yang merupakan kekayaan Negara yang dipisahkan.

Pemerintah Republik Indonesia melakukan penyertaan modal di Pegadaian dengan rincian sebagai berikut:

- Untuk keperluan tambahan modal kerja pada Pegadaian tahun 1990/1991, Pemerintah melakukan penyertaan sebesar Rp20.000.000.000,00.
- Untuk keperluan investasi pada Tahun Anggaran 1991/1992 sebesar Rp16.252.000.000,00.
- Untuk keperluan tambahan penyertaan modal pada Tahun Anggaran 1992/1993 sebesar Rp10.000.000.000,00.

Berdasarkan Pasal 10 PP No. 103/2000 tentang Perusahaan Umum (Perum) Pegadaian, modal Pegadaian merupakan kekayaan Negara yang dipisahkan dari Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara dan tidak terbagi atas saham-saham. Besarnya modal Pegadaian pada saat PP No. 103/2000 diundangkan adalah sebesar seluruh nilai penyertaan modal Negara yang tertanam dalam Pegadaian, berdasarkan penetapan Menteri Keuangan. Modal Pegadaian terdiri dari Modal Awal yang berasal dari kekayaan bersih PERJAN Pegadaian yang dilikuidasi ditambah dengan Penyertaan Modal Pemerintah (PMP), sehingga komposisinya adalah sebagai berikut:

Tabel 3.1 Struktur Permodalan Pegadaian

Uraian	Jumlah
Modal Awal	Rp. 205.000.000.000
Penyertaan Modal Pemerintah	Rp. 46.252.000.000
Jumlah	Rp. 251.252.000.000

Sumber: Prospektus Pegadaian

3.3 Sumber Pendanaan

Pendanaan Pegadaian berasal dari pinjaman jangka pendek yang berasal dari perbankan, kewajiban jangka panjang yang berasal dari penerbitan Obligasi dan Pemerintah yang berasal dari Surat Utang Pemerintah (SUP).

Pinjaman jangka pendek dari perbankan merupakan utang Pegadaian kepada bank dalam negeri dalam bentuk fasilitas Kredit Modal Kerja (KMK), Kredit Lokal, *time loan revolving* dan *money market loan*. Pinjaman ini mempunyai plafon yang besarnya bervariasi, dengan jangka waktu pinjaman yang paling panjang adalah 12 (dua belas) bulan. Pinjaman ini dijamin secara fidusia berupa Piutang (Pinjaman Yang Diberikan/PYD) kepada nasabah Pegadaian, dengan nilai jaminan 100%-125% dari nilai pinjaman.

Surat Utang Pemerintah (SUP) merupakan pinjaman yang diberikan Pemerintah melalui Departemen Keuangan RI, yang dipergunakan oleh Pegadaian untuk pendanaan Kredit Usaha Kecil dan Mikro (KUKM).

3.4 Visi dan Misi

Berdasarkan Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No. 103 Tahun 2000 Pasal 6 dan 7 tentang Perusahaan Umum (Perum) Pegadaian dinyatakan bahwa sifat usaha Pegadaian adalah menyediakan pelayanan untuk kepentingan umum dan sekaligus memperoleh keuntungan berdasarkan prinsip pengelolaan Pegadaian. Tujuan Pegadaian adalah:

- Turut meningkatkan kesejahteraan masyarakat terutama golongan menengah ke bawah melalui penyediaan dana atas dasar hukum gadai, dan jasa di bidang keuangan lainnya berdasarkan ketentuan peraturan perundang-undangan yang berlaku.
- Menghindarkan masyarakat dari gadai gelap, praktek riba dan pinjaman tidak wajar lainnya.

Berdasarkan laporan tahunan Pegadaian (2011) Visi Pegadaian pada tahun 2010 adalah menjadi perusahaan yang modern, dinamis dan inovatif dengan usaha utama gadai. Sedangkan Misi Pegadaian adalah ikut membantu program pemerintah dalam upaya meningkatkan kesejahteraan masyarakat golongan menengah ke bawah melalui kegiatan utama berupa penyaluran kredit gadai dan melakukan usaha lain yang menguntungkan.

Dalam melaksanakan penyaluran pinjaman kepada masyarakat, kegiatan Pegadaian sampai dengan 30 Juni 2011 telah menjangkau hampir seluruh wilayah Indonesia, yaitu meliputi 1 Kantor Pusat, 12 Kantor Wilayah, 719 Cabang Perum Pegadaian, 151 Cabang Pegadaian Syariah, 3.225 Unit Pelayanan Cabang, dan 422 Unit Pelayanan Cabang Syariah.

Seluruh aset tetap, barang jaminan dan uang kas telah diasuransikan pada PT Asuransi Jasa Indonesia (Persero) sebagai upaya untuk menghindari kemungkinan kerugian yang timbul akibat terjadinya kebakaran dan pencurian. PT Asuransi Jasa Indonesia (Persero) adalah pihak yang terafiliasi dengan Pegadaian sebagaimana didefinisikan dalam Undang-undang Republik Indonesia No. 8 Tahun 1995 tanggal 10 Nopember 1995 tentang Pasar Modal, dalam hal keduanya dimiliki oleh Negara Indonesia.

Selain penyaluran pinjaman atas dasar hukum gadai, Pegadaian menjalankan usaha jasa gadai syariah (*rahn*) sejak tanggal 10 Januari 2003.

3.5 Kegiatan Usaha

Kegiatan usaha pegadaian dibagi menjadi bisnis inti dan bisnis non-inti. Berikut adalah penjelasan singkat mengenai masing-masing produk Pegadaian sebagaimana dijelaskan dalam prospektus Pegadaian (2011)

3.5.1 Pegadaian KCA

Salah satu bisnis inti Pegadaian adalah produk Pegadaian Kredit Gadai/Kredit Cepat Aman (KCA). KCA merupakan pemberian pinjaman kepada masyarakat dalam jangka waktu tertentu atas dasar hukum gadai dengan prosedur pelayanan yang mudah, aman dan cepat. Barang jaminan yang menjadi agunan meliputi perhiasan emas/permata, kendaraan bermotor (mobil/sepeda motor), elektronik, kain dan alat rumah tangga lainnya.

Kredit yang diberikan mulai dari Rp 20.000,00 sampai dengan Rp 200.000.000,00 dengan pengenaan sewa modal maksimum 1,3% per 15 hari dengan jangka waktu kredit maksimum 4 bulan tetapi dapat diperpanjang dengan cara mengangsur ataupun mengulang gadai dan dapat dilunasi sewaktu-waktu dengan perhitungan bunga proporsional selama masa pinjaman.

3.5.2 Pegadaian Rahn

Rahn adalah produk jasa gadai yang memanfaatkan prinsip-prinsip *syariah* dan didukung oleh sistem administrasi modern. Besar kredit yang diberikan sama dengan Gadai Konvensional/KCA, namun berbeda dalam proses penetapan sewa modal. Gadai *Syariah* menerapkan biaya administrasi dibayar dimuka, yaitu saat akad baru/akad perpanjangan serendah-rendahnya Rp 1.000,00 dan setinggi-tingginya Rp 60.000,00 untuk jumlah pinjaman maksimum Rp 200.000.000,00.

Tarif *Ijarah* dikenakan sebesar Rp 80,00 - Rp 90,00 per sepuluh hari masa penyimpanan untuk setiap kelipatan Rp 10.000,00 dari taksiran barang jaminan yang dititipkan/diagunkan.

3.5.3 Pegadaian Kreasi (Kredit Angsuran Fidusia)

Kreasi merupakan salah satu unit usaha non-inti Pegadaian. Produk ini merupakan pemberian pinjaman kepada pengusaha mikro dan kecil (dalam rangka pengembangan usaha) dengan mekanisme penjaminan secara fidusia.

Pengembalian pinjamannya dilakukan melalui angsuran per bulan dalam jangka waktu kredit 12 s.d. 36 bulan. Perolehan kredit dengan cara menyerahkan Buku Pemilik Kendaraan Bermotor (BPKB) sebagai agunan dengan bunga pinjaman 0,9% per bulan, flat. Kredit Kreasi merupakan modifikasi dari produk lama yang sebelumnya dikenal dengan nama Kredit Kelayakan Usaha Pegadaian.

3.5.4 Pegadaian Krasida (Kredit Angsuran Sistem Gadai)

Krasida merupakan salah satu bisnis non-inti Pegadaian. Produk ini berupa pemberian pinjaman kepada para pengusaha mikro dan kecil (dalam rangka pengembangan usaha) atas dasar gadai yang pengembalian pinjamannya dilakukan melalui angsuran. Krasida (Kredit Angsuran Sistem Gadai), merupakan pemberian pinjaman kepada para pengusaha mikro dan kecil (dalam rangka pengembangan usaha) atas dasar gadai.

Pengembalian pinjamannya dilakukan melalui angsuran per bulan dengan jangka waktu kredit 12 s.d 36 bulan, dan pemberian diskon untuk sewa modal dapat diberikan apabila nasabah melakukan pelunasan kredit sekaligus. Bunga ditetapkan sebesar 0,9% per bulan, flat.

3.5.5 Pegadaian Krista (Kredit Usaha Rumah Tangga)

Krista adalah pinjaman dalam jangka waktu maksimum 12 bulan, 24 bulan dan 36 bulan yang diberikan oleh Pegadaian kepada usaha rumah tangga sangat mikro (pedagang kecil, tukang sayur, pedagang kaki lima) yang membutuhkan dana dalam bentuk pinjaman modal kerja.

Untuk saat ini produk Pegadaian Krista dihentikan sementara sampai adanya keputusan lebih lanjut.

3.5.6 Pegadaian Kremada (Perumahan Swadaya)

Kremada adalah kredit yang diberikan kepada Masyarakat Berpenghasilan Rendah (MBR) yang hanya dimanfaatkan untuk perumahan yang mencakup perbaikan rumah, pembangunan rumah dan perbaikan lingkungan perumahan dengan dana berasal dari Pemerintah (Kementerian Negara Perumahan Rakyat). Besarnya pinjaman Rp.5 juta dan Rp.10 juta. Atas kredit ini nasabah dikenakan biaya administrasi 1% dan biaya pengelolaan 8% yang langsung dipotong di muka.

3.5.7 Pegadaian Kresna (Kredit Serba Guna)

Kresna atau Kredit Serba Guna merupakan pemberian pinjaman kepada pegawai/karyawan dalam rangka kegiatan produktif/konsumtif dengan pengembalian secara angsuran.

Besar pinjaman disesuaikan dengan jumlah penghasilan masing-masing pegawai (kemampuan mengangsur) sehingga tidak terlalu memberatkan likuiditas bulanan pegawai, sedangkan jangka waktu kredit maksimum 36 bulan. Tingkat bunga pinjaman adalah 12% per tahun, flat. Biaya Administrasi Kresna sebesar 0,5% dari Pinjaman.

3.5.8 Pegadaian KTJG (Kredit Tunda Jual Gabah)

Kredit Tunda Jual Gabah (KTJG) merupakan kredit yang diberikan kepada petani atas dasar hukum gadai melalui agen-agen yang ditunjuk Pegadaian dengan barang jaminan berupa gabah kering giling. Tujuan pemberian KTJG adalah untuk membantu petani dalam memenuhi kebutuhan dana untuk melakukan pengolahan sawahnya mengingat belum diperolehnya dana dari hasil penjualan produk gabah yang sengaja ditunda penjualannya sambil menunggu kenaikan harga gabah yang cenderung menurun setelah panen.

3.5.9 Pegadaian Investa (Gadai Efek)

Investa merupakan kredit yang diberikan atas dasar hukum gadai dengan menggunakan saham sebagai jaminan. Jenis saham yang dapat dijamin, yaitu

saham dalam kelompok LQ45 yang telah melalui proses Prinsip Mengenal Nasabah (*Know Your Customer /KYC*).

Untuk saat ini penyaluran Kredit Gadai Efek dihentikan sementara sampai dengan adanya keputusan Direksi lebih lanjut.

3.5.10 Pegadaian Jasa Taksiran dan Titipan

Jasa Taksiran adalah pemberian pelayanan kepada masyarakat yang ingin mengetahui seberapa besar nilai sesungguhnya dari barang yang dimiliki seperti emas, berlian, batu permata dan lain-lain.

Jasa Titipan adalah pelayanan kepada masyarakat yang ingin menitipkan barang-barang atau surat berharga yang dimiliki terutama bagi orang-orang yang akan pergi meninggalkan rumah dalam waktu lama, misalnya menunaikan haji, pergi keluar kota atau mahasiswa yang sedang berlibur.

Pendapatan yang diperoleh dari jasa taksiran dan titipan selama 5 (lima) tahun terakhir relatif masih kecil, hal tersebut disebabkan sebagai berikut:

- Masyarakat lebih memilih untuk menggadaikan daripada menitipkan melalui jasa titipan, karena dengan menggadaikan barang yang dimiliki, disamping menitipkan barang, juga akan mendapatkan uang pinjaman sekaligus.
- Masyarakat masih banyak yang kurang peduli terhadap kualitas atau keaslian barang (emas/berlian) yang dimiliki.

3.5.11 Pegadaian Persewaan Gedung

Untuk mengoptimalkan pemanfaatan aset yang kurang produktif, perusahaan membangun gedung untuk disewakan, baik dengan cara pembiayaan sendiri maupun bekerja sama dengan pihak ketiga dengan Sistem Bangun, Kelola dan Alih (*Build, Operate and Transfer/BOT*) dan Kerja Sama Operasi (KSO)

3.5.12 Pegadaian KUCICA (Kiriman Uang Cara Instan Cepat dan Aman)

KUCICA adalah jasa pengiriman uang, bekerjasama dengan *Western Union*, perusahaan yang mempunyai jaringan luas yang berkedudukan di Kanada.

3.5.13 Pegadaian ARRUM (*Ar Rahn* untuk usaha mikro/kecil)

ARRUM adalah produk jasa gadai yang memanfaatkan prinsip syariah dan ditujukan untuk usaha kecil atau mikro. Alasan dibentuknya ARRUM adalah para pengusaha mikro yang menginginkan dasar *syariah*. ARRUM menggunakan jaminan fidusia, maksimum uang pinjaman Rp50 juta dengan masa kredit maksimum 36 bulan.

3.5.14 Pegadaian MULIA (*Murabahah* Logam Mulia untuk Investasi Abadi)

Pembiayaan MULIA adalah pembiayaan emas batangan kepada nasabah dengan pola angsuran untuk jangka waktu tertentu dengan prinsip *syariah*. Emas Batangan yang dibiayai oleh pembiayaan MULIA adalah emas batangan bersertifikat internasional (*LBMA-London Bullion Market Asosiation*) dengan jenis/varian unit 5 gram, unit 10 gram, unit 25 gram, unit 50 gram, unit 100 gram, unit 250 gram, dan unit 1.000 gram.

3.5.15 Jasa Lelang

PT Balai Lelang Artha Gasia ("*Artha Gasia*") yang merupakan Anak Perusahaan Pegadaian, mempunyai kegiatan usaha menyelenggarakan penjualan di muka umum secara lelang (balai pelelangan). Adapun barang-barang yang dilelang meliputi aset bergerak dan tetap.

3.5.16 Pegadaian KAGUM (*Kredit Aneka Guna* Untuk Umum)

Pegadaian KAGUM adalah layanan pemberian pinjaman bagi pegawai/karyawan suatu instansi/lembaga yang berpenghasilan tetap dengan sistem fidusia dan diangsur setiap bulan. Calon nasabah adalah pegawai dari suatu instansi/lembaga (telah memiliki kerjasama dengan Pegadaian) dan memiliki masa kerja minimal 2 (dua) tahun.

3.5.17 Pegadaian 24

Pegadaian 24 merupakan unit layanan berupa Galeri Emas yang menyediakan kebutuhan produk MULIA dan produk lainnya yang terkait dengan perdagangan dan produksi emas. Layanan ini tersedia di Kantor Pusat Perum Pegadaian.

Selain produk-produk yang telah disebutkan, di masa mendatang Pegadaian berencana meluncurkan produk baru yaitu Pegadaian Amanah (*Murabahah* untuk kepemilikan kendaraan bermotor). Produk ini berupa pemberian pinjaman guna kepemilikan kendaraan bermotor kepada para pegawai tetap pada suatu instansi atau perusahaan tertentu atas dasar besarnya penghasilan (gaji) dengan pola perikatan jaminan sistem fidusia atas obyek, surat kuasa pemotongan gaji. Skim pemberian pinjaman ini menerapkan sistem syariah dengan akad *murabahah*

3.6 Pengurusan dan Pengawasan

3.6.1 Dewan Pengawas

Dewan Pengawas bertugas untuk melakukan pengawasan terhadap pengurusan Pegadaian yang dilakukan oleh Direksi serta memberikan nasihat kepada Direksi dalam melaksanakan kegiatan pengurusan perusahaan demi kepentingan Pegadaian khususnya serta pihak yang berkepentingan pada umumnya. Dewan Pengawas dibantu oleh Komite Audit dan Sekretariat Dewan Pengawas dalam melaksanakan tugasnya.

Susunan Dewan Pengawas adalah sebagai berikut:

- Ketua : Cecep Sutiawan
- Anggota : Ketut Sethyon
- Anggota : Djoko Hendratto
- Anggota : Wiranto

3.6.2 Direksi

Direksi bertugas memimpin, mengurus dan mengelola Pegadaian dengan senantiasa berusaha meningkatkan daya guna dan hasil guna. Secara khusus tugas direksi adalah sebagai berikut:

- Menguasai, memelihara, dan mengurus kekayaan Pegadaian.
- Mewakili di dalam dan di luar Pegadaian.
- Melaksanakan kebijakan pengembangan usaha dalam mengurus Perusahaan.
- Melaksanakan kebijakan Pegadaian sesuai dengan pedoman kegiatan operasional yang ditetapkan.
- Menyiapkan Rencana Jangka Panjang dan Rencana Kerja dan Anggaran Perusahaan.
- Mengadakan dan memelihara pembukuan dan administrasi Pegadaian sesuai dengan kelaziman yang berlaku bagi suatu perusahaan.
- Menyiapkan struktur organisasi dan tata kerja Pegadaian lengkap dengan perincian tugasnya.
- Melakukan kerjasama usaha, membentuk Anak Perusahaan, dan melakukan penyertaan modal dalam badan usaha lain dengan persetujuan Menteri.
- Mengangkat dan memberhentikan pegawai Pegadaian sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan yang berlaku.
- Menetapkan gaji, pensiun/jaminan hari tua dan penghasilan lain bagi para pegawai serta mengatur semua hal kepegawaian lainnya, sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku.
- Menyiapkan laporan tahunan dan laporan berkala

Susunan direksi Pegadaian adalah sebagai berikut:

- Direktur Utama : Suwhono
- Direktur Keuangan : Budiyanto
- Direktur Pengembangan Usaha : Wasis Djuhar

- Direktur Operasi : Moch. Edy Prayitno
- Direktur Umum dan SDM : Sumanto Hadi

3.6.3 Sekretaris Perusahaan (*Corporate Secretary*)

Tugas dan tanggung jawab pokok Sekretaris Perusahaan (*Corporate Secretary*) adalah sebagai berikut:

- Mengikuti perkembangan Pasar Modal khususnya peraturan-peraturan yang berlaku di bidang Pasar Modal.
- Memberikan pelayanan kepada masyarakat atas setiap informasi yang dibutuhkan pemodal yang berkaitan dengan kondisi Pegadaian.
- Memberikan masukan kepada Direksi untuk mematuhi ketentuan perundang-undangan yang berlaku di Pasar Modal.
- Sebagai penghubung atau *contact person* antara Pegadaian dengan Bapeam dan LK dan masyarakat.

3.6.4 Komite Audit

Komite Audit bertugas membantu Dewan Pengawas dalam pelaksanaan tugasnya terdiri dari seorang ketua yang dijabat oleh salah seorang anggota Dewan Pengawas dan 2 orang anggota yang berasal dari kalangan di luar Pegadaian yang tidak memiliki kepentingan finansial apapun, Tugas komite audit adalah sebagai berikut:

- Menilai pelaksanaan kegiatan serta hasil audit yang dilakukan oleh Satuan Pengawasan Intern (SPI) Perusahaan maupun auditor eksternal, sehingga dapat mencegah pelaksanaan dan pelaporan yang tidak memenuhi standar.
- Membuat rekomendasi mengenai penyempurnaan sistem pengendalian manajemen perusahaan serta pelaksanaannya.
- Memberikan pertimbangan kepada Dewan Pengawas tentang penyusunan dan penyempurnaan Piagam Komite Audit secara berkala.
- Mengidentifikasi hal-hal yang memerlukan perhatian Dewan Pengawas.

- Melaksanakan tugas lain yang diberikan Dewan Pengawas sepanjang masih dalam lingkup pengawasan.
- Memastikan terdapat prosedur pengkajian yang memuaskan terhadap informasi yang disampaikan kepada pemerintah serta pemegang obligasi.
- Komite Audit dapat meminta SPI atau auditor eksternal untuk melakukan penyelidikan terhadap masalah tertentu atas persetujuan Dewan Pengawas.
- Atas persetujuan Dewan Pengawas dapat melakukan konsultasi dengan Direksi untuk menyarankan bidang-bidang yang perlu diaudit.

Susunan Komite Audit Pegadaian adalah sebagai berikut:

- Ketua : Djoko Hendratto
- Anggota : Syahrir Ika
- Anggota : M. Iskandar

3.6.5 Komite Pemantauan Risiko

Tugas Komite Pemantauan Risiko adalah sebagai berikut:

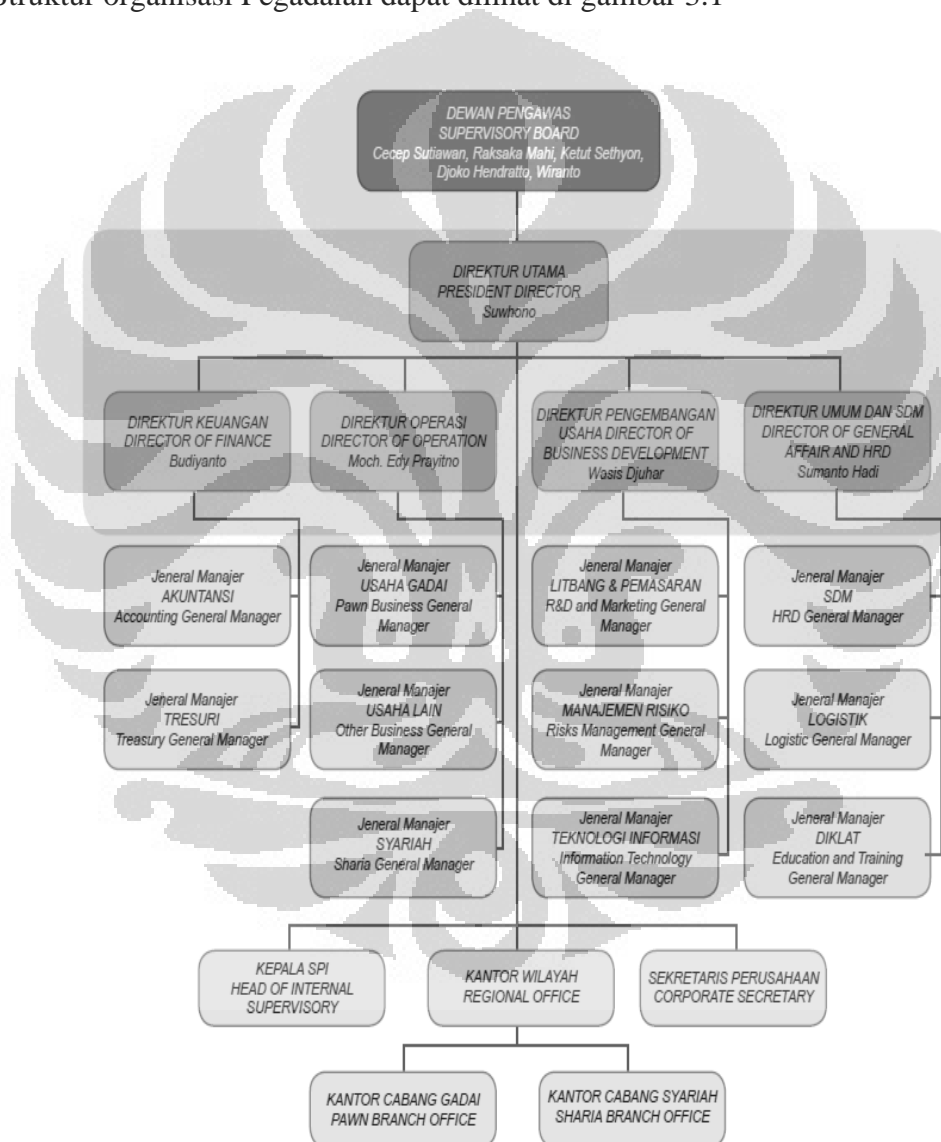
- Melakukan kajian untuk masukan kepada Dewan Pengawas terkait dengan identifikasi risiko yang dihadapi perusahaan sehubungan dengan lingkungan bisnis perusahaan.
- Memberikan masukan kepada Dewan Pengawas sehubungan dengan kebijakan yang harus memperoleh persetujuan Dewan Pengawas yang berpengaruh kepada kinerja perusahaan.
- Mengidentifikasi hal-hal yang memerlukan perhatian Dewan Pengawas.
- Melaksanakan tugas lain yang diberikan oleh Dewan Pengawas sepanjang masih dalam lingkup tugas dan kewajiban Dewan Pengawas berdasarkan ketentuan peraturan perundang-undangan.

Susunan Komite Pemantauan Risiko Pegadaian adalah sebagai berikut:

- Ketua : Ketut Sethyon
- Anggota : Suhadi Hadiwijoyo
- Anggota : Mohamad Nur Sodik

3.7 Struktur Organisasi

Struktur organisasi Pegadaian dapat dilihat di gambar 3.1



Gambar 3.1 Struktur Organisasi Pegadaian

Sumber: Laporan Tahunan Pegadaian 2010

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Makroekonomi

4.1.1 Kondisi Ekonomi Global

Menurut Lin (2011) Kondisi ekonomi global di triwulan IV tahun 2011 diwarnai oleh ketidakpastian. Ketidakpastian ini berasal dari krisis utang yang melanda Eropa, Amerika Serikat serta Jepang.

Krisis utang Amerika Serikat dimulai dari dinaikkannya pagu utang Amerika Serikat oleh pemerintah Barrack Obama. Untuk pertama kalinya sejak Perang Dunia II utang Amerika mencapai lebih dari 100% dari PDB. Hal ini menyebabkan lembaga pemeringkat Standard & Poor's menurunkan peringkat obligasi pemerintah Amerika Serikat. Diturunkannya peringkat obligasi Amerika Serikat menyebabkan pelaku keuangan di seluruh dunia harus melakukan kalkulasi ulang terhadap risiko yang dihadapi karena obligasi pemerintah Amerika Serikat selalu dianggap sebagai investasi yang paling bebas risiko.

Yunani telah mengalami krisis utang sejak awal tahun 2010. Lembaga-lembaga pemeringkat telah mengkategorikan obligasi pemerintah Yunani sebagai *junk bond*. Krisis ini masih berlanjut hingga sekarang karena usaha-usaha yang dilakukan oleh negara-negara Eropa untuk menyelamatkan Yunani masih belum memberikan hasil.

Sementara itu utang pemerintah Jepang saat ini merupakan yang tertinggi di dunia jika dihitung sebagai persentase dari PDB dengan persentase sebesar 234,1%. Besarnya persentase utang ini disebabkan oleh kebijakan defisit yang dilakukan oleh pemerintah Jepang untuk menstimulus perekonomian. Hal ini diperparah dengan tsunami yang melanda Jepang pada bulan Maret 2011. Bencana ini juga mengakibatkan kerusakan pada salah satu pembangkit listrik tenaga nuklir di Fukushima.

Rasio utang dan peringkat Amerika Serikat, Jepang dan negara-negara Eropa dapat dilihat dalam tabel 4.1.

Tabel 4.1 Rasio Utang dan Peringkat Utang Amerika Serikat, Uni Eropa dan Jepang

Negara	*Rasio Utang	Peringkat S&P	Peringkat Fitch	Peringkat Moody's
Amerika Serikat	101%	AA+	AAA	Aaa
Austria	72,3%	AAA	AAA	Aaa
Belanda	69,4%	AAA	AAA	Aaa
Belgia	96,8%	AA+	AA+	Aa1
Cekoslovakia	35,3%	AA-	A+	A1
Denmark	46,73%	AAA	AAA	Aaa
Inggris	81,3%	AAA	AAA	Aaa
Irlandia	101,6%	BBB+	BBB+	Ba1
Italia	119,7%	A	A+	A1
Jerman	76,5%	AAA	AAA	Aaa
Finlandia	52,1%	AAA	AAA	Aaa
Perancis	87,5%	AAA	AAA	Aaa
Portugis	87,0%	BBB-	BBB-	Ba2
Spanyol	70,2%	AA-	AA-	A1
Yunani	139,3%	CC	CCC	Ca
Jepang	234,1%	AA-	AA	Aa3

* Estimasi IMF 2011

Sumber: Majalah Tempo Nopember 2011, www.fitchratings.com, www.imf.org
www.standardandpoors.com, www.moodys.com

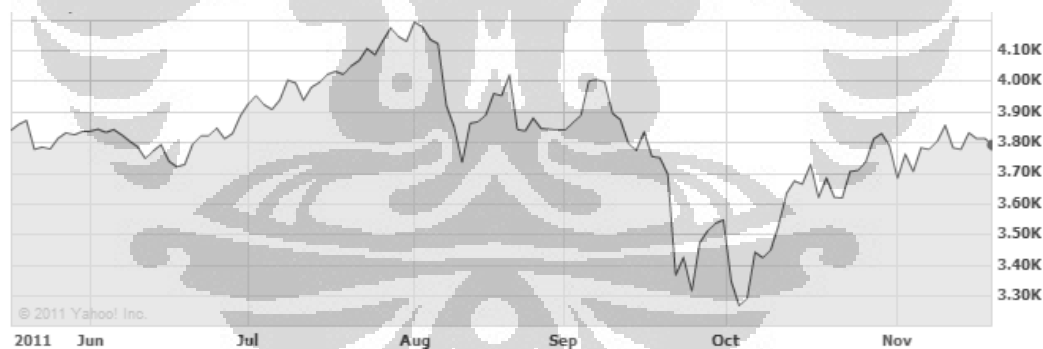
Efek dari krisis keuangan global ini menjalar hingga ke seluruh dunia, tidak terkecuali Indonesia. Estimasi IMF menunjukkan pertumbuhan ekonomi dunia akan mengalami perlambatan seperti dapat dilihat dalam tabel 4.2.

Tabel 4.2 Proyeksi PDB Dunia

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PDB Dunia	-0,66%	5,11%	3,95%	3,99%	4,67%	4,69%	4,79%	4,85%
Negara Maju	-3,71%	3,70%	1,61%	1,92%	2,38%	2,62%	2,71%	2,69%
Amerika Serikat	-3,49%	3,03%	1,53%	1,78%	2,54%	3,07%	3,42%	3,39%
Uni Eropa	-4,25%	1,78%	1,62%	1,09%	1,53%	1,69%	1,71%	1,72%
Jepang	-6,28%	3,96%	-0,46%	2,30%	2,04%	1,99%	1,47%	1,35%
Negara Berkembang Asia	7,17%	9,46%	8,22%	7,99%	8,44%	8,50%	8,55%	8,57%
Cina	9,22%	10,33%	9,47%	9,04%	9,49%	9,45%	9,48%	9,49%
India	6,77%	10,09%	7,84%	7,53%	8,10%	8,15%	8,13%	8,14%
Indonesia	4,57%	6,10%	6,4%	6,30%	6,70%	7,00%	7,00%	7,00%

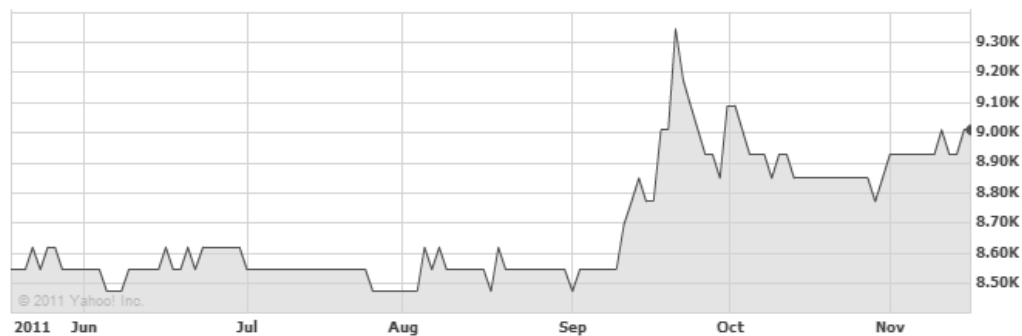
Sumber: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Nopember 2011

Efek yang paling terasa bagi Indonesia adalah jatuhnya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) seperti dapat dilihat dalam gambar 4.1. IHSG yang sempat mencapai level 4.193,4 pada tanggal 1 Agustus 2011 turun sebanyak 22% ke 3.296,5 pada tanggal 4 Oktober 2011.

**Gambar 4.1 Indeks Harga Saham Gabungan Bursa Efek Indonesia**

Sumber: finance.yahoo.com

Aspek lain yang terpengaruh secara signifikan adalah nilai tukar rupiah. Nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika Serikat melonjak hingga melampaui Rp 9300,00/US\$ setelah sebelumnya stabil di rentang Rp 8.600,00-Rp 8.500,00/US\$. Nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika Serikat dapat dilihat pada gambar 4.2.



Gambar 4.2 Nilai Tukar Rupiah Terhadap Dolar Amerika Serikat

Sumber: finance.yahoo.com

Walaupun efek krisis ekonomi global ini sangat terasa di pasar modal namun secara fundamental perekonomian Indonesia sendiri dalam kondisi yang baik. PDB Indonesia sebagian besar didorong oleh konsumsi. Hal ini menyebabkan krisis ekonomi global tidak terlalu berpengaruh terhadap kondisi ekonomi Indonesia secara keseluruhan. Namun krisis ekonomi global ini tetap harus diwaspadai karena melambatnya perekonomian dunia dapat memberikan tekanan terhadap ekspor dan harga komoditas Indonesia.

4.1.2 Produk Domestik Bruto

Data BPS menunjukkan hingga triwulan ketiga tahun 2011 PDB Indonesia mencapai Rp 1.923 triliun. PDB tersebut sebagian besar ditopang oleh konsumsi rumah tangga sebesar 54,2% dan pembentukan modal tetap bruto sebesar 31,8%. Penggunaan PDB Indonesia dapat dilihat pada tabel 4.3.

Tabel 4.3 PDB Indonesia Menurut Penggunaan

Dalam triliunan Rupiah

Jenis Penggunaan	Harga Berlaku		Harga Konstan		Distribusi	
	Triw-II 2011	Triw-III 2011	Triw-II 2011	Triw-III 2011	Triw-II 2011	Triw-III 2011
Konsumsi Rumah Tangga	983,7	1042,2	339,0	346,7	54,2%	54,2%
Konsumsi Pemerintah	149,3	176,0	45,7	50,5	8,2%	9,1%
Pembentukan Modal Tetap Bruto	572,9	612,5	146,0	153,7	31,6%	31,8%
Perubahan Inventori	24,6	19,6	9,3	7,3	1,6%	1,0%
Diskrepansi Statistik	45,2	43,8	5,5	-3,0	2,2%	2,3%
Ekspor Barang dan Jasa	495,0	509,0	300,0	315,8	27,3%	26,5%
Dikurangi Impor Barang dan Jasa	459,5	479,5	234,4	238,5	25,1%	24,9%
PDB	1811,1	1923,6	611,1	632,5	100%	100%

Sumber: Badan Pusat Statistik, Laporan Bulanan Data Sosial Ekonomi Edisi 18, Nopember 2011

Menurut Estimasi Bank Indonesia pertumbuhan PDB Indonesia akan mencapai 6,6% di tahun 2011 dan dalam kisaran 6,2% hingga 6,7% pada tahun 2012. Pertumbuhan sebesar 6,6% pada tahun 2011 akan ditopang oleh pertumbuhan konsumsi rumah tangga yang meningkat dari 4,6% di tahun 2010 menjadi 4,8% di tahun 2011 serta pertumbuhan konsumsi pemerintah yang naik pesat dari 0,3% di tahun 2010 menjadi 13,9% di tahun 2011. Proyeksi PDB Bank Indonesia dapat dilihat dalam tabel 4.4.

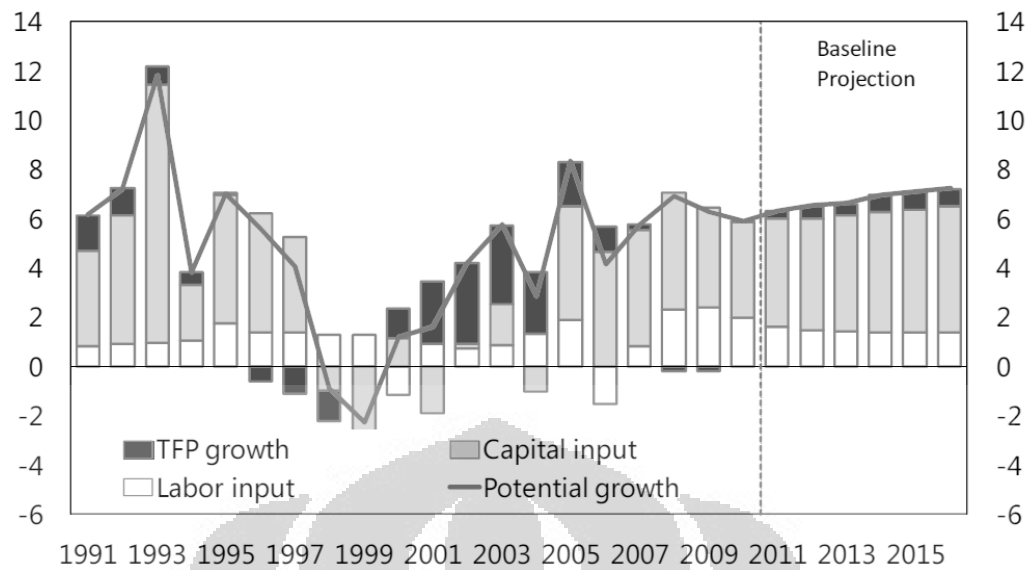
Tabel 4.4 Proyeksi Pertumbuhan Ekonomi Sisi Permintaan Menurut Bank Indonesia

Indikator	2010	2011				2011*	2012*
		I	II	III*	IV*		
Konsumsi							
Rumah Tangga	4,6%	4,5%	4,6%	4,8%	5,2%	4,8%	4,6-5,1%
Konsumsi Pemerintah	0,3%	2,8%	4,5%	21,5%	20,2%	13,9%	3,8-4,3%
Pembentukan Modal Tetap Bruto	8,5%	7,3%	9,2%	10,2%	10,6%	9,4%	10,9-11,4%
Ekspor Barang dan Jasa	14,9%	12,4%	17,4%	15,5%	12,3%	14,3%	10,8-11,3%
Impor Barang dan Jasa	17,3%	15,6%	16,0%	20,6%	19,5%	18,0%	11,9-12,4%
PDB	6,1%	6,5%	6,5%	6,6%	6,7%	6,6%	6,2-6,7%

* Proyeksi Bank Indonesia

Sumber: Bank Indonesia, Tinjauan Kebijakan Moneter, Nopember 2011

Laporan IMF menyatakan bahwa pada tahun 2016 Indonesia berpotensi untuk mencapai pertumbuhan ekonomi sebesar 8,2%. Perekonomian Indonesia dianggap cukup kebal menghadapi krisis ekonomi global dan memiliki fundamental makroekonomi yang kuat. Namun Indonesia masih menghadapi tantangan dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi terutama karena kurangnya infrastruktur. Berikut merupakan grafik potensi pertumbuhan ekonomi Indonesia oleh IMF:



Gambar 4.3 Grafik Potensi Pertumbuhan Ekonomi Indonesia oleh IMF

Sumber: *International Monetary Fund, IMF Country Report no 11/309, Oktober 2011*

IMF membuat tiga skenario dalam mengestimasi pertumbuhan ekonomi Indonesia hingga tahun 2016. Pertumbuhan ekonomi sebesar 7,2% merupakan skenario dasar. Jika pemerintah melakukan reformasi secara intensif maka pertumbuhan ekonomi Indonesia dapat mencapai 8,2%. Namun jika reformasi yang dilakukan kurang maka pertumbuhan ekonomi yang akan dicapai hanya sebesar 6%. Berikut skenario pertumbuhan ekonomi Indonesia oleh IMF:

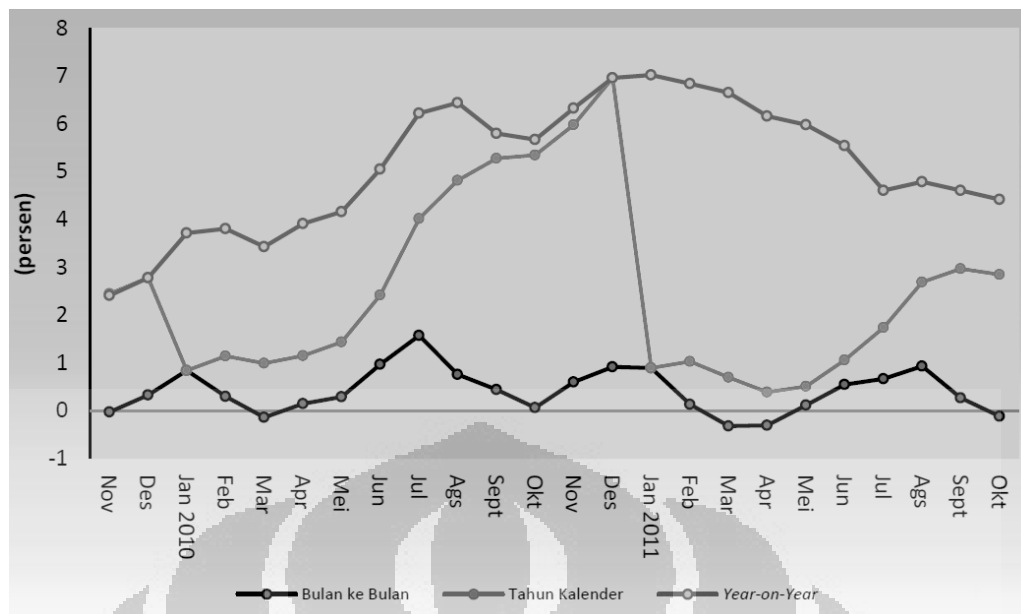
Tabel 4.5 Kontribusi Terhadap Potensi Pertumbuhan 2016 Dalam Tiga Skenario

	<i>Delayed Reform</i>	<i>Baseline</i>	<i>Intensive Reform</i>
<i>Potential Growth</i>	6,0%	7,2%	8,2%
<i>Capital Services</i>	4,4%	5,2%	5,5%
<i>Stock Of Capital</i>	4,1%	4,8%	5,2%
<i>Capital Utilization</i>	0,3%	0,3%	0,3%
<i>Labor Service</i>	1,3%	1,4%	1,5%
<i>1-NAIRU</i>	0,2%	0,2%	0,3%
<i>Labor force participation rate</i>	0,3%	0,3%	0,4%
<i>Average hour worked</i>	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Working age population</i>	0,8%	0,8%	0,8%
<i>Total factor productivity</i>	0,2%	0,7%	1,1%

Sumber: *International Monetary Fund, IMF Country Report no 11/309*, Oktober 2011, *BPS, Haver analytics, database WEO*

4.1.3 Tingkat Inflasi dan Suku Bunga

Pada bulan Oktober 2011 terjadi deflasi sebesar 0,12%. Dari 66 kota tercatat 34 kota mengalami deflasi dan 32 mengalami inflasi. Inflasi tahun berjalan 2011 sebesar 2,85% sementara laju inflasi dari bulan Oktober 2010 hingga Oktober 2011 sebesar 4,42 % Berikut merupakan grafik laju inflasi bulan ke bulan, tahun berjalan dan tahun ke tahun 66 kota di Indonesia:



Gambar 4.4 Laju Inflasi Bulan ke Bulan, Tahun Berjalan dan Tahun Ke Tahun Gabungan 66 Kota 2009-2011

Sumber: Badan Pusat Statistik, Laporan Bulanan Data Sosial Ekonomi Edisi 18, Nopember 2011

Bank Indonesia (2011) menilai deflasi tersebut diakibatkan oleh turunnya harga komoditas global khususnya emas. Tekanan inflasi diperkirakan akan turun di tahun mendatang sehingga menurut Bank Indonesia (2011) Rapat Dewan Gubernur Bank Indonesia memutuskan untuk menurunkan BI *Rate* sebesar 50 bps menjadi 6%. Penurunan tersebut dimaksudkan untuk mencapai sasaran inflasi sebesar $5\% \pm 1\%$ di tahun 2011 dan $4,5\% \pm 1\%$ di tahun 2012.

4.2 Analisis Industri

Industri pembiayaan *multifinance* saat ini masih didominasi oleh perusahaan kecil yang memiliki aset di bawah Rp 500 miliar. Menurut Oktarinda (2011) Asosiasi Perusahaan Pembiayaan Indonesia (APPI) menyatakan dari 192 perusahaan *multifinance* di dalam negeri, 129 di antaranya merupakan perusahaan yang memiliki aset di bawah Rp 500 miliar. Hanya 9 perusahaan yang memiliki aset lebih dari Rp 5 triliun.

Menurut APPI Pembiayaan konsumen masih merupakan porsi terbesar dari pembiayaan yang disalurkan perusahaan *multifinance*. Termasuk dalam

pembiayaan konsumen adalah pembiayaan otomotif dan elektronik. Realisasi pembiayaan konsumen mencapai Rp 159,63 triliun atau 70,29% dari keseluruhan pembiayaan per akhir triwulan III 2011. Sementara itu penyaluran pembiayaan untuk sewa guna usaha mencapai Rp 62,43 triliun atau 27,49% dari total. Pembiayaan anjak piutang disalurkan sebesar Rp 3,05 triliun atau 1,34% dan kartu kredit Rp 2 triliun atau 0,88% . Dari jumlah tersebut 97,81% merupakan kredit lancar, 1,31% merupakan kredit macet dan sisanya 0,88% merupakan kredit yang diragukan. Dapat disimpulkan industri relatif dapat menekan risiko *non performing loan*.

APPI memproyeksikan pada tahun 2012 industri pembiayaan memiliki potensi untuk mencapai pertumbuhan sebesar 20%. Masih terdapat berbagai peluang untuk meningkatkan pertumbuhan di tahun 2012, di antaranya ketahanan ekonomi Indonesia terhadap krisis, pertumbuhan jumlah penduduk usia produktif yang menjadi sasaran utama industri.

Analisis *Porter's Five Forces Analysis* terhadap kondisi industri dan imbasnya terhadap Pegadaian adalah sebagai berikut:

- Ancaman Masuknya Pesaing Baru

Di industri ini ancaman masuknya pesaing baru menengah karena untuk masuk ke industri pembiayaan butuh modal yang tidak sedikit walaupun banyak bank-bank yang masuk ke industri pembiayaan dengan mengakuisisi perusahaan pembiayaan yang telah ada. Dengan cara ini bank-bank tersebut dapat memanfaatkan modal, *brand image* dan infrastruktur yang telah dimiliki sebagai keunggulan berkompetisi. Namun bagi Pegadaian sendiri ancaman ini kecil karena Pegadaian dapat dibidang memonopoli bisnis gadai konvensional. Ancaman baru datang dari bank-bank *syariah* yang mulai memasuki bisnis gadai emas

- Ancaman Produk Substitusi

Ancaman produk substitusi termasuk tinggi karena dalam memperoleh kredit, pelanggan tidak hanya dapat memanfaatkan jasa perusahaan pembiayaan namun beberapa bank seperti BRI yang juga menawarkan

fasilitas kredit mikro. Selain itu kebutuhan kredit mikro juga dapat dipenuhi oleh Bank Perkreditan Rakyat. Masing-masing produk substitusi menawarkan fasilitas dan suku bunga yang beragam.

- **Kekuatan Tawar Konsumen**

Kekuatan tawar konsumen di industri ini juga cukup tinggi. Konsumen di industri ini adalah masyarakat yang membutuhkan dana untuk memenuhi kebutuhannya. Karena banyaknya pilihan untuk memenuhi kebutuhan dana konsumen dapat memilih dengan bebas produk yang paling sesuai dengan kebutuhannya, baik dari segi fasilitas maupun suku bunga yang ditawarkan.

- **Kekuatan Tawar Pemasok**

Pemasok utama di industri ini adalah bank yang memasok perusahaan pembiayaan dengan dana yang dibutuhkan. Kebanyakan perusahaan pembiayaan umumnya telah berafiliasi atau memiliki kontrak dengan bank tertentu sebagai pemasok dana. Hubungan dengan bank ini biasanya tidak bisa diubah dengan mudah sehingga posisi tawar pemasok termasuk menengah tinggi.

- **Intensitas Kompetisi**

Intensitas kompetisi di industri pembiayaan termasuk menengah. Ada 197 perusahaan pembiayaan di Indonesia dan masing-masing perusahaan sudah memiliki segmen pasarnya sendiri, baik secara demografi konsumen, produk yang dijadikan obyek pembiayaan maupun lokasi geografis.

4.3 Analisis Perusahaan

Pegadaian adalah suatu lembaga perkreditan tertua bercorak gadai yang berdiri sejak jaman penjajahan Belanda dan telah dikenal masyarakat sejak lama, khususnya masyarakat golongan berpenghasilan menengah dan bawah. Pegadaian mempunyai tugas memberikan pelayanan jasa kredit berupa pinjaman uang dengan jaminan bergerak.

Berdasarkan Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No.10 tahun 1990 tanggal 10 April 1990 tentang Pengalihan Bentuk Perusahaan Jawatan (Perjan) Pegadaian menjadi Perusahaan Umum (Perum) Pegadaian dan PP No.103 Tahun 2000 tanggal 10 Nopember 2000 tentang Perusahaan Umum (Perum) Pegadaian, tujuan Pegadaian adalah sebagai berikut:

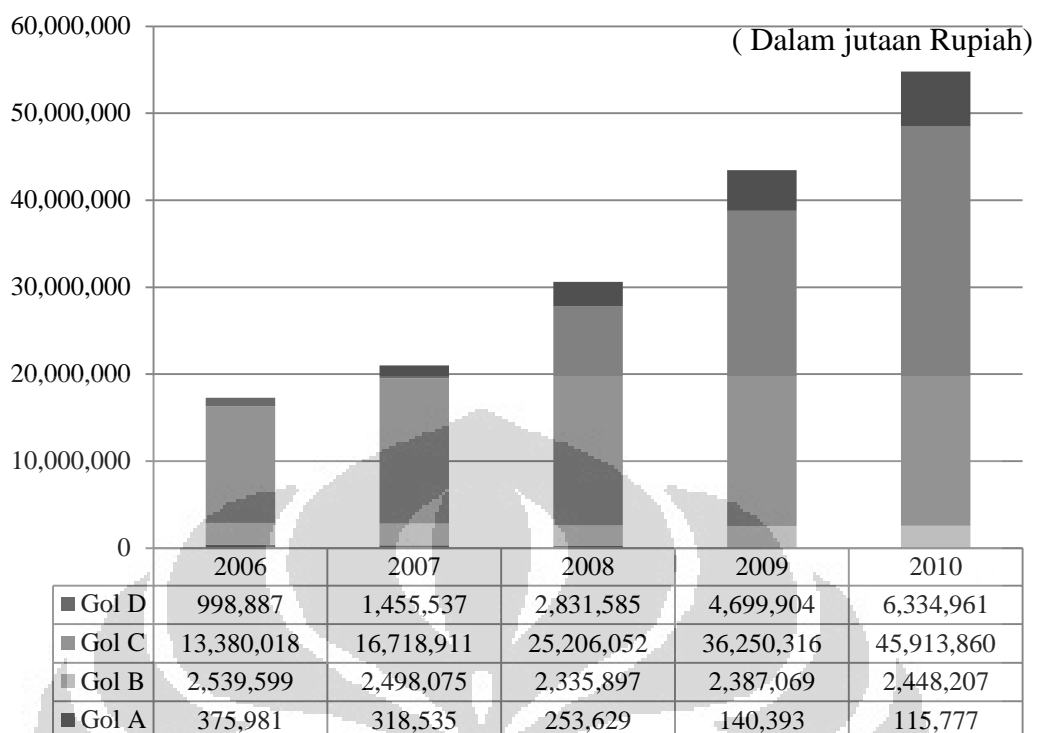
- Turut meningkatkan kesejahteraan masyarakat terutama golongan menengah ke bawah melalui penyediaan dana atas dasar hukum gadai, dan jasa di bidang keuangan lainnya berdasarkan ketentuan peraturan perundang-undangan yang berlaku.
- Menghindarkan masyarakat dari gadai gelap, praktek riba dan pinjaman tidak wajar lainnya.

4.3.1 Kegiatan Usaha

4.3.1.1 Pegadaian KCA

Selama lima tahun terakhir jumlah uang pinjaman yang disalurkan kepada masyarakat melalui KCA meningkat dari Rp. 17.294.485 juta di tahun 2006 menjadi Rp. 54.812.805 juta di tahun 2010 atau meningkat rata-rata 33,83%.

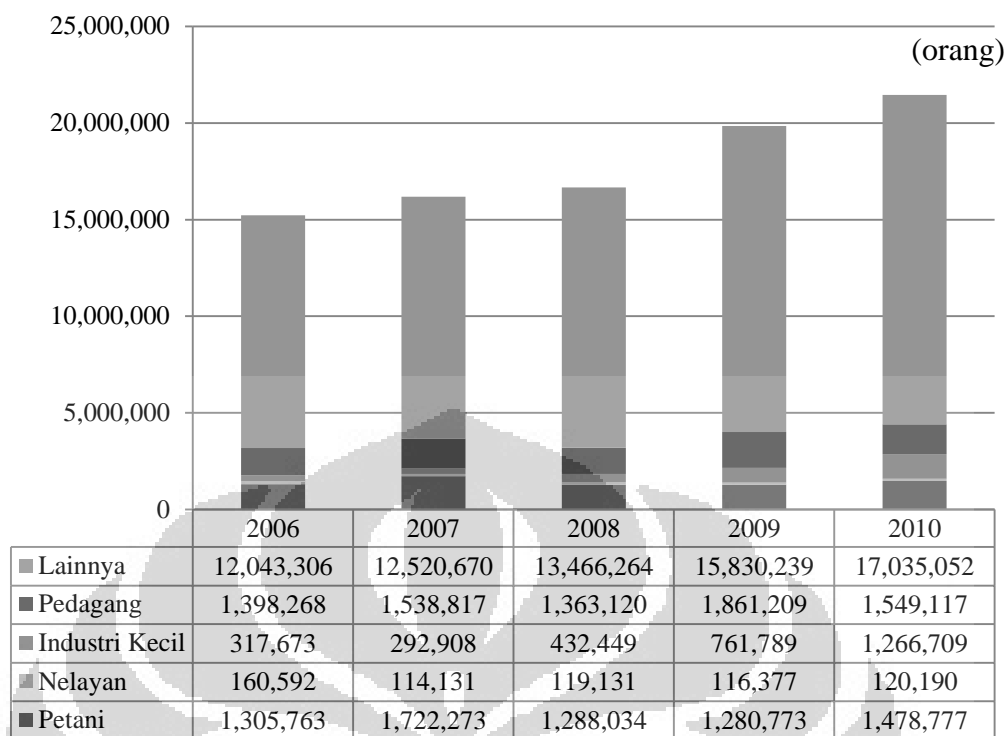
Menurut Pegadaian peningkatan yang cukup tajam ini disebabkan semakin banyaknya masyarakat yang memanfaatkan jasa Pegadaian seiring dengan pembenahan internal perusahaan yang dilaksanakan secara terus menerus dalam rangka peningkatan pelayanan. Jumlah pinjaman yang disalurkan dapat dilihat di gambar 4.5.



Gambar 4.5 Perkembangan Jumlah Pinjaman Yang Diberikan KCA 2006-2010

Sumber: Laporan Tahunan Pegadaian 2010

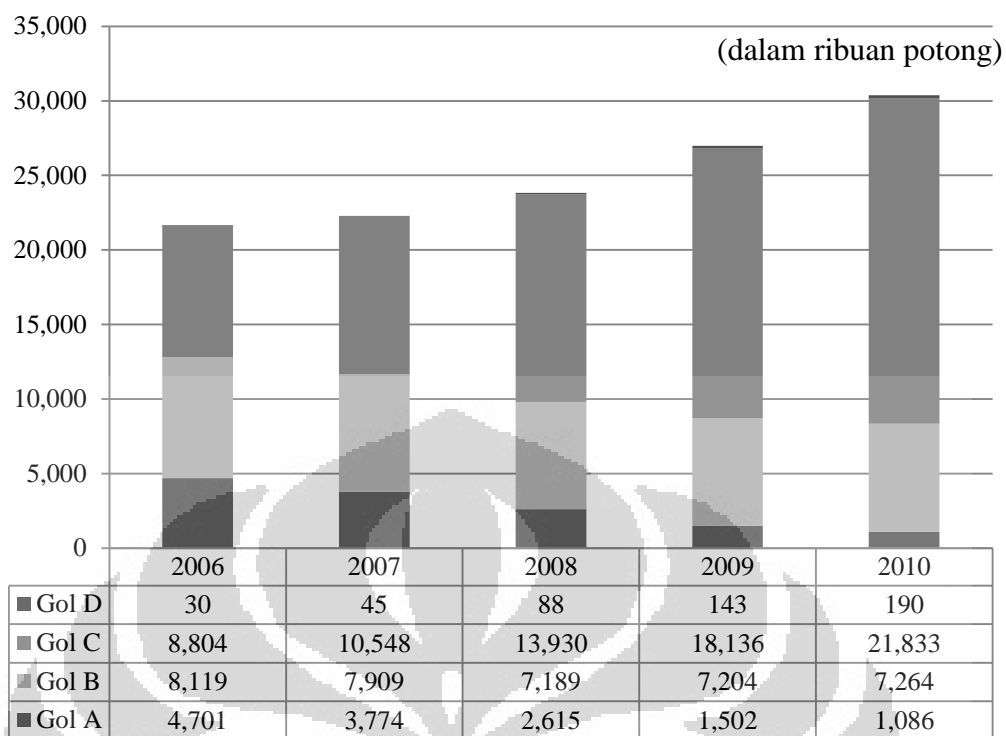
Jumlah nasabah yang dapat diraih juga mengalami peningkatan yaitu dari 15.225.602 nasabah di tahun 2006 menjadi 21.453.845 nasabah di tahun 2010 atau meningkat rata-rata 9,13 %. Data selengkapnya dapat dilihat di gambar 4.6.



Gambar 4.6 Perkembangan Jumlah Nasabah KCA 2006-2010

Sumber: Laporan Tahunan Pegadaian 2010

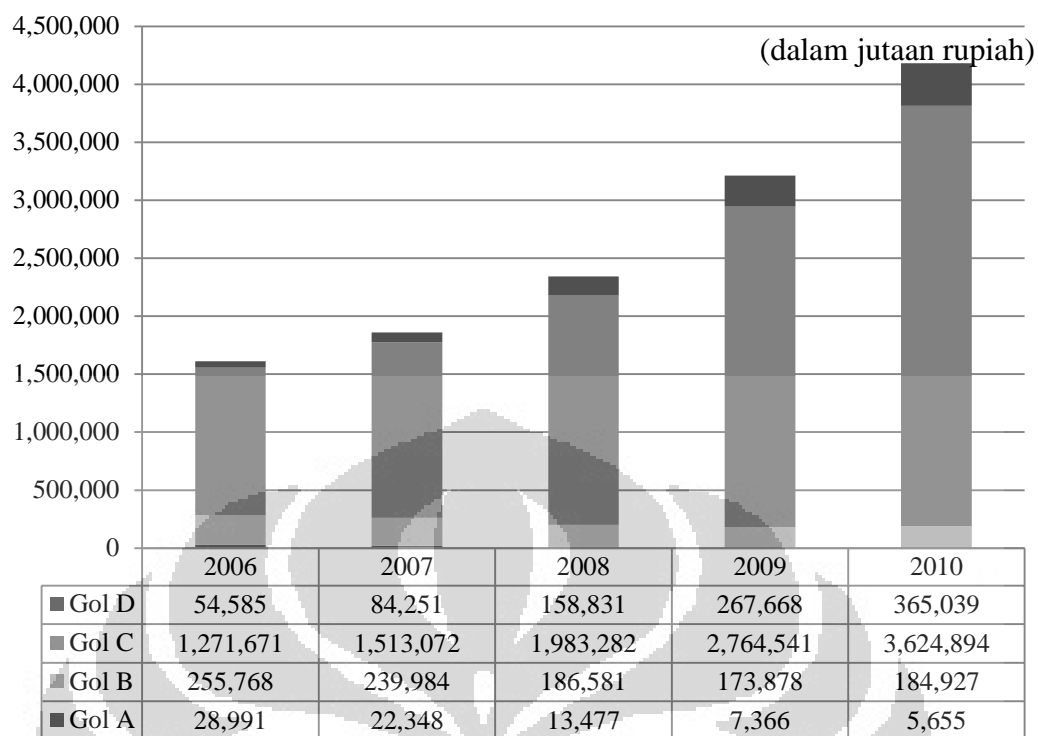
Secara kumulatif barang jaminan yang diterima sejak tahun 2006 sampai tahun 2010 rata-rata meningkat relatif kecil, yaitu sebesar 8,91 %. Menurut Pegadaian hal ini disebabkan adanya peningkatan kualitas barang jaminan yang diterima dan didorong oleh kebutuhan dana yang terus meningkat sesuai kenaikan harga serta budaya nasabah/masyarakat yang menginginkan kepraktisan untuk membawa barang jaminan berkualitas dan adanya produk (Kreasi) yang barang jaminan tidak diserahkan (dengan sistem fidusia). Perkembangan selengkapnya dapat dilihat di gambar 4.7.



Gambar 4.7 Perkembangan Jumlah Barang Jaminan KCA 2006-2010

Sumber: Laporan Tahunan Pegadaian 2010

Refleksi dari peningkatan perkembangan penyaluran pinjaman, jumlah nasabah, dan barang jaminan menghasilkan pendapatan usaha sewa modal yang jumlahnya meningkat rata-rata 27,17 % setiap tahun yaitu dari Rp.1.611.015 juta di tahun 2006 menjadi Rp. 4.180.515 juta di tahun 2010. Selengkapnya dapat dilihat di gambar 4.8.

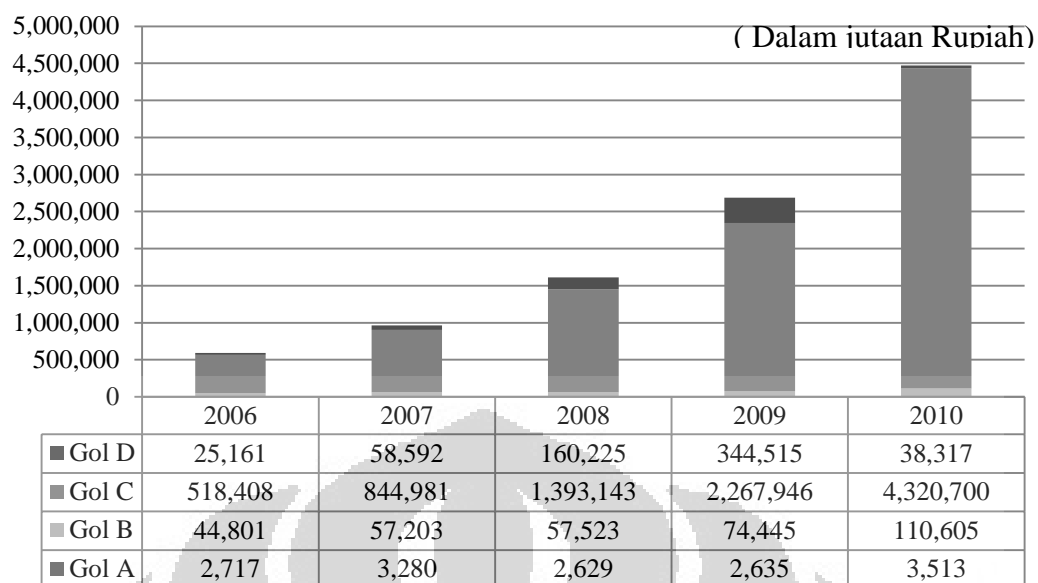


Gambar 4.8 Perkembangan Pendapatan Usaha KCA 2006-2010

Sumber: Laporan Tahunan Pegadaian 2010

4.3.1.2 Pegadaian *Rahn* (Gadai Syariah)

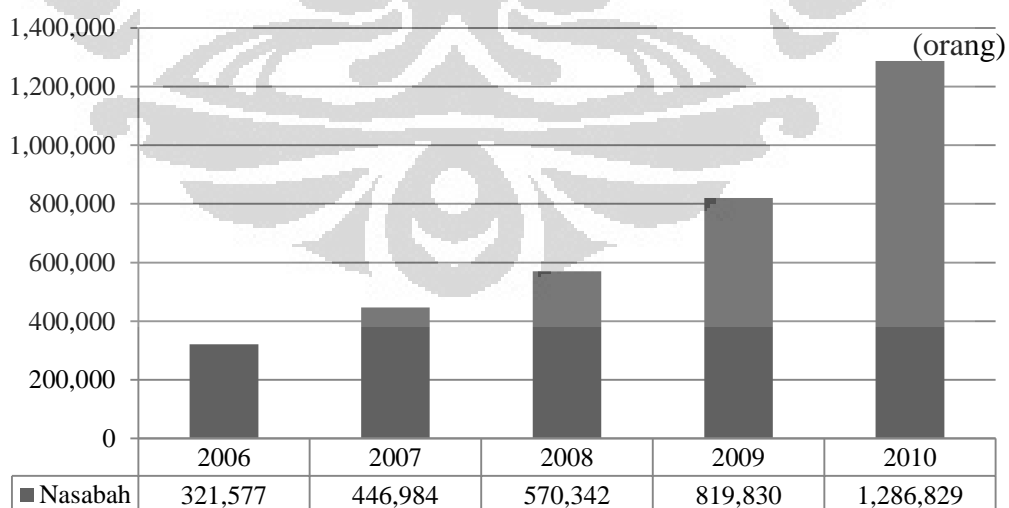
Perkembangan jumlah pinjaman yang disalurkan melalui *Rahn* dapat dilihat di gambar 4.9.



Gambar 4.9 Perkembangan Jumlah Pinjaman Yang Diberikan RAHN 2006-2010

Sumber: Laporan Tahunan Pegadaian 2010

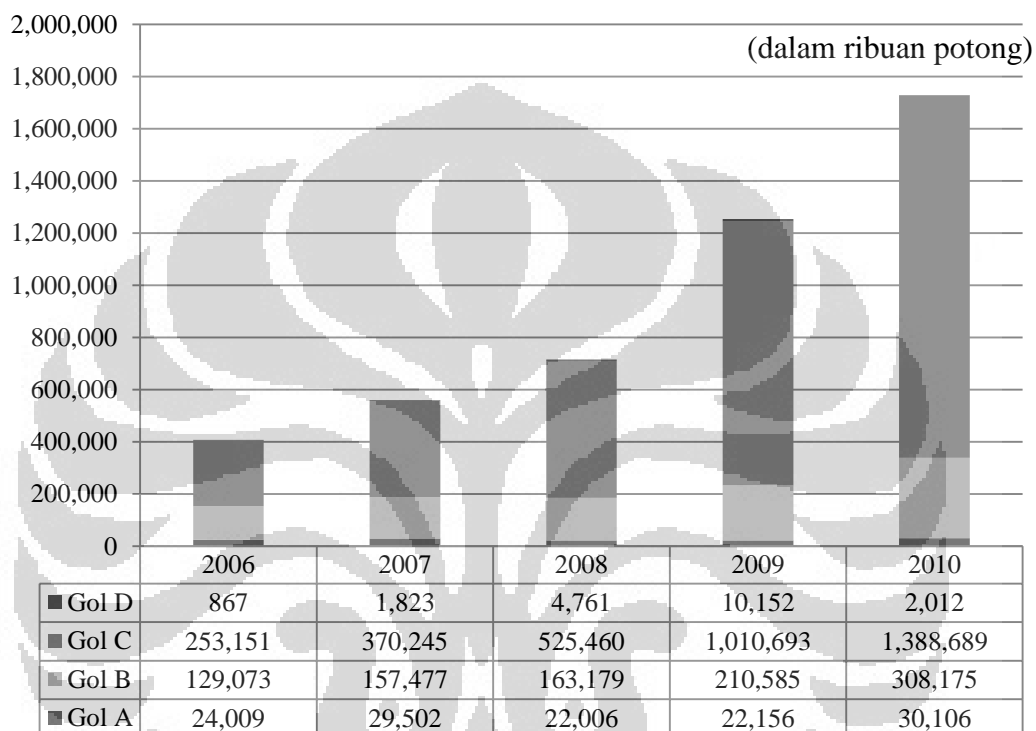
Jumlah nasabah yang dapat diraih juga mengalami peningkatan yaitu dari 321.577 nasabah tahun 2006 menjadi 1.286.829 nasabah tahun 2010 atau meningkat rata-rata 41,83%. Selengkapnya dapat dilihat pada gambar 4.10.



Gambar 4.10 Perkembangan Jumlah Nasabah RAHN 2006-2010

Sumber: Laporan Tahunan Pegadaian 2010

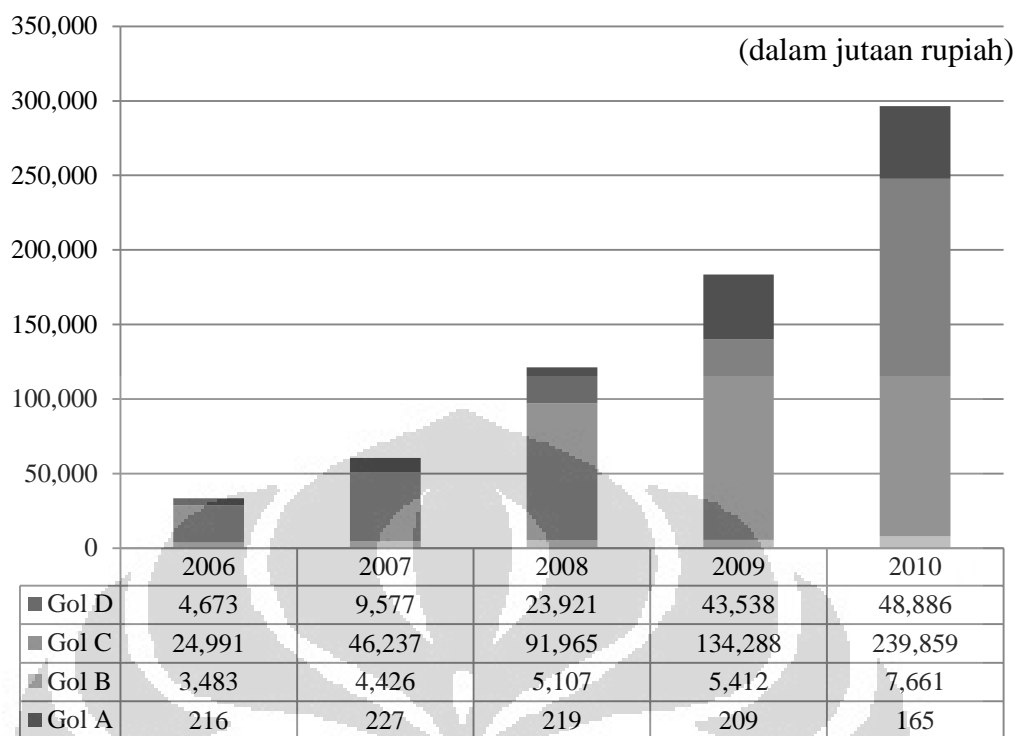
Secara kumulatif barang jaminan yang diterima sejak tahun 2006 sampai tahun 2010 rata-rata meningkat cukup besar, yaitu sebesar 44,61%. Menurut Pegadaian hal ini didorong oleh kebutuhan dana yang terus meningkat serta semakin banyaknya masyarakat yang ingin menjalankan kegiatan ekonomi yang berbasis *syariah*. Perkembangan selengkapnya dapat dilihat di gambar 4.11.



Gambar 4.11 Perkembangan Jumlah Barang Jaminan RAHN 2006-2010

Sumber: Laporan Tahunan Pegadaian 2010

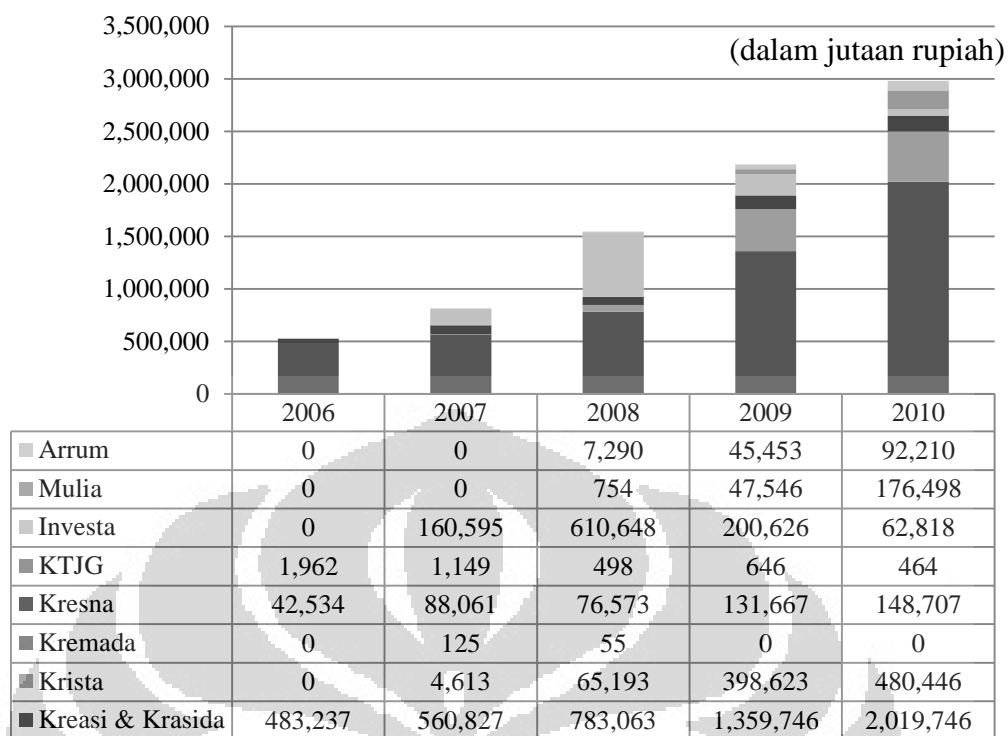
Refleksi dari peningkatan perkembangan penyaluran pinjaman, jumlah nasabah, barang jaminan menghasilkan pendapatan usaha sewa modal yang jumlahnya meningkat rata-rata 73,68 % setiap tahun yaitu dari Rp. 33.363 juta tahun 2006 menjadi Rp. 296.571 juta tahun 2010. Data selengkapnya dapat dilihat di gambar 4.12.



Gambar 4.12 Perkembangan Pendapatan Usaha RAHN 2006-2010

Sumber: Laporan Tahunan Pegadaian 2010

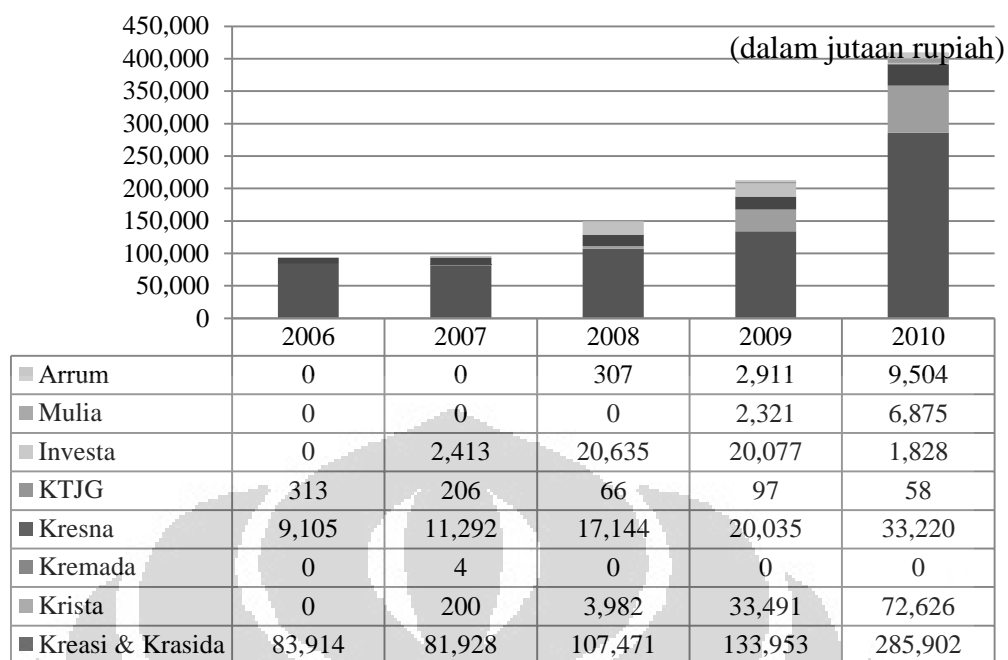
.Perkembangan jumlah pinjaman yang diberikan bisnis non-inti secara keseluruhan dapat dilihat di gambar 4.13.



Gambar 4.13 Perkembangan Jumlah Pinjaman Yang Diberikan Bisnis Non-Inti 2006-2010

Sumber: Laporan Tahunan Pegadaian 2010

Refleksi dari peningkatan perkembangan penyaluran pinjaman menghasilkan pendapatan usaha sewa modal yang jumlahnya meningkat rata-rata 48,39% setiap tahun yaitu dari Rp. 93.332 juta tahun 2006 menjadi Rp.410.013 juta tahun 2010. Data selengkapnya dapat dilihat di gambar 4.14.



Gambar 4.14 Perkembangan Pendapatan Usaha Bisnis Non-Inti 2006-2010

Sumber: Laporan Tahunan Pegadaian 2010

4.3.2 Pemasaran

Persaingan Usaha saat ini semakin ketat termasuk usaha gadai, sehingga komunikasi pemasaran menjadi sangat penting. Komunikasi pemasaran baik dari saluran maupun pesan yang disampaikan harus intensif dan menarik. Biaya untuk upaya pemasaran ini tidak murah.

Menghadapi situasi ini Pegadaian perlu melakukan integrasi komunikasi pemasaran yang melibatkan setiap pihak dan *event* dalam Pegadaian yang berhadapan dengan pelanggan/ publik untuk menjamin agar komunikasi yang dijalin sejalan.

Strategi pemasaran Pegadaian dalam 3 tahun terakhir ini dilakukan dengan cara dituangkan dalam Rencana Kerja dan Anggaran Perusahaan (RKAP) tiap tahun. Strategi pemasaran Pegadaian adalah sebagai berikut:

- Melaksanakan program pemasaran yang efektif baik untuk usaha gadai, usaha *syariah* maupun usaha lain secara terintegrasi.
- Melaksanakan program pemasaran secara terencana dan terukur dengan konsep yang dirumuskan secara tepat serta pelaksanaannya yang dirancang secara teliti.
- Melaksanakan program pemasaran yang dapat membangun *image* Pegadaian sebagai entitas yang kompeten.
- Pelayanan prima dengan tema “Terus Berbakti Untuk Negeri” melalui pendekatan *speed*, *privacy* dan *convenience*.
- Membuat standar manual *guideline* program-program pemasaran yang terintegrasi.
- Melaksanakan dan menyempurnakan program Pegadaian Peduli secara berkelanjutan.
- Penambahan evaluasi atas UPC / UPS yang kurang berkembang, serta akselerasi peningkatan produk non gadai lainnya.
- Optimalisasi taksiran barang jaminan terutama terhadap barang jaminan emas
- Melakukan diversifikasi produk dan peningkatan kualitas sesuai dengan kebutuhan pasar.

Pegadaian menysasar masyarakat menengah ke bawah, baik di perkotaan maupun di pedesaan, sebagai target pasarnya. Pihak Pegadaian menganggap peluang masih terbuka. Pegadaian membagi nasabahnya menjadi 5 (lima) golongan profesi yaitu :

- Petani
- Nelayan
- Industri Kecil
- Pedagang
- Lain-lain

4.3.3 Manajemen Risiko

Satuan Manajemen Risiko Pegadaian dibentuk sebagai unit kerja setingkat divisi pada tanggal 24 April 2004. Melalui divisi tersebut berikut ini merupakan risiko yang dikelola oleh Pegadaian:

4.3.3.1 Risiko Pendanaan

Dalam memberikan pinjaman kepada nasabah, Pegadaian menghadapi risiko yang mungkin terjadi terkait dengan pendanaan tidak dapat memenuhi permintaan pasar yang tinggi sedangkan investor menarik dananya (kewajiban pembayaran jangka pendek) terkait dengan fluktuasi tingkat suku bunga dan struktur permodalan. Dengan kondisi ini kemampuan Pegadaian untuk kegiatan operasionalnya menjadi berkurang sehingga akan mempengaruhi perkembangan pendapatan dan akhirnya akan menurunkan pertumbuhan tingkat keuntungan Pegadaian.

Penjabaran dari risiko-risiko pendanaan adalah sebagai berikut:

Risiko Likuiditas dan Solvabilitas.

Risiko Likuiditas dan Solvabilitas adalah kemungkinan Pegadaian tidak dapat memenuhi kewajiban pembayaran jangka pendek dan jangka panjang kepada para kreditornya. Risiko ini muncul apabila terjadi:

- Kreditur secara bersama menarik atau tidak memperpanjang pinjaman jangka pendeknya.
- Belum adanya kreditur pengganti.
- Kinerja keuangan menurun sehingga kepercayaan investor juga menurun.

Hal-hal yang memperkecil kemungkinan risiko ini terjadi adalah:

- Penyaluran kredit jangka pendek didanai pinjaman jangka panjang.
- *Current Ratio* Pegadaian 1,9x, dimana 2,56% dari total aset merupakan kas dan setara kas dan 92% merupakan outstanding pinjaman dengan

jangka waktu kredit (*cash collection*) 4 bulan, sedangkan sebagian besar utang berjangka waktu lebih dari 1 tahun.

- Kinerja keuangan Pegadaian dari tahun ke tahun menunjukkan pertumbuhan, sekalipun dalam kondisi krisis pada tahun 1998-1999.
- Terkait dengan kinerja keuangan yang baik, kepercayaan investor semakin meningkat. Hal ini terlihat dari penilaian Pefindo untuk Obligasi dan PN (*Promisory Notes*) Pegadaian mendapat *rating* AA (klasifikasi *investment grade*).
- Telah dilakukannya portofolio sumber pendanaan jangka pendek yaitu terdiri dari 6 kreditor perbankan, dan instrumen *money market*.

Upaya yang dilakukan Pegadaian dalam menghadapi risiko ini adalah memperluas akses pendanaan ke lembaga keuangan (perbankan), pasar modal maupun pasar uang dan mengatur tenor Pinjaman antara pinjaman jangka pendek, menengah dan panjang agar likuiditas tetap terjaga.

Risiko Suku Bunga.

Risiko yang terjadi karena fluktuasi tingkat suku bunga di pasar, akan berdampak pada kenaikan *cost of fund* maupun penurunan laba. Kenaikan tingkat suku bunga atas pendanaan Pegadaian tidak dapat langsung diterapkan kepada nasabah yang masih memiliki pinjaman, sehingga mengurangi kemampuan Pegadaian untuk meningkatkan pertumbuhan. Risiko ini muncul apabila terjadi:

- Terhadap utang Pegadaian yang menggunakan skim bunga mengambang.
- Kondisi makro ekonomi tidak kondusif sehingga tingkat suku bunga meningkat.
- Inflasi yang tinggi sehingga kenaikan *lending rate* tidak dapat segera dilakukan dengan pertimbangan daya beli masyarakat menurun.

Hal-hal yang memperkecil kemungkinan kemunculan risiko ini adalah:

- Pendanaan Pegadaian.
- Keputusan untuk menaikkan atau menurunkan *lending rate* sepenuhnya berada di bawah kontrol manajemen.
- Penundaan kenaikan *lending rate* dapat dilakukan dengan tetap memperhatikan kinerja keuangan.

Upaya yang dilakukan Pegadaian dalam menghadapi risiko ini adalah mengatur skema suku bunga sehingga keseimbangan antara skema bunga yang mengambang (*floating*) dan tetap (*fixed*).

Risiko Permodalan

Adalah risiko yang muncul terkait dengan struktur permodalan atau rasio antara jumlah utang dengan jumlah ekuitas. Munculnya risiko ini merupakan akumulasi dari risiko operasi dan risiko *financial leverage*. Risiko ini muncul apabila terjadi:

- Aktivitas operasional berfluktuasi sehingga pendapatan yang diterima berfluktuasi.
- Meningkatnya *Debt to Equity Ratio* (DER) yaitu perbandingan antara jumlah utang dengan jumlah ekuitas.

Probabilitas risiko ini muncul relatif kecil, hal ini dikarenakan :

- Pertumbuhan usaha dari tahun ke tahun menunjukkan peningkatan rata-rata 20% per tahun.
- Mengingat utang selama ini digunakan untuk memenuhi kebutuhan modal kerja, maka biaya bunga yang timbul berbanding lurus dengan pendapatan Pegadaian.

Upaya yang dilakukan Pegadaian dalam menghadapi risiko ini adalah mengajukan kepada pemilik untuk meningkatkan rasio Laba Ditahan (Kebijakan Deviden) dan mempersiapkan akses ke pasar modal melalui *Initial Public Offering* (IPO).

4.3.3.2 Risiko Pinjaman Yang Diberikan

Sebagai Badan Usaha Milik Negara yang diberi tugas dan wewenang untuk menyelenggarakan kegiatan usaha menyalurkan uang pinjaman atas dasar hukum gadai, Pegadaian menghadapi risiko kredit dalam hal terjadi salah taksir terhadap barang jaminan milik nasabah sehingga memberikan pinjaman melebihi nilai barang jaminan atau turunnya nilai barang jaminan yang dapat menimbulkan kerugian Pegadaian, apabila nasabah tidak dapat membayar atau melakukan pelunasan. Risiko ini dapat disebabkan pula karena tidak melakukan analisis kredit secara cermat dan tidak menerapkan prinsip kehati-hatian (*prudent*), khususnya dalam menyalurkan kredit kepada usaha mikro dan kecil seperti KRISTA, KREASI. Risiko ini muncul apabila terjadi:

- Kemampuan debitur/nasabah turun sehingga tidak dapat melunasi pinjamannya.
- Turunnya nilai/kualitas barang jaminan yang diagunkan, sehingga pada saat dieksekusi tidak mencukupi untuk melunasi pinjaman.

Kemungkinan risiko ini muncul relatif kecil, hal ini dikarenakan:

- Kredit gadai dijamin dengan agunan berupa "barang bergerak" yang dikuasai oleh Pegadaian.
- Komposisi barang yang dijamin sebesar 90% berupa emas, berlian sedangkan sisanya berupa jaminan non-emas (elektronik, kendaraan bermotor, kain, gerabah dan lain-lain).
- Pegadaian mempunyai hak eksekusi atas barang jaminan tersebut untuk melunasi pinjamannya.
- Risiko atas Kredit fidusia yang disalurkan telah dialihkan kepada pihak ketiga yaitu Asuransi.

Upaya yang dilakukan Pegadaian dalam menghadapi risiko ini adalah kredit yang berbasis gadai dengan meningkatkan kualitas dan kemampuan para analis gadai untuk menentukan nilai barang jaminan dan kredit yang berbasis fidusia dengan meningkatkan kemampuan analis kredit dan mengasuransikan kredit kepada pihak asuransi.

4.3.3.3 Risiko Barang Jaminan

Pegadaian dalam menyalurkan uang pinjaman kepada masyarakat mewajibkan para nasabah untuk menyerahkan barang bergerak sebagai agunan. Terhadap barang jaminan milik nasabah tersebut Pegadaian berkewajiban untuk menyimpan dan memelihara barang tersebut sampai dengan dilakukan pelunasan oleh nasabah. Atas penyimpanan barang jaminan tersebut, Pegadaian menghadapi risiko barang jaminan rusak atau hilang.

Upaya yang dilakukan Pegadaian dalam menghadapi risiko ini adalah mengasuransikan Barang Jaminan yang disimpan dalam gudang Pegadaian kepada pihak asuransi akibat risiko kebakaran dan kebongkaran.

4.3.3.4 Risiko Persaingan

Persaingan bisnis kini semakin ketat, lembaga keuangan baik bank maupun non-bank saling berlomba-lomba mengucurkan kredit ke masyarakat dengan berbagai keunggulan dan kemudahan. Keunggulan tersebut menyangkut keunggulan dalam produk jasa keuangan, tarif, saluran distribusi maupun pelayanan. Jenis produk substitusi yang ditawarkan pun sangat bervariasi dengan berbagai kemudahan yang diberikan kepada masyarakat dalam memperoleh kreditnya, sehingga dapat mempengaruhi pangsa pasar Pegadaian. Selain itu dengan diberlakukannya Undang-undang Republik Indonesia No. 5 Tahun 1999 tentang Larangan Praktek Monopoli dan Persaingan Tidak Sehat sejak tanggal 5 Maret 2000 akan membuka peluang dalam persaingan.

Upaya yang dilakukan Pegadaian dalam menghadapi risiko ini adalah menciptakan produk baru dengan memperhatikan kebutuhan masyarakat,

memperbaiki sarana dan prasarana untuk meningkatkan kualitas pelayanan dan secara bertahap menurunkan harga jual.

4.3.3.5 Risiko Operasional

Risiko Operasional merupakan risiko yang dihadapi Pegadaian sehubungan dengan sistem operasional, prosedur dan kontrol yang tidak menunjang perkembangan kebutuhan operasional Pegadaian sehingga dapat mengganggu kelancaran operasi dan kualitas pelayanan, termasuk yang berdampak terhadap hilangnya peluang dalam penyaluran kredit. Termasuk dalam risiko ini adalah kualitas sumber daya manusia yang dimiliki terutama para penaksir barang jaminan sebagai ujung tombak dalam operasional transaksi.

Upaya yang dilakukan Pegadaian dalam menghadapi risiko ini adalah melakukan evaluasi dan memperbaiki SOP produk-produk Pegadaian yang dapat menghambat pelayanan kepada nasabah, memperkuat tim Satuan Pengawasan Internal (SPI) dari sisi kualitas dan kuantitas.

4.3.3.6 Risiko Peraturan Pemerintah

Mengingat kegiatan operasional Pegadaian berhubungan dengan kepentingan umum, maka Pemerintah selalu melakukan pengawasan secara ketat melalui berbagai peraturan. Munculnya peraturan-peraturan baru yang ditetapkan Pemerintah dapat menimbulkan dampak yang berarti bagi Pegadaian jika mengharuskan dilakukannya perubahan atau penyesuaian dalam kegiatan operasional.

Upaya yang dilakukan Pegadaian dalam menghadapi risiko ini adalah melakukan harmonisasi dan sinkronisasi antara kebijakan Pemerintah dengan kebijakan Pegadaian untuk setiap kegiatan dan aktivitas Pegadaian.

4.3.3.7 Risiko Teknologi

Merupakan risiko yang dihadapi Pegadaian terkait dengan perkembangan teknologi yang mampu membuat barang jaminan emas palsu dan sulit dideteksi, sehingga lolos dari pengamatan penaksir. Di sisi lain apabila Pegadaian ingin

terus mengikuti perkembangan teknologi diperlukan biaya investasi yang sangat besar.

Upaya yang dilakukan Pegadaian dalam menghadapi risiko ini adalah memperbaiki/memperbaharui sarana kerja untuk menaksir Barang Jaminan dan mempersiapkan *Disaster Recovery Plan* (DRP) yang menjelaskan hal apa saja yang dilakukan akibat dari bencana, kemana operasional akan dipindah dan siapa yang bertanggung-jawab untuk pemulihan operasional ini.

4.3.3.8 Risiko Keamanan

Risiko keamanan merupakan risiko yang dihadapi Pegadaian sehubungan dengan situasi keamanan yang kurang/tidak kondusif dan ditandai dengan semakin meningkatnya tindak kriminalitas dengan berbagai modus operandi dimana Pegadaian menjadi salah satu sasaran kejahatan/perampokan.

Upaya yang dilakukan Pegadaian dalam menghadapi risiko ini adalah pemasangan alat-alat keamanan seperti CCTV, alarm, *doorcontact* di seluruh gedung atau kantor cabang dan menambah personel keamanan untuk daerah yang rawan kejahatan.

4.3.3.9 Risiko Bencana Alam

Risiko bencana alam merupakan risiko yang dihadapi Pegadaian sehubungan dengan rusaknya aset Pegadaian. Dalam polis asuransi terjadinya bencana alam berupa gempa bumi, letusan gunung berapi atau tsunami tidak diasuransikan dengan pertimbangan probabilitas terjadinya relatif kecil dan premi yang cukup tinggi namun demikian pada polis asuransi kebakaran ada perluasan risiko yang dipertanggungjawabkan yaitu risiko angin topan, badai, banjir dan kerusakan akibat air, sehingga risiko akibat bencana alam ini masih *discover* oleh asuransi.

Terhadap kemungkinan bencana yang mungkin timbul seperti angin topan, badai, banjir sudah dilindungi oleh asuransi yang ada terkecuali untuk bencana alam seperti gempa bumi. Untuk bencana gempa bumi tidak *discover* asuransi, karena

hal ini tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai aset terbesar yaitu barang jaminan emas.

4.3.4 Strategi Usaha

Sasaran Pegadaian di masa mendatang adalah sebagai berikut:

- Pertumbuhan omzet gadai KCA minimal sebesar 37%.
- Pertumbuhan omzet gadai *syariah* minimal sebesar 65%
- Pertumbuhan omzet usaha lain minimal sebesar 60%
- Kinerja keuangan SEHAT, dengan Laporan Keuangan Wajar Tanpa Pengecualian serta *rating* perusahaan minimal AA
- Pertumbuhan laba sebelum pajak minimal meningkat 30%

Dalam rencana Jangka Panjang Pegadaian untuk mewujudkan visi dan misi perusahaan, maka strategi pengembangan perusahaan ke depan adalah sebagai berikut:

- Melakukan penataan UPC/UPS yang belum berkembang dan penguasaan pangsa pasar dengan membuka UPC/UPS secara selektif.
- Pengembangan produk diversifikasi dengan prinsip kehati-hatian atau prudential.
- Memelihara dan meningkatkan citra perusahaan secara konseptual.
- Meningkatkan produktivitas karyawan.
- Melakukan aliansi strategis dengan BUMN dan atau lembaga lainnya.
- Melakukan perubahan status hukum dari Perum menjadi Persero.
- Melakukan penurunan tarif sewa modal dengan kajian bisnis yang akurat.
- Meningkatkan standar kualitas pengawasan pada unit usaha secara fisik dan sistem.
- Meningkatkan kualitas pelayanan melalui perbaikan dan pengadaan sarana dan prasarana kantor.

4.3.5 Prospek Usaha

Dampak krisis ekonomi yang berkepanjangan mengakibatkan perubahan kebijakan pemerintah maupun lembaga perbankan dalam menyalurkan kredit kepada masyarakat menjadi sangat ketat.

Hal tersebut membuka peluang Pegadaian untuk memainkan perannya dalam menjalankan bisnis *microfinance* di masa mendatang masih besar.

Pegadaian dalam lima tahun terakhir telah mewarnai secara signifikan bisnis *microfinance* di Indonesia. Kehadiran Pegadaian bagi masyarakat umum, pengusaha mikro dan kecil menjadi partner dalam menjalankan bisnisnya.

Dalam menjalankan usaha, Pegadaian tidak hanya mengejar profit semata, tetapi selalu berkomitmen mewujudkan visi perusahaan dan konsisten melaksanakan misi sosial semaksimal mungkin dan peduli lingkungan sosialnya. Dengan mottonya Mengatasi Masalah Tanpa Masalah yang dilandasi nilai-nilai budaya kerja Intan dengan 10 Perilaku Utama dalam menjalankan kegiatan usaha dan organisasi perusahaan, berbagai produk yang menyentuh pengusaha mikro dan masyarakat bawah telah diluncurkan. Berbagai inovasi produk yang telah diluncurkan mendapat respon penuh antusias dari masyarakat dan pengusaha mikro dan kecil.

Selain Pegadaian Kredit Cepat Aman (KCA) yang memiliki pasar bisnis mikro dan kecil, Pegadaian mengembangkan lebih luas produk Pegadaian Kreasi dan Pegadaian Krasida, Pegadaian Kremada, Pegadaian Krista, Pegadian Kucica, Pegadaian Mulia serta layanan *syariah* berupa Pegadaian *Rahn* dan Pegadaian Arrum.

Berbagai diversifikasi produk usaha Pegadaian yang bertujuan memberikan pelayanan secara lebih luas dan berorientasi bisnis akan menunjang kelangsungan usaha dan akan meningkatkan kepercayaan masyarakat untuk menggunakan produk jasa yang ditawarkan.

Prospek usaha Pegadaian dalam lima hingga sepuluh tahun ke depan adalah :

- Pegadaian mempunyai pengalaman dan Sumber Daya Manusia yang memadai serta telah memiliki jaringan sebanyak 4.517 kantor operasional di seluruh Indonesia sehingga mampu melayani masyarakat luas dengan baik.
- Pasar bisnis *micro finance* di Indonesia sangat besar, sehingga peluang bisnis Pegadaian juga terbuka lebar.
- Diversifikasi usaha Pegadaian yang banyak dan dapat diandalkan, sehingga masyarakat mempunyai banyak pilihan untuk menggunakan jasa Pegadaian.
- Pegadaian selalu berinovasi menciptakan produk-produk baru untuk memenuhi kebutuhan pendanaan masyarakat seperti Pegadaian MULIA (*Murabahah* Logam Mulia untuk Investasi Abadi) dan Pegadaian KAGUM (Kredit Aneka Guna Umum) dan Pegadaian G-Lab.
- Memiliki tanah yang strategis dan nilai ekonomi tinggi untuk dikembangkan dalam bisnis properti. Hal ini dilakukan Pegadaian mengingat banyaknya kantor operasional yang berlokasi di wilayah strategis dan untuk mengembangkan usaha persewaan gedung yang merupakan salah satu kegiatan usaha dari perusahaan.
- Citra Pegadaian di mata nasabah sudah semakin baik dan mengakar sehingga nasabah diharapkan tetap loyal kepada Pegadaian.

4.3.6 Asuransi

Dalam menjalankan kegiatan usahanya, terkait dengan risiko-risiko usaha terkait dengan aset tetap dan uang kas milik Pegadaian, barang jaminan milik nasabah yang disimpan di kantor-kantor cabang Pegadaian, serta kemungkinan penggelapan yang dilakukan oleh karyawan Pegadaian, Pegadaian telah mengasuransikan barang-barang tersebut melalui perusahaan-perusahaan asuransi, sebagai upaya untuk menghindarkan dari kemungkinan kerugian yang timbul dari kebakaran, kecurian dan penggelapan.

PT Asuransi Jasa Indonesia (Persero) adalah pihak yang terafiliasi dengan Pegadaian sebagaimana didefinisikan dalam Undang-Undang Republik Indonesia No.8 Tahun 1995 tanggal 10 Nopember 1995 tentang Pasar Modal, dalam hal keduanya dimiliki oleh Negara Republik Indonesia. Namun demikian tidak ada perlakuan yang berbeda antara perusahaan yang terafiliasi maupun tidak terafiliasi baik untuk biaya, pelayanan, maupun fasilitas yang diberikan oleh masing-masing perusahaan asuransi.

4.3.7 Persaingan Usaha

Sampai dengan saat ini Pegadaian merupakan penguasa pasar dalam bisnis gadai walaupun sejak beberapa tahun terakhir mulai bermunculan pesaing khususnya perbankan *syariah* yang juga menyalurkan kredit berdasarkan sistem gadai (*Rahn*). Dalam menghadapi persaingan tersebut Pegadaian memiliki beberapa keunggulan dibandingkan dengan pesaing diantaranya:

- Jaringan distribusi yang luas;
- *Brand image* yang kuat;
- Pelayanan cepat;
- Memiliki produk yang dapat menjangkau seluruh lapisan masyarakat pengguna jasa.

Disamping beberapa keunggulan tersebut, Pegadaian juga memiliki strategi untuk menghadapi pesaing yaitu :

- Meningkatkan pelayanan berbasis IT sehingga seluruh jaringan terkoneksi (*online*);
- Perluasan outlet dengan lebih selektif;
- Penurunan tarif sewa modal secara bertahap.

4.4 Analisis Nilai Ekuitas Dengan Metode *Discounted Free Cash Flow to Equity*

Metode valuasi yang digunakan adalah *Free Cash Flow to Equity*. Dalam metode ini valuasi dilakukan dengan mendiskontokan arus *Cash Flow to Equity* yaitu sisa

arus kas yang dapat diterima oleh pemegang saham setelah perusahaan memenuhi semua kewajiban membayar beban, pajak, bunga, pokok pinjaman dan belanja modal serta perubahan modal kerja. *Free Cash Flow to Equity* dihitung dengan melakukan penyesuaian terhadap laba bersih dengan rumus sebagai berikut:

$$FCFE = NI - Net\ CapEx - \Delta NCWC + Net\ Debt$$

4.4.1 Tingkat Suku Bunga Diskonto

Dalam metode *Discounted Free Cash Flow to Equity* diperlukan suatu suku bunga yang digunakan untuk menghitung *present value* dari *FCFE* yang diharapkan diperoleh dari suatu perusahaan. Karena yang dihitung adalah nilai dari *Cash Flow to Equity* maka suku bunga diskonto yang digunakan adalah *cost of equity* yang diperoleh menggunakan rumus *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* yang telah dimodifikasi sebagai berikut:

$$E(r) = R_f + \beta \times (ERP_{MM} + CRP)$$

Tingkat bunga bebas risiko yang digunakan adalah tingkat bunga *US Treasury Bond* dengan jangka waktu 10 tahun sebesar 2,27% yang didapat dari www.bloomberg.com.

Untuk estimasi *risk premium* digunakan data yang dipublikasikan oleh Aswath Damodaran dalam situs <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> dimana tingkat *long term rating Ba1* dan *total risk premium* sebesar 8,6%.

Sementara untuk nilai beta, karena saham Pegadaian belum diperdagangkan di bursa efek maka diasumsikan nilai *unlevered beta* Pegadaian sama dengan nilai *unlevered beta* perusahaan jasa keuangan non-bank dan asuransi yang datanya didapat dari <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> sebesar 0,41. Karena Pegadaian membiayai sebagian operasinya dengan utang maka harus dihitung *levered beta* dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\beta_L = \beta_U \left(1 + (1 - t) \frac{D}{E} \right)$$

Nilai *unleveraged beta* untuk perusahaan keuangan non-bank didapat dari website <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> yaitu 0,41. *Tax rate* yang digunakan adalah *marginal tax rate* Indonesia yang didapat dari website <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> sebesar 28%. *Debt to equity ratio* didapat dengan merata-ratakan data historis *debt to equity ratio* Pegadaian. Perhitungan *debt to equity ratio* Pegadaian dapat dilihat di tabel 4.6.

Tabel 4.6 Debt to Equity Ratio Pegadaian

	<i>BV Of Debt</i>	<i>BV Of Equity</i>	<i>D/E</i>
2003	2,049,880	606,317	3.38
2004	2,773,749	700,029	3.96
2005	3,966,239	867,102	4.57
2006	4,892,019	1,131,582	4.32
2007	5,897,510	1,479,730	3.99
2008	8,828,087	1,944,000	4.54
2009	13,320,006	2,539,458	5.25
2010	16,986,840	3,296,203	5.15

Sumber: Laporan keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Dari perhitungan tersebut diperoleh *Debt to Equity Ratio* Pegadaian sebesar sebesar 3,38 kali di tahun 2003 dan terus meningkat hingga mencapai 5,15 kali di tahun 2010. Ini menunjukkan jumlah hutang Pegadaian terus meningkat relatif terhadap jumlah modalnya dari tahun 2003 hingga tahun 2010. Dengan merata-ratakan data *debt to equity ratio* historis Pegadaian yang telah diperoleh, didapat rata-rata *debt to equity ratio* sebesar 4,40.

Dengan menggunakan data yang telah didapat maka dapat diperoleh beta Pegadaian sebagai berikut:

$$\beta_{LPegadaian} = 0,41[1 + (1 - 28\%)(4,40)] = 1,71$$

Dengan menggunakan data-data tersebut maka tingkat imbal hasil yang diharapkan dari Pegadaian berdasarkan rumus *CAPM* adalah sebagai berikut:

$$k_{\text{Pegadaian}} = 2,27\% + 1,71(8,6\%) = 16,96\%$$

Namun tingkat imbal hasil tersebut masih merupakan tingkat imbal hasil dalam nominal dollar Amerika Serikat. Untuk mengkonversi tingkat imbal hasil tersebut ke nominal rupiah digunakan rumus berikut:

$$k_{\text{nominalIDR}} = (1 + k_{\$}) \left(\frac{\text{Inflation rate}_{\text{Indonesia}}}{\text{Inflation rate}_{\text{U.S.}}} \right) - 1$$

Laju inflasi Indonesia didapat dari website www.bi.go.id sebesar 4,79% pada bulan Agustus 2011 sementara laju inflasi Amerika Serikat didapat dari website www.inflationdata.com sebesar 3,77% pada bulan Agustus 2011. Dengan menggunakan data-data tersebut maka didapat *cost of equity* Pegadaian dalam nominal rupiah sebagai berikut:

$$k_{\text{nominalIDR}} = (1 + 16,96\%) \left(\frac{1,0479}{1,0377} \right) - 1 = 18,11\%$$

4.4.2 Proyeksi *Free Cash Flow to Equity*

Salah satu pendekatan yang digunakan untuk memperkirakan *Free Cash Flow to Equity* di masa yang akan datang adalah dengan memperkirakan pertumbuhan *Free Cash Flow to Equity*. Untuk menghitungnya digunakan rumus sebagai berikut:

$$E(\text{Growth rate}) = RR \times ROE$$

Di mana:

RR = *Retention Rate*

ROE = *Return on Equity*

Namun dalam menghitung tingkat pertumbuhan *FCFE*, *Retention Ratio* digantikan dengan *Equity Reinvestment Rate* yang menggunakan rumus sebagai berikut:

$$ERR = 1 - \frac{Net\ CapEx + \Delta WC - Net\ Debt}{NI}$$

Net capital expenditures dihitung dengan mengurangi *capital expenditures* dengan depresiasi dan amortisasi. Tabel 4.7 menunjukkan perhitungan *net capital expenditures* Pegadaian.

Tabel 4.7 Net Capital Expenditures Pegadaian

Dalam Jutaan Rupiah

	<i>Capital Expenditures</i>	<i>Depreciation</i>	<i>Amortization</i>	<i>Net CapEx</i>
2003	48,174	32,635	476	15,062
2004	49,314	31,303	908	17,103
2005	80,341	28,481	1,157	50,702
2006	66,653	31,349	1,360	33,944
2007	52,388	30,307	-	22,081
2008	66,827	39,600	-	27,226
2009	130,301	52,130	-	78,171
2010	68,022	79,860	-	(11,838)

Sumber: Laporan Keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Δworking capital atau perubahan modal kerja didapat dari selisih antara *noncash current asset* dan *nondebt current liabilities*. *Noncash current asset* adalah aset lancar dikurangi dengan uang kas dan surat berharga. Sementara *nondebt current liabilities* merupakan pengurangan utang-utang yang memiliki bunga terhadap kewajiban lancar. Tabel 4.8 menunjukkan perhitungan *noncash current asset* Pegadaian:

Tabel 4.8 Noncash Current Asset Pegadaian

Dalam Jutaan Rupiah

	<i>Total Current Assets</i>	<i>Cash</i>	<i>Marketable Securities</i>	<i>Noncash Current Asset</i>
2003	2,372,728.10	79,044.80	222.94	2,293,460.36
2004	3,168,246.70	154,883.25	538.18	3,012,825.27
2005	4,485,228.88	116,268.31	505.52	4,368,455.05
2006	5,633,268.90	160,576.29	1,030.92	5,471,661.69
2007	6,952,187.88	187,428.50	-	6,764,759.38
2008	10,293,773.70	212,810.66	-	10,080,963.04
2009	15,277,484.12	267,988.50	-	15,009,495.61
2010	19,621,785.03	357,072.32	-	19,264,712.70

Sumber: Laporan keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Untuk menghitung *non debt current liabilities* pertama-tama harus dihitung terlebih dahulu semua pinjaman yang mengandung bunga. Tabel 4.9 menunjukkan perhitungan seluruh pinjaman Pegadaian yang mengandung bunga.

Tabel 4.9 Interest Bearing Debt Pegadaian

Dalam Jutaan Rupiah

	<i>Bank Loan</i>	<i>RUF Debt</i>	<i>Promissory Note</i>	<i>Bonds Payable Due Within 1 Year</i>	<i>Other Borrowing</i>	<i>Interest bearing debt</i>
2003	457,175.75	-	132,000.00	95,000.00	-	684,175.75
2004	950,399.99	275,000.00	-	-	-	1,225,399.99
2005	1,586,242.18	339,000.00	350,000.00	255,883.75	-	2,531,125.93
2006	2,610,004.12	189,000.00	-	143,316.78	-	2,942,320.90
2007	3,155,023.97	100,000.00	-	158,434.89	5,000.00	3,418,458.86
2008	6,205,667.60	-	-	8,685.10	15,000.00	6,229,352.70
2009	9,252,231.28	-	-	269,143.93	15,000.00	9,536,375.21
2010	13,070,484.12	-	-	336,139.92	15,000.00	13,421,624.04

Sumber: Laporan keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Setelah *interest bearing debt* dihitung langkah selanjutnya adalah menghitung *non debt current liabilities* dengan menghitung selisih antara *total liabilities* dengan *interest bearing debt*. Hasil perhitungan dapat dilihat di tabel 4.10.

Tabel 4.10 Nondebt Current Liabilities Pegadaian

Dalam Jutaan Rupiah

	<i>Total Current Liabilities</i>	<i>Interest Bearing Debt</i>	<i>Nondebt Current Liabilities</i>
2003	779,064.37	684,175.75	94,888.62
2004	1,318,395.52	1,225,399.99	92,995.53
2005	2,686,412.61	2,531,125.93	155,286.68
2006	3,144,897.37	2,942,320.90	202,576.47
2007	3,647,953.70	3,418,458.86	229,494.84
2008	6,565,284.96	6,229,352.70	335,932.26
2009	9,842,086.47	9,536,375.21	305,711.26
2010	13,845,159.78	13,421,624.04	423,535.74

Sumber: Laporan keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Dari hasil perhitungan *Non Cash Current Asset* dan *Non debt Current Liabilities* maka dapat dihitung *Changes in Non Cash Working Capital* dengan menghitung selisih antara *Non Cash Current Asset* dan *Non debt Current Liabilities*. Tabel 4.11 menunjukkan hasil perhitungan *Changes in Non Cash Working Capital*.

Tabel 4.11 Changes in Noncash Working Capital Pegadaian

Dalam Jutaan Rupiah

	<i>Noncash Current Asset</i>	<i>Nondebt Current Liabilities</i>	<i>Noncash Working Capital</i>	<i>Δnoncash Working Capital</i>
2003	2,293,460.36	94,888.62	2,198,571.74	-
2004	3,012,825.27	92,995.53	2,919,829.74	721,258.00
2005	4,368,455.05	155,286.67	4,213,168.38	1,293,338.64
2006	5,471,661.69	202,576.47	5,269,085.23	1,055,916.85
2007	6,764,759.38	229,494.83	6,535,264.55	1,266,179.32
2008	10,080,963.04	335,932.26	9,745,030.78	3,209,766.23
2009	15,009,495.61	305,711.26	14,703,784.36	4,958,753.58
2010	19,264,712.70	423,535.74	18,841,176.96	4,137,392.60

Sumber: Hasil olahan penulis

Net Debt dihitung dengan menghitung selisih antara utang baru yang diterima Pegadaian dengan pembayaran utang yang dilakukan Pegadaian. Perhitungan *net debt* Pegadaian dapat dilihat di tabel 4.12.

Tabel 4.12 Net Debt Pegadaian

Dalam Jutaan Rupiah

	<i>New Debt</i>	<i>Debt Repayment</i>	<i>Net Debt</i>
2003	1,001,982	862,657	139,325
2004	1,495,912	768,149	727,763
2005	8,025,326	6,875,106	1,150,221
2006	9,293,563	8,570,845	722,718
2007	12,066,381	11,267,148	799,233
2008	15,268,659	12,475,865	2,792,794
2009	14,095,538	9,557,574	4,537,964
2010	9,711,408	6,164,055	3,547,353

Sumber: Laporan Keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Setelah data *Net Capital Expenditures*, *Changes in Net Working Capital* dan *Net Debt* diperoleh maka *Reinvested Equity* Pegadaian dapat dihitung seperti dalam tabel 4.13.

Tabel 4.13 Reinvested Equity Pegadaian

Dalam Jutaan Rupiah

	<i>Net CapEx</i>	<i>ANCWC</i>	<i>Net Debt</i>	<i>Equity Reinvested</i>
2003	15,062	-	139,325	-
2004	17,103	721,258.00	727,763	10,597.90
2005	50,702	1,293,338.64	1,150,221	193,820.45
2006	33,944	1,055,916.85	722,718	367,142.68
2007	22,081	1,266,179.32	799,233	489,027.67
2008	27,226	3,209,766.23	2,792,794	444,199.03
2009	78,171	4,958,753.58	4,537,964	498,960.66
2010	(11,838)	4,137,392.60	3,547,353	578,202.14

Sumber: Laporan Keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Dapat dilihat dari data di atas, modal yang diinvestasikan kembali oleh Pegadaian terus bertambah, seiring dengan pertumbuhan Pegadaian. Data *Reinvested Equity* ini kemudian digunakan sebagai pembilang dalam rumus *Equity Reinvestment Rate*. Hasil perhitungan *Equity Reinvestment Rate* Pegadaian dapat dilihat di tabel 4.14.

Tabel 4.14 Equity Reinvestment Rate Pegadaian

	<i>Equity Reinvested</i>	<i>Net Income</i>	<i>Reinvestment Rate</i>
2003	-	122,737.59	-
2004	10,597.90	162,870.19	93.49%
2005	193,820.45	229,447.70	15.53%
2006	367,142.68	350,182.91	-4.84%
2007	489,027.67	476,656.81	-2.60%
2008	444,199.03	628,373.78	29.31%
2009	498,960.66	798,195.52	37.49%
2010	578,202.14	1,179,858.30	50.99%

Sumber: Laporan Keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Langkah selanjutnya setelah data *Equity Reinvestment Rate* diperoleh adalah menghitung *Return on Equity* Pegadaian. ROE yang digunakan dalam perhitungan pertumbuhan *FCFE* adalah *non-cash ROE* yaitu ROE yang mengeluarkan unsur pendapatan yang dihasilkan dari uang kas dan surat-surat berharga. Rumusnya adalah sebagai berikut:

$$\text{noncash ROE} = \frac{NI - CI - MI}{BV \text{ of Equity} - \text{Cash} - MS}$$

Dengan memasukkan data keuangan Pegadaian ke dalam rumus tersebut maka diperoleh hasil perhitungan *non-cash ROE* Pegadaian seperti dapat dilihat di tabel 4.15.

Tabel 4.15 Non-Cash Return on Equity Pegadaian

	<i>Net Income</i>	<i>BV Of Equity</i>	<i>Cash</i>	<i>Marketable Securities</i>	<i>Non-Cash ROE</i>
2003	122,737.59	606,316.90	79,044.80	222.94	23.29%
2004	162,870.19	700,029.10	154,883.25	538.18	29.91%
2005	229,447.70	867,101.73	116,268.31	505.52	30.58%
2006	350,182.91	1,131,582.04	160,576.29	1,030.92	36.10%
2007	476,656.81	1,479,729.89	187,428.50	-	36.88%
2008	628,373.78	1,943,999.67	212,810.66	-	36.30%
2009	798,195.52	2,539,458.19	267,988.50	-	35.14%
2010	1,179,858.30	3,296,202.95	357,072.32	-	40.14%

Sumber: Laporan keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Setelah data *Equity Reinvestment Rate* dan *Non Cash ROE* Pegadaian diperoleh maka pertumbuhan *FCFE* Pegadaian dapat dihitung dengan rumus 2.7. Hasil perhitungan yang diperoleh dapat dilihat di tabel 4.16.

Tabel 4.16 Pertumbuhan Free Cash Flow to Equity Pegadaian

	<i>Reinvestment Rate</i>	<i>Non-Cash ROE</i>	<i>FCFE Growth</i>
2003	-	23.29%	-
2004	93.49%	29.91%	27.96%
2005	15.53%	30.58%	4.75%
2006	-4.84%	36.10%	-1.75%
2007	-2.60%	36.88%	-0.96%
2008	29.31%	36.30%	10.64%
2009	37.49%	35.14%	13.17%
2010	50.99%	40.14%	20.47%

Sumber: Hasil olahan penulis

Dari data pertumbuhan *FCFE* tersebut diperoleh rata-rata pertumbuhan *FCFE* sebesar 10,15%. Dengan menggunakan angka pertumbuhan tersebut maka proyeksi *FCFE* Pegadaian adalah seperti dapat dilihat di tabel 4.17.

Tabel 4.17 Proyeksi *Free Cash Flow to Equity* Pegadaian

Dalam Jutaan Rupiah

	<i>FCFE</i>
2010	601,656
2011	662,730
2012	730,002
2013	804,104
2014	885,728
2015	975,637
2016	1,074,672

Sumber: Hasil olahan Penulis

4.4.3 Proyeksi Komponen *Free Cash Flow to Equity*

Pendekatan kedua dalam menghitung proyeksi *Free Cash Flow to Equity* adalah dengan menghitung proyeksi dari masing-masing komponen *Free Cash Flow to Equity* seperti dapat dilihat dalam rumus 2.6. Komponen-komponen ini adalah *Net Income*, *Changes in Non Cash Working Capital*, *Capital Expenditures* dan *Net Debt*.

4.4.3.1 Proyeksi Laba Bersih

Untuk dapat membuat proyeksi *FCFE* maka mula-mula harus dibuat terlebih dahulu proyeksi laba bersih perusahaan. Proyeksi laba bersih dilakukan dengan menghitung *expected growth* dari laba bersih perusahaan. Damodaran (2006) menyatakan rumus dasar *expected growth rate* laba bersih sebagai berikut:

$$\text{Net Income Growth} = RR \times ROE + \frac{ROE_t - ROE_{t-1}}{ROE_{t-1}}$$

RR adalah *Reinvestment Rate*, jumlah modal yang diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan dibagi dengan laba bersih. Rumusnya adalah sebagai berikut:

$$\text{Equity Reinvestment Rate}_t = \frac{\text{Equity Reinvested}_{t-1}}{\text{Net Income}_{t-1}}$$

Equity Reinvested adalah jumlah modal yang diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan rumusnya adalah sebagai berikut:

$$Equity\ Reinvested = Net\ CapEx + \Delta NCWC - Net\ Debt$$

Hasil dari perhitungan *Equity Reinvested* di sini sama dengan *Equity Reinvested* yang digunakan dalam perhitungan pertumbuhan *FCFE*. Dengan menggunakan data *Equity Reinvested* yang telah diperoleh maka *Reinvestment Rate* Pegadaian dapat dihitung dengan membagi *Equity Reinvested* dengan *Net Income* Pegadaian. Hasil perhitungan dapat dilihat di tabel 4.18.

Tabel 4.18 Reinvestment Rate Pegadaian

	<i>Net Income</i>	<i>Equity Reinvested</i>	<i>Reinvestment Rate</i>
2003	122,737.59	-	-
2004	162,870.19	10,597.90	6.51%
2005	229,447.70	193,820.45	84.47%
2006	350,182.91	367,142.68	104.84%
2007	476,656.81	489,027.67	102.60%
2008	628,373.78	444,199.03	70.69%
2009	798,195.52	498,960.66	62.51%
2010	1,179,858.30	578,202.14	49.01%

Sumber: Laporan keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Sementara *Return on Equity* adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba berdasarkan jumlah modal yang dimiliki. Rumus yang digunakan untuk menghitung *ROE* adalah sebagai berikut:

$$ROE = ROC + \frac{D}{E} (ROC - i(1 - t))$$

Di mana:

$$ROC = \frac{EBIT(1 - t)}{BV\ of\ Debt + BV\ of\ Equity}$$

$$i = \frac{\text{interest expense on debt}}{BV \text{ of Debt}}$$

$t = \text{tax rate}$

Untuk menghitung *ROE* Pegadaian mula-mula harus dihitung terlebih dahulu masing-masing komponen dari *ROE*. Perhitungan data historis *after-tax EBIT* Pegadaian dapat dilihat di tabel 4.19.

Tabel 4.19 After-Tax EBIT Pegadaian

Dalam Jutaan Rupiah

	<i>EBIT</i>	<i>Tax Rate</i>	<i>EBIT(1-t)</i>
2003	351,489.91	30%	246,042.94
2004	388,374.77	30%	271,862.34
2005	517,961.04	30%	362,572.73
2006	802,866.75	30%	562,006.72
2007	887,544.50	30%	621,281.15
2008	1,202,836.16	30%	841,985.31
2009	1,761,891.79	28%	1,268,562.09
2010	2,336,240.98	28%	1,682,093.51

Sumber: Laporan keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Dengan menggunakan data *after-tax EBIT* tersebut maka perhitungan *ROC* Pegadaian dapat dilihat di tabel 4.20.

Tabel 4.20 Return on Capital Pegadaian

	<i>EBIT(1-t)</i>	<i>BV of Debt</i>	<i>BV of Equity</i>	<i>ROC</i>
2003	246,042.94	2,049,879.82	606,316.90	9.26%
2004	271,862.34	2,773,749.39	700,029.10	7.83%
2005	362,572.73	3,966,238.97	867,101.73	7.50%
2006	562,006.72	4,892,019.09	1,131,582.04	9.33%
2007	621,281.15	5,897,509.71	1,479,729.89	8.42%
2008	841,985.31	8,828,086.80	1,943,999.67	7.82%
2009	1,268,562.09	13,320,005.94	2,539,458.19	8.00%
2010	1,682,093.51	16,986,839.89	3,296,202.95	8.29%

Sumber: Hasil olahan penulis

Perhitungan data historis *interest rate* Pegadaian dapat dilihat di tabel 4.21.

Tabel 4.21 Interest Rate Pegadaian

	<i>Interest Expense</i>	<i>BV of Debt</i>	<i>Interest</i>
2003	331,835.60	2,049,879.82	16.19%
2004	324,928.87	2,773,749.39	11.71%
2005	424,687.14	3,966,238.97	10.71%
2006	648,812.33	4,892,019.09	13.26%
2007	600,433.85	5,897,509.71	10.18%
2008	853,649.49	8,828,086.80	9.67%
2009	1,347,960.33	13,320,005.94	10.12%
2010	1,573,453.74	16,986,839.89	9.26%

Sumber: Laporan keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Dengan menggunakan data-data tersebut maka perhitungan *ROE* Pegadaian adalah seperti dapat dilihat di tabel 4.22.

Tabel 4.22 Return on Equity Pegadaian

	<i>ROC</i>	<i>Interest</i>	<i>D/E</i>	<i>Tax Rate</i>	<i>ROE</i>
2003	9.26%	16.19%	338.09%	30.00%	2.27%
2004	7.83%	11.71%	396.23%	30.00%	6.34%
2005	7.50%	10.71%	457.41%	30.00%	7.53%
2006	9.33%	13.26%	432.32%	30.00%	9.53%
2007	8.42%	10.18%	398.55%	30.00%	13.58%
2008	7.82%	9.67%	454.12%	30.00%	12.57%
2009	8.00%	10.12%	524.52%	28.00%	11.74%
2010	8.29%	9.26%	515.35%	28.00%	16.66%

Sumber: Hasil olahan penulis

Dengan menggunakan data-data yang telah diperoleh maka perhitungan pertumbuhan historis laba bersih Pegadaian adalah seperti dapat dilihat di tabel 4.23.

Tabel 4.23 Pertumbuhan Laba Bersih Pegadaian

	<i>Reinvestment Rate</i>	<i>ROE</i>	<i>Growth Rate</i>
2003	-	2.27%	-
2004	6.51%	6.34%	-
2005	84.47%	7.53%	19.18%
2006	104.84%	9.53%	34.61%
2007	102.60%	13.58%	56.76%
2008	70.69%	12.57%	5.48%
2009	62.51%	11.74%	1.63%
2010	49.01%	16.66%	52.39%

Sumber: Hasil olahan penulis

Dengan merata-ratakan pertumbuhan Pegadaian selama tujuh tahun terakhir maka akan didapat rata-rata pertumbuhan sebesar 26,55%. Dengan menggunakan rasio pertumbuhan tersebut maka akan didapat proyeksi laba bersih Pegadaian seperti dalam tabel 2.24.

Tabel 4.24 Proyeksi Laba Bersih Pegadaian

Dalam Jutaan Rupiah

	Net Income
2010	1,179,858
2011	1,493,154
2012	1,889,642
2013	2,391,411
2014	3,026,419
2015	3,830,045
2016	4,847,063

Sumber: Hasil olahan penulis

4.4.3.2 Proyeksi Non-Cash Working Capital

Menurut Damodaran (2006), *non-cash working capital* dapat diestimasi dengan membuat *non-cash working capital* sebagai persentase dari pendapatan usaha. Berdasarkan data historis, *non-cash working capital* Pegadaian sebagai persentase dari pendapatan dapat dilihat di tabel 4.25.

Tabel 4.25 Noncash Working Capital Sebagai Persentase Dari Pendapatan Pegadaian

	<i>Revenue</i>	<i>NCWC</i>	<i>%NCWC</i>
2003	945,108.32	2,198,571.74	232.63%
2004	1,025,223.82	2,919,829.74	284.80%
2005	1,394,433.19	4,213,168.38	302.14%
2006	1,921,147.72	5,269,085.23	274.27%
2007	2,229,557.95	6,535,264.55	293.12%
2008	2,908,821.12	9,745,030.78	335.02%
2009	4,017,103.15	14,703,784.36	366.03%
2010	5,378,292.91	18,841,176.96	350.32%

Sumber: Laporan keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Dengan merata-ratakan data historis didapatkan rata-rata *non-cash working capital* sebagai persentase dari pendapatan usaha sebesar 304,79%.

Langkah selanjutnya adalah membuat proyeksi dari pendapatan usaha Pegadaian. Proyeksi dibuat dengan melihat data pertumbuhan pendapatan usaha historis.

Menurut Damodaran (2006) pendapatan usaha cenderung lebih konsisten dan mudah diprediksi karena tidak terlalu dipengaruhi metode akuntansi sehingga data historis sudah cukup untuk memprediksi pendapatan usaha.

Data pertumbuhan pendapatan usaha Pegadaian dapat dilihat di tabel 4.26.

Tabel 4.26 Pertumbuhan Pendapatan Pegadaian

	<i>Revenue</i>	<i>Revenue Growth</i>
2003	945,108.32	-
2004	1,025,223.82	8.48%
2005	1,394,433.19	36.01%
2006	1,921,147.72	37.77%
2007	2,229,557.95	16.05%
2008	2,908,821.12	30.47%
2009	4,017,103.15	38.10%
2010	5,378,292.91	33.88%

Sumber: Laporan keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Dengan merata-ratakan pertumbuhan pendapatan usaha di atas didapat rata-rata pertumbuhan pendapatan usaha sebesar 28,20%.

Dengan menggunakan rata-rata pertumbuhan sebesar 28,20% dan persentase *non cash working capital* terhadap pendapatan sebesar 304,79% proyeksi pendapatan usaha dan perubahan *non-cash working capital* dapat dilihat di tabel 4.27.

Tabel 4.27 Proyeksi Perubahan *Noncash Working Capital* Pegadaian

Dalam Jutaan Rupiah

	Revenue	NCWC	ΔNCWC
2010	5,378,293	18,841,177	9,711,408
2011	6,894,851	21,014,811	2,173,634
2012	8,839,043	26,940,515	5,925,704
2013	11,331,455	34,537,135	7,596,620
2014	14,526,671	44,275,830	9,738,695
2015	18,622,865	56,760,619	12,484,789
2016	23,874,094	72,765,837	16,005,218

Sumber: Hasil olahan penulis

4.4.3.3 Proyeksi *Capital Expenditures*

Capital Expenditures perusahaan merupakan pengeluaran yang sifatnya cenderung volatil sehingga harus dinormalisasi terlebih dahulu. Damodaran (2006) menyarankan normalisasi *capital expenditures* dengan membuatnya sebagai persentase dari laba usaha setelah pajak. Data historis *net capital expenditures* Pegadaian dapat dilihat di tabel 4.28.

Tabel 4.28 *Net Capital Expenditures* Pegadaian

Dalam Jutaan Rupiah

	<i>Capital Expenditures</i>	<i>Depreciation</i>	<i>Amortization</i>	<i>Net CapEx</i>
2003	48,173.59	32,635.43	476.27	15,061.89
2004	49,313.66	31,302.67	907.91	17,103.07
2005	80,340.51	28,480.92	1,157.18	50,702.41
2006	66,652.70	31,349.36	1,359.57	33,943.77
2007	52,387.60	30,306.71	-	22,080.89
2008	66,826.88	39,600.46	-	27,226.43
2009	130,301.25	52,130.49	-	78,170.76
2010	68,022.12	79,859.74	-	-11,837.62

Sumber: Laporan keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Dengan menggunakan data *net capital expenditures* tersebut, tabel 4.29 menyajikan persentase *net capital expenditures* terhadap *after-tax EBIT*.

Tabel 4.29 Net Capital Expenditures Sebagai Persentase Dari After-Tax EBIT Pegadaian

	<i>EBIT(1-t)</i>	<i>Net CapEx</i>	<i>%Net CapEex</i>
2003	246,042.94	15,061.89	6.12%
2004	271,862.34	17,103.07	6.29%
2005	362,572.73	50,702.41	13.98%
2006	562,006.72	33,943.77	6.04%
2007	621,281.15	22,080.89	3.55%
2008	841,985.31	27,226.43	3.23%
2009	1,268,562.09	78,170.76	6.16%
2010	1,682,093.51	-11,837.62	-0.70%

Sumber: Laporan keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Setelah dirata-ratakan didapat rata-rata besarnya *net capital expenditures* adalah 5,59% dari laba usaha setelah pajak.

Setelah rata-rata persentase *capital expenditures* didapat langkah selanjutnya adalah membuat proyeksi dari laba usaha. Untuk dapat melakukan ini mula-mula harus diketahui terlebih dahulu *expected growth* dari laba usaha yang dapat dihitung menggunakan rumus berikut:

$$Expected\ Growth_{EBIT} = Reinvestment\ Rate \times Return\ on\ Capital$$

Di mana

$$Reinvestment\ Rate = \frac{NetCapEx + \Delta NCWC}{EBIT(1 - tax\ rate)}$$

$$Return\ on\ Capital = \frac{EBIT(1 - tax\ rate)}{BVofDebt + BVofEquity - Cash}$$

Perhitungan data historis *Reinvestment Rate* Pegadaian untuk pertumbuhan *EBIT* dapat dilihat di tabel 4.30.

Tabel 4.30 *Reinvestment Rate* Untuk *EBIT* Pegadaian

	<i>Net CapEx</i>	<i>ANCWC</i>	<i>EBIT(1-t)</i>	<i>Reinvestment Rate</i>
2003	15,061.89	-	246,042.94	-
2004	17,103.07	721,258.00	271,862.34	271.59%
2005	50,702.41	1,293,338.64	362,572.73	370.70%
2006	33,943.77	1,055,916.85	562,006.72	193.92%
2007	22,080.89	1,266,179.32	621,281.15	207.36%
2008	27,226.43	3,209,766.23	841,985.31	384.45%
2009	78,170.76	4,958,753.58	1,268,562.09	397.06%
2010	-11,837.62	4,137,392.60	1,682,093.51	245.26%

Sumber: Hasil olahan penulis

Perhitungan *ROC* Pegadaian untuk pertumbuhan *EBIT* dapat dilihat di tabel 4.31.

Tabel 4.31 *ROC* Untuk *EBIT* Pegadaian

	<i>EBIT(1-t)</i>	<i>BV of Debt</i>	<i>BV of Equity</i>	<i>Cash</i>	<i>ROC</i>
2003	246,042.94	2,049,879.82	606,316.90	79,044.80	9.55%
2004	271,862.34	2,773,749.39	700,029.10	154,883.25	8.19%
2005	362,572.73	3,966,238.97	867,101.73	116,268.31	7.69%
2006	562,006.72	4,892,019.09	1,131,582.04	160,576.29	9.59%
2007	621,281.15	5,897,509.71	1,479,729.89	187,428.50	8.64%
2008	841,985.31	8,828,086.80	1,943,999.67	212,810.66	7.97%
2009	1,268,562.09	13,320,005.94	2,539,458.19	267,988.50	8.14%
2010	1,682,093.51	16,986,839.89	3,296,202.95	357,072.32	8.44%

Sumber: Laporan keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Dengan menggunakan data-data yang telah diperoleh berikut ini merupakan perhitungan pertumbuhan *EBIT* Pegadaian. Data pertumbuhan *EBIT* Pegadaian dapat dilihat di tabel 4.32.

Tabel 4.32 Pertumbuhan EBIT Pegadaian

	<i>RR</i>	<i>ROC</i>	<i>EBIT Growth</i>
2003	-	9.55%	-
2004	271.59%	8.19%	8.05%
2005	370.70%	7.69%	22.33%
2006	193.92%	9.59%	43.30%
2007	207.36%	8.64%	8.06%
2008	384.45%	7.97%	22.93%
2009	397.06%	8.14%	34.34%
2010	245.26%	8.44%	24.46%

Sumber: Hasil olahan penulis

Dengan merata-ratakan data historis pertumbuhan *EBIT* maka didapat rata-rata pertumbuhan laba usaha sebesar 22,78%. Dengan rata-rata pertumbuhan tersebut dan rata-rata persentase *capital expenditures* sebesar 5,59% dari *aftertax EBIT* maka dapat dibuat proyeksi laba usaha setelah pajak dan *capital expenditures* yang dapat dilihat di tabel 4.33.

Tabel 4.33 Proyeksi Net Capital Expenditures Pegadaian

Dalam Jutaan Rupiah

	EBIT (1-t)	Net CapEx
2010	1,682,094	-11,838
2011	2,065,326	115,355
2012	2,535,872	141,637
2013	3,113,622	173,906
2014	3,823,001	213,527
2015	4,693,999	262,175
2016	5,763,437	321,907

Sumber: Hasil olahan penulis

4.4.3.4 Proyeksi Utang

Pegadaian merupakan perusahaan yang bergerak di bidang keuangan dan secara historis mendanai sebagian besar operasinya dengan utang. Untuk dapat memproyeksikan utang perusahaan di masa depan harus diketahui terlebih dahulu rasio utang Pegadaian menggunakan rumus berikut:

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

Perhitungan data historis rasio utang Pegadaian dapat dilihat di tabel 4.34.

Tabel 4.34 Debt Ratio Pegadaian

	<i>BV of Debt</i>	<i>Total Asset</i>	<i>Debt Ratio</i>
2003	2,049,879.82	2,656,196.73	0.77
2004	2,773,749.39	3,473,778.49	0.8
2005	3,966,238.97	4,833,340.70	0.82
2006	4,892,019.09	6,023,601.12	0.81
2007	5,897,509.71	7,377,239.60	0.8
2008	8,828,086.80	10,772,086.47	0.82
2009	13,320,005.94	15,859,464.13	0.84
2010	16,986,839.89	20,283,042.84	0.84

Sumber: Laporan keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Data historis *debt ratio* Pegadaian tersebut kemudian dirata-ratakan untuk mendapatkan rata-rata *debt ratio* Pegadaian sebesar 81,24%.

4.4.3.5 Proyeksi *Free Cash Flow to Equity*

Dengan mengasumsikan bahwa perusahaan mendanai *capital expenditures* dan working capital dengan utang, maka rumus *free cash flow to equity* dapat diubah menjadi sebagai berikut:

$$FCFE = \text{Net Income} - (\text{NetCapEx})(1 - \delta) - (\Delta\text{NCWC})(1 - \delta)$$

Di mana δ adalah persentase *capital expenditures* dan perubahan modal kerja yang didanai dengan utang. Untuk proyeksi ini nilai δ yang digunakan adalah rata-rata rasio utang Pegadaian sebesar 81,24%.

Proyeksi *net capital expenditures* setelah dikurangi pendanaan dengan menggunakan utang dapat dilihat di tabel 4.35.

Tabel 4.35 Proyeksi *Net Capital Expenditures* Pegadaian Setelah Dikurangi Pendanaan dengan Utang

Dalam Jutaan Rupiah

	Net CapEx	Net CapEx (1-δ)
2010	-11,838	-
2011	115,355	21,640
2012	141,637	26,570
2013	173,906	32,623
2014	213,527	40,056
2015	262,175	49,182
2016	321,907	60,387

Sumber: Hasil olahan penulis

Proyeksi perubahan *noncash working capital* setelah dikurangi pendanaan dengan menggunakan utang dapat dilihat di tabel 4.36.

Tabel 4.36 Proyeksi Perubahan *Noncash Working Capital* Pegadaian Setelah Dikurangi Pendanaan dengan Utang

Dalam jutaan Rupiah

	ΔNCWC	ΔNCWC (1-δ)
2011	2,173,634	407,752
2012	5,925,704	1,111,604
2013	7,596,620	1,425,051
2014	9,738,695	1,826,883
2015	12,484,789	2,342,023
2016	16,005,218	3,002,421

Sumber: Hasil olahan penulis

Dengan menggunakan proyeksi *net income*, *net capital expenditures* dan *changes in non cash working capital* yang telah diperoleh maka dapat dilakukan perhitungan proyeksi *FCFE* selama enam tahun ke depan. Proyeksi *FCFE* selama enam tahun ke depan dapat dilihat di tabel 4.37.

Tabel 4.37 Proyeksi *Free Cash Flow To Equity* Pegadaian

Dalam Jutaan Rupiah

	<i>Net Income</i>	<i>Net CapEx (1-δ)</i>	<i>ΔNCWC (1-δ)</i>	<i>FCFE</i>
2010	1,179,858	-11,838	9,711,408	-
2011	1,493,154	21,640	407,752	1,063,762
2012	1,889,642	26,570	1,111,604	751,468
2013	2,391,411	32,623	1,425,051	933,737
2014	3,026,419	40,056	1,826,883	1,159,480
2015	3,830,045	49,182	2,342,023	1,438,840
2016	4,847,063	60,387	3,002,421	1,784,255

Sumber: Hasil olahan penulis

4.4.4 Terminal Value

Terminal value dihitung menggunakan *constant growth model* sebagai berikut:

$$Terminal\ Value_t = \frac{Cash\ flow_{t+1}}{r - g_{stable}}$$

Diasumsikan setelah tahun 2015 pertumbuhan *FCFE* turun menjadi setara dengan pertumbuhan ekonomi Indonesia. Laporan IMF telah membuat tiga skenario untuk pertumbuhan ekonomi Indonesia di tahun 2016 yaitu 7,2% sebagai estimasi dasar, 8,2% jika terjadi reformasi ekonomi yang intensif dan 6% jika kondisi tidak terlalu baik. Satu asumsi lagi yang digunakan adalah jika setelah tahun 2015 *FCFE* Pegadaian tumbuh sebesar pertumbuhan *FCFE* yang telah dihitung sebesar 10,15%.

Namun pertumbuhan ekonomi tersebut masih merupakan pertumbuhan ekonomi riil. Pertumbuhan ekonomi tersebut harus diubah menjadi pertumbuhan ekonomi nominal agar konsisten dengan data yang lain dengan mengalikannya dengan tingkat inflasi. IMF memperkirakan tingkat inflasi Indonesia pada tahun 2016 sebesar 4,48%. Dengan menggunakan estimasi tersebut maka estimasi pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2016 adalah sebagai berikut:

Tabel 4.38 Pertumbuhan Ekonomi Riil dan Nominal Indonesia Tahun 2016

	<i>Delayed Reform</i>	<i>Baseline</i>	<i>Intensive Reform</i>
<i>Real GDP Growth</i>	6%	7.2%	8.2%
<i>Inflation rate</i>	4.48%		
<i>Nominal GDP Growth</i>	10.75%	12.00%	13.05%

Sumber: Hasil olahan penulis

Dengan menggunakan data yang telah didapat maka *Terminal Value* yang dihasilkan untuk keempat skenario adalah sebagai berikut:

$$Terminal Value_1 = \frac{1.784.255.345.902,16}{18,11\% - 10,75\%} = 24.258.565.449.193,10$$

$$Terminal Value_2 = \frac{1.784.255.345.902,16}{18,11\% - 12,00\%} = 29.225.384.729.474,90$$

$$Terminal Value_3 = \frac{1.784.255.345.902,16}{18,11\% - 13,05\%} = 35.295.752.018.204,80$$

$$Terminal Value_4 = \frac{1.784.255.345.902,16}{18,11\% - 10,15\%} = 22.428.916.958.856,20$$

4.4.5 Nilai Ekuitas Perusahaan

Setelah proyeksi *FCFE* dan *Terminal Value* diketahui maka nilai perusahaan dapat dihitung dengan menghitung present value dari arus kas yang dapat diterima pemegang saham. Untuk menghitung nilai perusahaan digunakan dua pendekatan yaitu *Constant Growth FCFE Model* dan *Two Stage Discounted FCFE Model*. Rumus *Constant Growth FCFE Model* adalah sebagai berikut:

$$Value\ of\ Equity = \frac{FCFE_t}{k_e - g_n}$$

Sementara rumus *Two Stage Discounted FCFE Model* adalah sebagai berikut:

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{\text{Terminal Value}}{(1 + k_e)^n}$$

Dengan menggunakan rumus *Constant Growth FCFE Model* nilai perusahaan Pegadaian saat IPO tahun 2012 adalah sebagai berikut:

$$\text{Value of Equity} = \frac{730.002.359.319,99}{18,11\% - 10,15\%} = 9.177.477.533.632,21$$

Maka didapat nilai perusahaan Pegadaian sebesar Rp9.177.477.533.632,21

Dari rumus *Two Stage Discounted FCFE Model* maka didapat nilai perusahaan saat IPO tahun 2012 dengan empat asumsi pertumbuhan seperti dapat dilihat dalam tabel 4.38.

Tabel 4.39 Discounted Free Cash Flow To Equity Pegadaian

Dalam Jutaan Rupiah

		2012	2013	2014	2015	2016 (Terminal Value)
6% GDP growth	FCFE	751,468	933,737	1,159,480	1,438,840	24,258,565
	PV 2012	-	790,598	831,239	873,386	12,467,795
	NPV 2012	14,963,018				
7.2% GDP Growth	FCFE	751,468	933,737	1,159,480	1,438,840	29,225,384
	PV 2012	-	790,598	831,239	873,386	15,020,514
	NPV 2012	17,515,737				
8.2% GDP growth	FCFE	751,468	933,737	1,159,480	1,438,840	35,295,752
	PV 2012	-	790,598	831,239	873,386	18,140,406
	NPV 2012	20,635,628				
10.15% FCFE growth	FCFE	751,468	933,737	1,159,480	1,438,840	22,428,916
	PV 2012	-	790,598	831,239	873,386	11,527,440
	NPV 2012	14,022,662				

Sumber: Hasil olahan penulis

Pertumbuhan sebesar 6% merupakan estimasi pertumbuhan ekonomi Indonesia oleh *IMF* dengan asumsi terjadi hambatan dalam reformasi perekonomian Indonesia, pertumbuhan sebesar 7,2% merupakan estimasi dasar pertumbuhan ekonomi Indonesia oleh *IMF* sedangkan pertumbuhan sebesar 8,2% merupakan estimasi pertumbuhan ekonomi Indonesia oleh *IMF* dengan asumsi Indonesia mengalami reformasi perekonomian yang pesat. Pertumbuhan sebesar 10,15% merupakan estimasi pertumbuhan *FCFE* yang telah dihitung sebelumnya.

Dari hasil perhitungan didapat nilai ekuitas Pegadaian sebesar Rp14.963.018.179.077,50 jika diasumsikan pertumbuhan *FCFE* sama dengan estimasi pertumbuhan ekonomi tahun 2016 sebesar 6%, Rp17.515.736.686.746,10 jika diasumsikan pertumbuhan ekonomi tahun 2016 sebesar 7,2%, Rp20,635,628,523,319.50 jika diasumsikan pertumbuhan ekonomi tahun 2016 sebesar 8,2% dan Rp14.022.662.329.539,50 jika diasumsikan pertumbuhan *FCFE* sebesar 10,15%.

4.4.6 Perkiraan Jumlah Lembar Saham

Untuk dapat mengetahui nilai satu lembar saham Pegadaian maka mula-mula harus diperkirakan terlebih dahulu jumlah ekuitas yang dimiliki Pegadaian pada 2012. Data historis perubahan ekuitas Pegadaian dapat dilihat di tabel 4.39.

Tabel 4.40 Pertumbuhan Ekuitas Pegadaian

	<i>BV of Equity</i>	<i>Equity Growth</i>
2003	606,316.90	-
2004	700,029.10	15.46%
2005	867,101.73	23.87%
2006	1,131,582.04	30.50%
2007	1,479,729.89	30.77%
2008	1,943,999.67	31.38%
2009	2,539,458.19	30.63%
2010	3,296,202.95	29.80%

Sumber: Laporan keuangan Pegadaian dan hasil olahan penulis

Dari data historis pertumbuhan ekuitas tersebut kemudian dirata-ratakan untuk memperoleh rata-rata pertumbuhan ekuitas sebesar 27,36%. Dengan menggunakan pertumbuhan tersebut maka proyeksi jumlah ekuitas pada tahun 2012 dapat dilihat di tabel 4.40.

Tabel 4.41 Proyeksi Pertumbuhan Ekuitas Pegadaian

Dalam jutaan Rupiah

	<i>BV of Equity</i>
2010	3,296,203
2011	4,198,159
2012	5,346,921

Sumber: Hasil olahan penulis

Dalam proses penawaran umum struktur modal perusahaan harus direstrukturisasi menjadi sejumlah lembar saham dengan nilai nominal tertentu. Jumlah lembar saham dihitung dengan menggunakan rumus berikut:

$$\text{Jumlah Lembar Saham} = \frac{\text{BV of Equity}}{\text{Nilai nominal}}$$

Nilai nominal yang paling lazim digunakan oleh perusahaan yang sahamnya dijual di Bursa Efek Indonesia adalah Rp1.000,00, Rp500,00 atau Rp100,00

Dengan asumsi nilai nominal saham yang digunakan adalah Rp1.000,00, maka jumlah lembar saham Pegadaian adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Jumlah lembar saham} &= \frac{5.346.920.591.259,07}{1000} \\ &= 5.346.920.591 \text{ lembar} \end{aligned}$$

4.4.7 Harga Saham per Lembar

Dengan menggunakan jumlah lembar saham dan nilai perusahaan yang telah diperoleh maka nilai per lembar saham untuk kelima skenario yang telah dibuat dapat dilihat di tabel 4.41

Tabel 4.42 Nilai Per Lembar Saham Pegadaian

	<i>Constant Growth FCFE Model</i>	<i>Two Stage Discounted FCFE Model</i>			
		6% GDP growth	7,2% GDP growth	8,2% GDP growth	10,15% FCFE growth
Nilai Perusahaan (Juta Rp)	9.177.477	14.963.018	17.515.736	20.635.628	14.022.662
Jumlah Lembar Saham (Juta Lembar)	5437				
Nilai saham/lembar	Rp 1.716,40	Rp 2.798,44	Rp 3.275,86	Rp 3.859,35	Rp 2.622,57

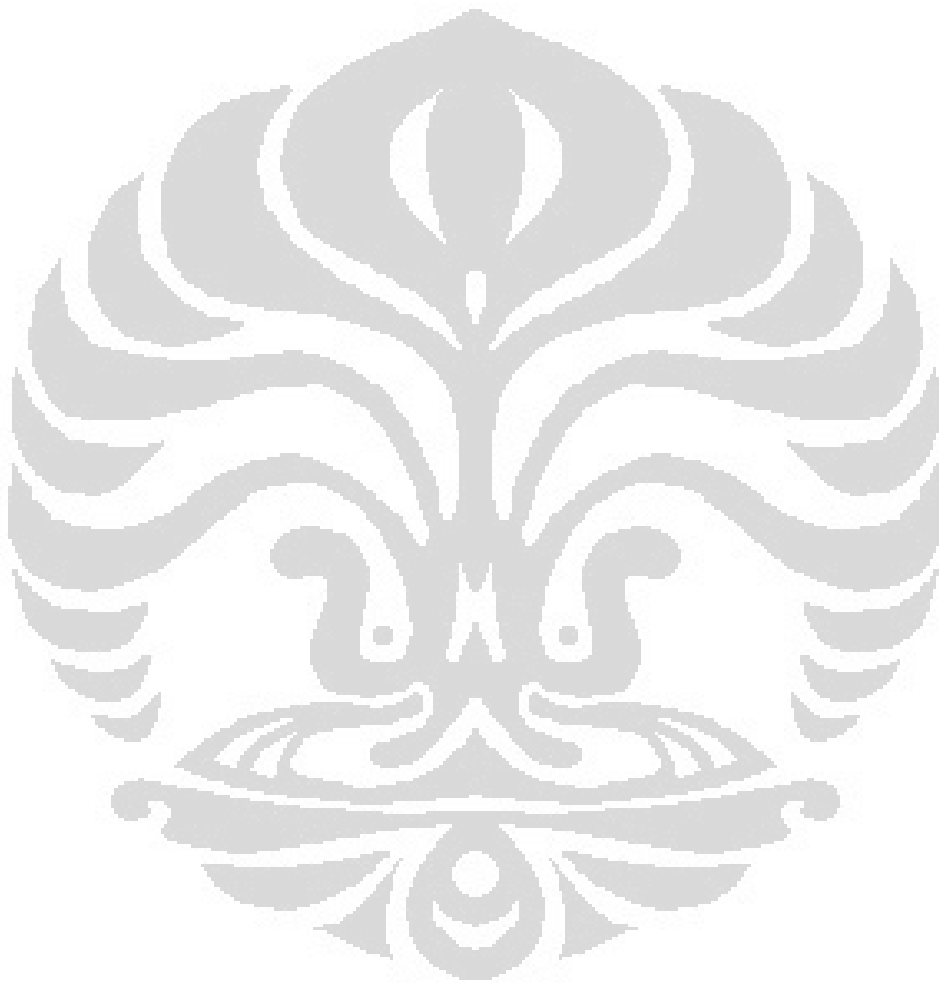
Sumber: Hasil Olahan Penulis

Dari perhitungan di atas diperoleh nilai saham per lembar sebesar Rp 1.716,40 untuk perhitungan menggunakan *Constant Growth FCFE Model*. *Two Stage Discounted FCFE Model* menghasilkan nilai saham per lembar sebesar Rp 2.798,44 dengan asumsi pertumbuhan PDB sebesar 6%, Rp 3.275,86 dengan asumsi pertumbuhan PDB sebesar 7,2%, Rp 3.859,35 dengan asumsi pertumbuhan PDB sebesar 8,2%, dan Rp 2.622,57 dengan asumsi pertumbuhan PDB sebesar 10,15%.

Mengingat saat ini Pegadaian masih dalam tahap pengembangan usaha yang diikuti oleh pertumbuhan yang tinggi dalam beberapa tahun ke depan *Two Stage Discounted FCFE Model* lebih tepat menggambarkan kondisi FCFE Pegadaian.

Damodaran (2006) menyatakan bahwa dalam menentukan *terminal value*, Pertumbuhan konstan perusahaan yang beroperasi hanya di dalam negeri harus dibatasi oleh pertumbuhan ekonomi negara tempat perusahaan tersebut beroperasi sehingga dari empat asumsi pertumbuhan konstan yang digunakan untuk menghitung *terminal value* dalam *Two Stage Discounted FCFE Model*, skenario dengan pertumbuhan konstan sebesar 10,15% dapat diabaikan.

Dari tiga kemungkinan pertumbuhan ekonomi yang digunakan, pertumbuhan ekonomi sebesar 7,2% adalah pertumbuhan yang dianggap paling tepat untuk digunakan dalam perhitungan *terminal value* karena IMF menggunakan pertumbuhan sebesar 7,2% sebagai *baseline* dalam mengestimasi pertumbuhan ekonomi Indonesia sehingga nilai wajar saham yang dihasilkan sebesar Rp 3.275,86 adalah nilai wajar saham yang dijadikan patokan.



BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Kesimpulan yang dapat diambil dari tesis ini adalah sebagai berikut:

- Dengan menggunakan dua model dan lima skenario pertumbuhan FCFE Pegadaian didapatkan rentang nilai wajar harga saham Pegadaian yaitu antara Rp 1.716,40 per lembar sampai Rp 3.859,35 per lembar
- Dengan mempertimbangkan pertumbuhan Pegadaian yang masih tinggi dan *baseline* perkiraan tingkat pertumbuhan ekonomi Indonesia sebesar 7,2%, maka nilai wajar saham sebesar Rp 3.275,86 adalah nilai wajar harga saham yang dijadikan patokan.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Penelitian ini hanya menggunakan salah satu dari metode valuasi perusahaan yang ada. Masih terdapat metode valuasi lain yang dapat diaplikasikan untuk menghitung nilai wajar saham Pegadaian
- Pegadaian berencana melakukan IPO pada tahun 2012 dan penelitian ini dilakukan pada akhir tahun 2011 sehingga data laporan keuangan tahun 2011 dan 2012 belum tersedia saat penelitian dilakukan.
- Karena keterbatasan akses terhadap data laporan keuangan Pegadaian, periode data yang digunakan hanya dari tahun 2003 hingga tahun 2010 sesuai dengan data laporan keuangan yang dapat diakses melalui situs Pegadaian. Periode data yang ideal harus sepanjang mungkin dan mengikutsertakan data terbaru

5.3 Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang sudah dilakukan, maka saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut:

- Pegadaian dan penjamin emisinya dapat menggunakan rentang harga yang telah diperoleh sebagai salah satu pertimbangan dalam menentukan harga *IPO*.
- Investor juga dapat menggunakan rentang harga dan nilai wajar saham yang dihasilkan sebagai pertimbangan dalam membuat keputusan investasi.
- Akademisi dapat mencoba menggunakan metode valuasi lain untuk mengetahui nilai wajar harga saham Pegadaian. Masih terdapat pendekatan-pendekatan lain yang dapat digunakan untuk menghitung nilai wajar harga saham Pegadaian seperti *Dividend Discount Model*, *Relative Valuation*, dan *Contingent Claim Valuation*.

DAFTAR PUSTAKA

- Badan Pusat Statistik. (2011). Laporan Bulanan Data Sosial Ekonomi, November 2011. Statistics Indonesia
<http://dds.bps.go.id/download_file/IP_November_2011.pdf>
- Bloomberg. (n.d.). U.S. Government Bonds, Treasury & Municipal Bond Yields - Bloomberg. Bloomberg - Business & Financial News, Breaking News Headlines. <<http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us/>>
- Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A.J., (2009) Investment (8th ed). New York: McGraw Hill
- Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor (2011) Consumer Price Index – October 2011, <<http://www.bls.gov/news.release/pdf/cpi.pdf>>
- Bank Indonesia (2011). Kajian Stabilitas Keuangan – No.17, September 2011. Bank Indonesia Official Website.
<http://www.bi.go.id/NR/rdonlyres/6A909201-319A-48FA-A54C-28730BDD2B70/24331/KSK_170911.pdf>
- Bank Indonesia (2011). Laporan Kebijakan Moneter – Triwulan III 2011. Bank Indonesia Official Website.
<<http://www.bi.go.id/NR/rdonlyres/57C2A2B2-3D7D-4FB2-BE3E-CC852BEEA9F3/24412/LKMTRWIII2011.pdf>>
- Bank Indonesia (2011). Tinjauan Kebijakan Moneter – November 2011. Bank Indonesia Official Website. <<http://www.bi.go.id/NR/rdonlyres/18577CD0-C607-4438-AD13-70CBCED53053/24755/TKMNovember2011final.pdf>>
- Damodaran, A. (2006). Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. New York: John Wiley & Sons Inc
- Damodaran, A. (2008). What is the Riskfree Rate? A Search for the Basic Building Block. Damodaran Online.
<<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/riskfreerate.pdf>>
- Damodaran, A. (2009). Valuing Financial Service Firms. Damodaran Online.
<<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/finfirm09.pdf>>

- Damodaran, A. (2011) Levered and Unlevered Beta By Industry – Emerging Market. Damodaran Online.
<<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaemerg.xls>>
- Damodaran, A. (2011). Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2011 Edition. Damodaran Online.
<<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/ERP2011.pdf>>
- Damodaran, A. (2011) Risk Premiums for Other Markets. Damodaran Online.
<<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctrypremJuly11.xls>>
- Fitch Ratings (n.d.) Fitch - Complete Sovereign Rating History. Fitch ratings – Dedicated to Providing Value Beyond The Rating.
<http://www.fitchratings.com/web_content/ratings/sovereign_ratings_history.xls>
- Indonesia. (a), Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Tentang Perusahaan Umum (Perum) Pegadaian, No. 103 Tahun 2000, LN No. 200 Tahun 2000
- Indonesia. (b), Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Tentang Penggabungan, Peleburan, Pengambilalihan dan Perubahan Bentuk Badan Hukum Badan Usaha Milik Negara, No. 43 Tahun 2005, LN No. 115 Tahun 2005, TLN No. 4554
- Indonesia. (c), Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Tentang Pengalihan Bentuk Perusahaan Jawatan (Perjan) Pegadaian Menjadi Perusahaan Umum (Perum) Pegadaian, No. 10 Tahun 1990,
- Indonesia. (d), Undang-Undang Pasar Modal, UU No. 8 Tahun 1995, LN No. 64 Tahun 1995, TLN No. 3608
- International Monetary Fund (2011). World Economic Outlook Database, September 2011. International Monetary Fund.
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/WEOSep2011a11.xls>>
- International Monetary Fund (2011). Indonesia: Staff Report for the 2011 Article IV Consultation. International Monetary Fund
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11309.pdf>>
- KPMG (2011). Corporate and Indirect Tax Survey 2011. 8 Desember 2011. KPMG
<<http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/corporate-and-indirect-tax-rate-survey-2011.pdf>>

- Lin, C. W. (2011) Krisis dan Risiko Bursa Indonesia. Indonesian Financial Review – Diproduksi Pusat Data Dan Analisa TEMPO (PDAT) & Independent Research & Advisory Indonesia (IRAI), 10, 4
- Miles, D., Scott, A. (2005) Macroeconomics: Understanding the Wealth of Nations. Chicester: John Wiley & Sons Inc
- Moody's (n.d.). Moody's – Sovereign Ratings Summary. Moody's - Credit Ratings, Research, Tools, And Analysis For The Global Capital Market <http://www.moodys.com/research/Sovereign-Ratings-Summary?lang=en&cy=global&docid=PBC_124089>
- Oktarinda, A. (2011). Industri Pembiayaan Tahun Depan Tumbuh 20%. Bisnis.com. <<http://www.bisnis.com/articles/industri-pembiayaan-tahun-depan-tumbuh-20-percent>>
- Perum Pegadaian. (2006). Laporan Tahunan'05. Portal Perum Pegadaian. <http://www.pegadaian.co.id/download/CD_ANNUAL_2005.zip>
- Perum Pegadaian. (2007). Laporan Tahunan 2006. Portal Perum Pegadaian. <http://www.pegadaian.co.id/download/CD_ANNUAL_2006.zip>
- Perum Pegadaian. (2008). Membantu Program Pemerintah Sejahterakan Ekonomi Rakyat: Laporan Tahunan 2007. Portal Perum Pegadaian. <http://www.pegadaian.co.id/download/CD_ANNUAL_2007.zip>
- Perum Pegadaian. (2009). Kerabat Menggapai Cita: Laporan Tahunan 2008. Portal Perum Pegadaian. <http://www.pegadaian.co.id/download/Annual_Report_Perum_Pegadaian_2008.zip>
- Perum Pegadaian. (2010). Menuju Sang Juara: Laporan Tahunan 2009. Portal Perum Pegadaian. <http://www.pegadaian.co.id/download/Annual_Report_Pegadaian_2009.zip>
- Perum Pegadaian. (2011). Terus Berbakti Untuk Negeri: Laporan Tahunan 2010. Portal Perum Pegadaian. <http://www.pegadaian.co.id/download/Annual_Report_Pegadaian_2010.zip>
- Perum Pegadaian (2011) Prospektus Awal Penawaran Umum Berkelanjutan Obligasi Berkelanjutan I Perum Pegadaian Tahun 2011. Jakarta
- Porter, M. E. (2008). The Five Competitive Forces That Shape Strategy - Harvard Business Review . Harvard Business Review Case Studies, Articles, Books.

<<http://hbr.org/2008/01/the-five-competitive-forces-that-shape-strategy/ar/1>>

Ross, S. A., Westerfield, R., & Jaffe, J. F. (2005). Corporate finance (7th ed.). Boston: McGraw-Hill/Irwin.

Standard & Poor's (n.d.). Sovereigns Ratings List. Standard & Poor's Rating Service <<http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/en/us>>

Yahoo! Finance. (n.d.). Composite Index (Jakarta: ^JKSE). Yahoo! Finance. <<http://finance.yahoo.com/q?s=%5Ejkse&q1=1>>

Yahoo! Finance. (n.d.). IDR/USD (CCY: IDRUSD=X). Yahoo! Finance. <<http://finance.yahoo.com/q?s=IDRUSD%3DX&q1=0>>

