



UNIVERSITAS INDONESIA

ANALISIS PENILAIAN PERUSAHAAN TARGET DALAM PROSES
AKUISISI (PT BANK MUAMALAT INDONESIA TBK)

TESIS

INDRA FALATEHAN

0906654185

FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
DESEMBER 2011



UNIVERSITAS INDONESIA

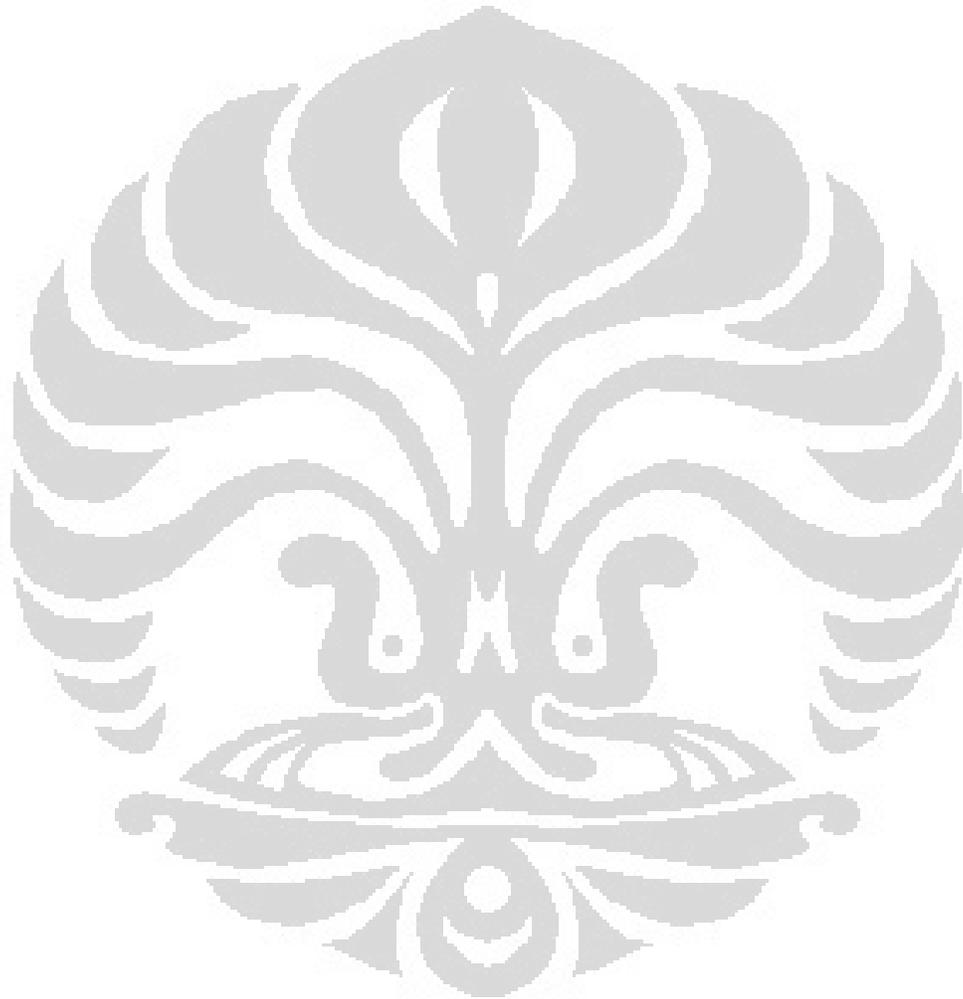
ANALISIS PENILAIAN PERUSAHAAN TARGET DALAM PROSES
AKUISISI (PT BANK MUAMALAT INDONESIA TBK)

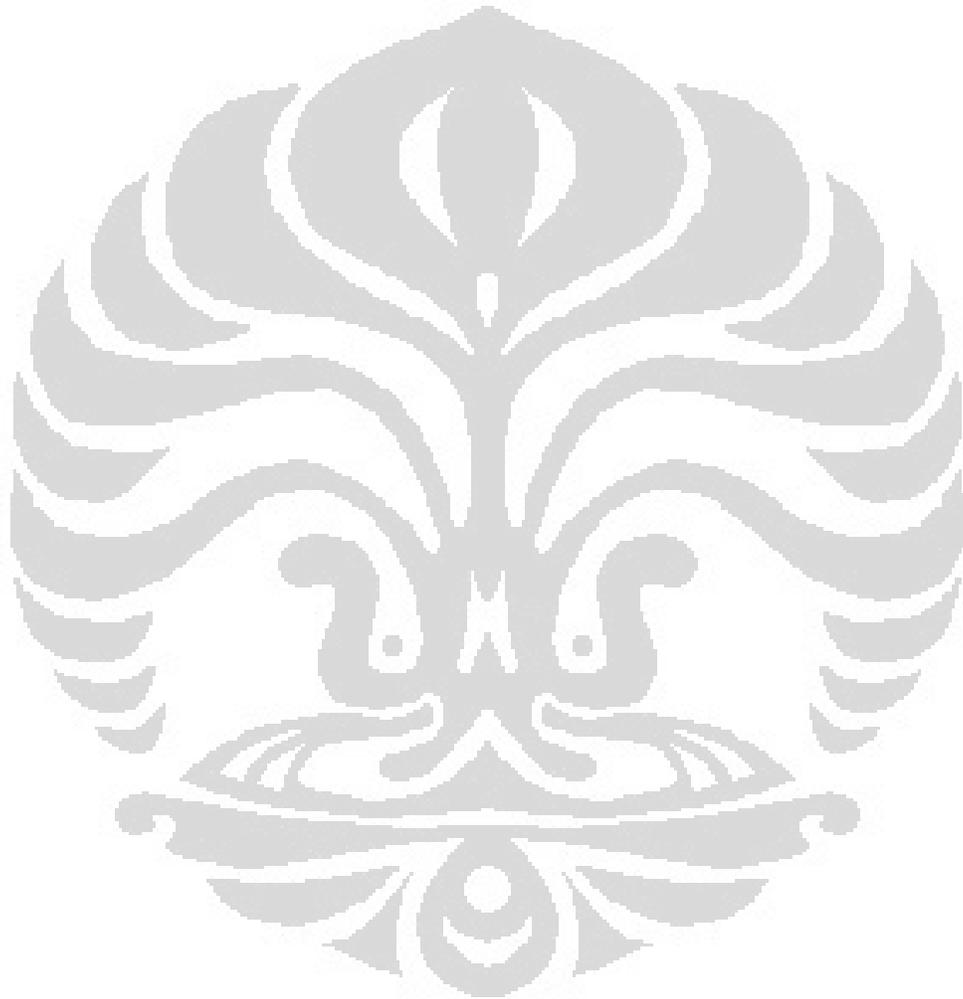
TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen

INDRA FALATEHAN
0906654185

FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
DESEMBER 2011





KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, segala puji bagi Allah SWT atas semua nikmat yang diberikan untuk menyelesaikan Tesis ini. Tesis ini membahas mengenai valuasi atas penawaran penjualan saham Bank Muamalat Indonesia Tbk pada pertengahan tahun 2011. Dengan melakukan valuasi ini diharapkan dapat diketahui nilai intrinsic dari saham suatu perusahaan yang sedang ditawarkan oleh pemegang saham lamanya.

Tesis ini bertujuan untuk melakukan valuasi terhadap saham suatu bank yang merupakan perusahaan terbuka namun *non listed* dan membandingkannya dengan nilai penawaran dari pemegang saham existingnya. Selain itu penelitian ini juga bertujuan untuk menunjukkan variabel-variabel *predictor* apa saja yang penting dalam *Price to book Value Ratio* perbankan Indonesia.

Dalam melakukan penelitian ini penulis didukung sepenuhnya oleh dosen dan staf Program Magister Manajemen Universitas Indonesia (MMUI). Untuk itu penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada :

1. Bapak Prof. Rhenald Kasali, PhD, selaku Ketua Program MMUI.
2. Bapak Prof. Roy Sembel, PhD, selaku Dosen Pembimbing yang telah memberikan dukungan dan arahan terkait dengan tesis ini.
3. Direksi Bank Syariah Mandiri, Pimpinan dan staff *Desk* Pembiayaan Khusus dan Sindikasi Bank Syariah Mandiri tempat penulis bekerja.
4. Seluruh dosen program MMUI yang telah mengajar dan memberikan ilmu kepada penulis beserta seluruh staf program MMUI
5. Orang tua, Istri, anak-anak dan adik-adik yang telah memberikan doa dan dukungan kepada penulis
6. Teman-teman yang telah memberikan dukungan dan mendoakan penulis.

Akhir kata, semoga karya akhir ini bermanfaat buat pembaca dan tempat bekerja penulis.

Jakarta, 16 Januari 2012

Penulis

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

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

Nama : Indra Falatehan
NPM : 0906654185
Program Studi : Magister Manajemen
Departemen :
Fakultas : Ekonomi
Jenis karya : Tesis

demikian 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 :

Analisis Penilaian Perusahaan Target Dalam Proses Akuisisi (PT Bank Muamalat Indonesia Tbk)

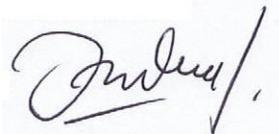
beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Non eksklusif ini di Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sbagai penulis/pencipta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

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : 16 Januari 2012

Yang menyatakan



(Indra Falatehan)

ABSTRAK

Nama : Indra Falatehan
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Analisis Penilaian Perusahaan Target Dalam Proses Akuisisi (PT Bank Muamalat Indonesia Tbk)

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis nilai perusahaan dalam proses akuisisi (Bank Muamalat Indonesia Tbk) dengan menggunakan metode *Dividend Discount Model* dan Rasio *Price to Book Value*. Dalam perhitungan menggunakan metode Rasio *Price To Book Value*, dilakukan penelitian terhadap variabel-variabel yang diduga merupakan variabel prediktor dari Rasio *Price to Book Value*. Nilai penawaran akuisisi (nilai jual) dari pemegang saham existing adalah konon kabarnya sebesar 3,2 kali dari *Book Value*. Dengan metode *Dividend Discount Model* diketahui bahwa nilai penawaran *overvalue* dibandingkan dengan nilai hasil perhitungan dengan metode tersebut yang menghasilkan nilai sebesar Rp. 912,271,073,396,- dan dengan metode Rasio *Price to Book Value* diketahui bahwa nilai penawaran juga *overvalue* dibandingkan dengan nilai yang diperoleh dari perhitungan dengan metode tersebut yang menghasilkan nilai sebesar Rp. 2.725.798.015.378,- . Dengan demikian dapat diambil kesimpulan bahwa keputusan Bank Mandiri untuk mundur dalam penawaran akuisisi Bank Muamalat Indonesia adalah keputusan yang tepat bagi Bank Mandiri karena nilai penawaran jauh lebih tinggi dibandingkan dengan nilai intrinsik berdasarkan metode *Dividend Discount Model* maupun metode Rasio *Price to Book Value*.

Kata kunci : *Dividend Discount Model*, Rasio *Price to Book Value*, *intrinsic value*

ABSTRACT

Name: Indra Falatehan
Study Program: Master of Management
Title: Analysis of the Target Company Valuation in Acquisition Process (PT Bank Muamalat Indonesia Tbk)

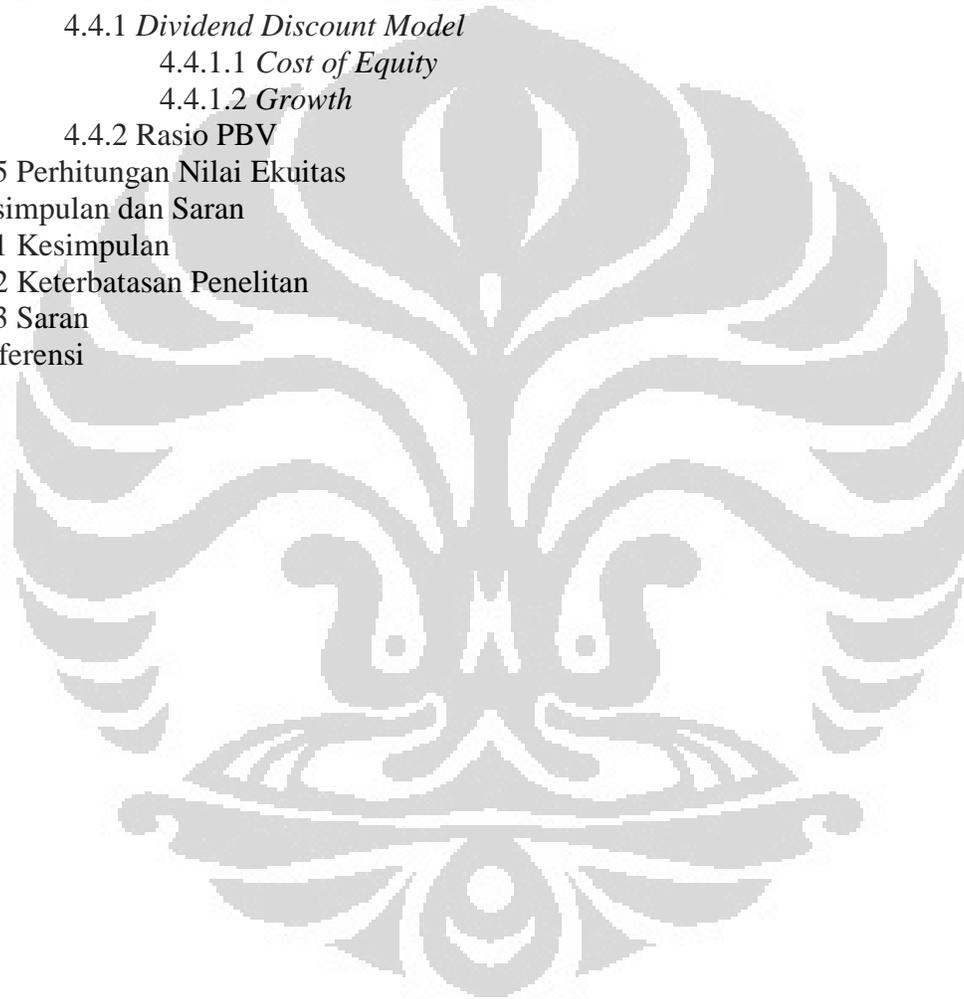
This study aims to analyze the company's value in the process of acquisition (Bank Muamalat Indonesia Tbk) using the method of Dividend Discount Model and Price to Book Value Ratio. In the calculation using the method Price to Book Value Ratio, an examination of the variables which allegedly is a variable predictor of Price to Book Value Ratio. Value of the acquisition bid (selling) of existing shareholders are reportedly amounting to 3.2 times the Book Value. For the method of Dividend Discount Model is known that the bid price overvalued compared with the calculated value method premises that generates the value of Rp 912,271,073,396,-, and for the method of Price to Book Value Ratio is known that the bid price is also overvalued compared with values obtained from calculations with the method that produces a value of Rp. 2,725,798,015,378, -. It can be concluded that the Bank's decision to withdraw from the bid acquisition Muamalat Indonesia was the right decision for the Bank Mandiri as the bid price is much higher than the intrinsic value based method of Dividend Discount Models and methods of Price to Book Value Ratio.

Keywords: Dividend Discount Model, Price to Book Value Ratio, intrinsic value

DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Halaman Pernyataan Orisinalitas	ii
Halaman Pengesahan	iii
Kata Pengantar	iv
Halaman Pernyataan Persetujuan Publikasi	v
Abstrak	vi
Abstract	vii
Daftar Isi	viii
Daftar Tabel	x
Daftar Rumus	xi
Bab 1 Pendahuluan	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Identifikasi Masalah	4
1.3 Tujuan Penelitian	5
1.4 Manfaat Penelitian	5
1.5 Ruang Lingkup Penelitian	5
1.6 Sistematika Pembahasan	6
Bab 2 Landasan Teori	7
2.1 Karakteristik Bank Syariah	7
2.1.1 Kewajiban	8
2.1.2 Ketentuan Otoritas Perbankan	8
2.1.3 <i>Reinvestment</i> pada Bank	10
2.2 Kerangka Pokok dalam Melakukan <i>Valuation</i> Bank	11
2.3 <i>Discounted Cash Flow</i>	13
2.3.1 <i>Dividend Discount Model</i>	14
2.3.1.1 <i>Cost of Equity</i>	15
2.3.1.1. <i>Payout Ratio</i>	17
2.3.1.1. <i>Expected Growth Rate in Earnings per Share</i>	18
2.3.2 <i>Cash Flow to Equity Model</i>	19
2.3.3 <i>Excess Return Model</i>	20
2.4 <i>Relative Valuation</i>	21
2.4.1 <i>Price Earnings Ratio (PE Ratio)</i>	23
2.4.2 <i>Price to Book Value Ratio (PBV Ratio)</i>	24
Bab 3 Metodologi Penelitian	32
3.1 Data dan Sampel	32
3.2 Jenis dan Sumber Data	32
3.3 Prosedur Penelitian	33
3.3.1 <i>Dividend Discount Model</i>	33
3.3.2 <i>Price to Book Value Ratio</i>	35
Bab 4 Analisis dan Pembahasan	44
4.1 Perkembangan Industri Perbankan Syariah di Indonesia	44
4.2 Profil Bank Muamalat Indonesia Tbk	45

4.2.1 Kinerja Bank Muamalat Indonesia Tbk	46
4.2.2 Proses Penawaran Akuisisi Bank Muamalat Indonesia Tbk	53
4.3 Variabel-Variabel <i>Predictor Price to Book Value Ratio</i>	55
4.3.1 Korelasi	56
4.3.2 <i>EPS Growth</i>	58
4.3.3 <i>Size</i>	58
4.3.4 Beta	58
4.3.5 ROE	58
4.4 Perhitungan Nilai Bank Muamalat Indonesia Tbk dengan <i>Dividend Discount Model</i> dan <i>PBV Ratio</i>	59
4.4.1 <i>Dividend Discount Model</i>	59
4.4.1.1 <i>Cost of Equity</i>	59
4.4.1.2 <i>Growth</i>	61
4.4.2 Rasio PBV	62
4.5 Perhitungan Nilai Ekuitas	63
Bab 5 Kesimpulan dan Saran	64
5.1 Kesimpulan	64
5.2 Keterbatasan Penelitian	64
5.3 Saran	65
Daftar Referensi	66

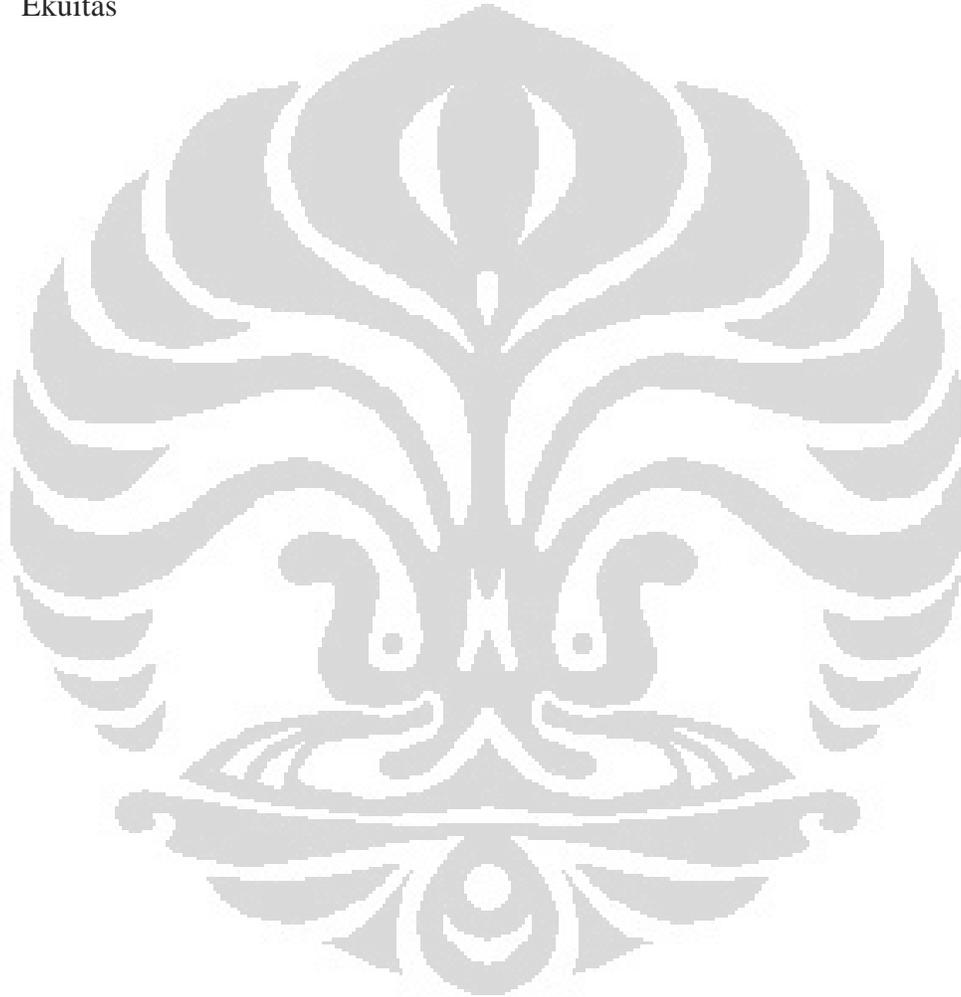


DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 <i>EPS Growth</i> Perbankan Indonesia	36
Tabel 3.2 <i>Raw Beta, DER, Tax Rate & Fixed to Variable Cost</i> Industri Perbankan Indonesia	37
Tabel 3.3 Skenario nilai beta	38
Tabel 3.4 Skenario nilai <i>unlevered</i> beta	38
Tabel 3.5 Skenario nilai <i>levered</i> beta	39
Tabel 3.6 Skenario nilai <i>business</i> beta	39
Tabel 3.7 Skenario nilai <i>unlevered</i> beta BMI	40
Tabel 3.8 Skenario nilai <i>levered</i> beta BMI	41
Tabel 3.9 Skenario nilai <i>bottom up</i> betas BMI	41
Tabel 4.1 Perkembangan Jaringan Kantor Perbankan Syariah Indonesia	44
Tabel 4.2 Rasio Keuangan Penting BMI 2 tahun terakhir	46
Tabel 4.3 Rasio Keuangan Penting BMI 5 tahun terakhir	47
Tabel 4.4 Pertumbuhan Aset, Pembiayaan, Dana Pihak Ketiga dan Ekuitas	48
Tabel 4.5 Laba Rugi dan Neraca BMI tahun 2010	51
Tabel 4.6 Pemegang saham BMI per 30 Desember 2010	54
Tabel 4.7 Korelasi antara <i>EPS Growth, Size, Beta, ROE, DPO</i> dan PBV	56
Tabel 4.8 Analisa Regresi	57

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Aset 10 Bank Terbesar tahun 2010	2
Gambar 1.2 Komposisi Kepemilikan Saham BMI per Desember 2010	3
Gambar 4.1 Grafik Pertumbuhan Asset, Pembiayaan, Dana Pihak Ketiga dan Ekuitas	48



DAFTAR RUMUS

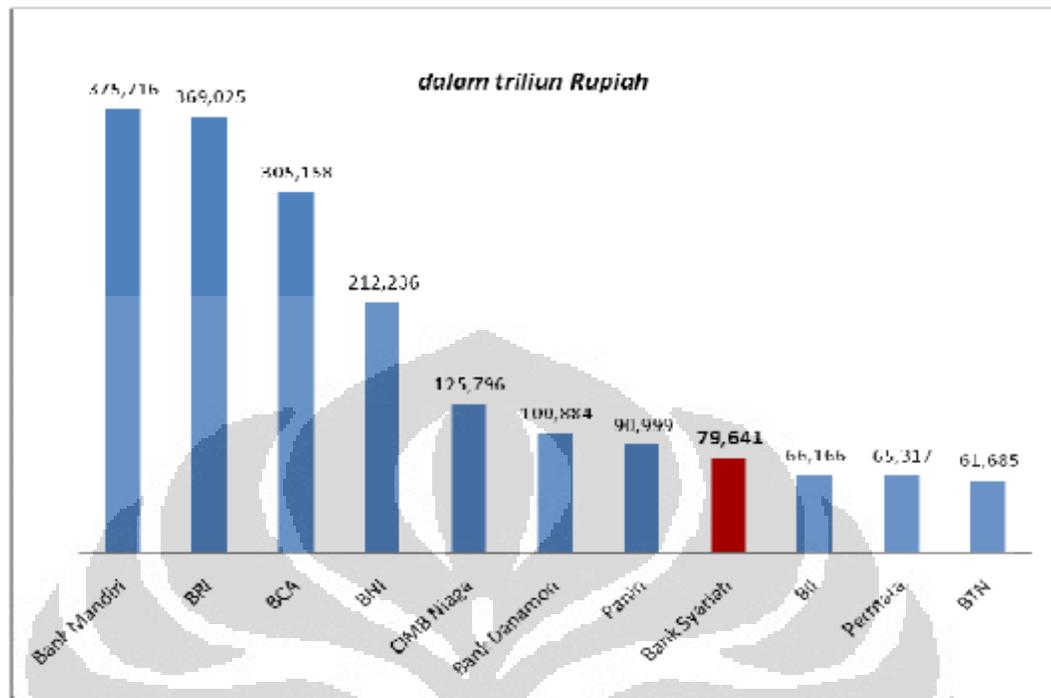
Rumus 2.1	<i>Free Cash Flow to Equity</i>	11
Rumus 2.2	<i>Free Cash Flow to Equity</i>	12
Rumus 2.3	<i>Free Cash Flow to Equity</i>	12
Rumus 2.4	<i>Value</i> perusahaan dengan pertumbuhan stabil	12
Rumus 2.5	<i>Value</i> perusahaan dengan pertumbuhan dua tahap	14
Rumus 2.6	<i>Value of equity per share</i>	14
Rumus 2.7	Nilai per saham modal pada pertumbuhan stabil	14
Rumus 2.8	Nilai per saham dengan pertumbuhan dua tahap	14
Rumus 2.9	Hasil regresi <i>earnings private firm</i> dengan <i>earnings JCI</i>	16
Rumus 2.10	<i>Expected growth in EPS</i>	19
Rumus 2.11	<i>Adjusted Net Income</i>	20
Rumus 2.12	<i>Value of equity in excess return model</i>	20
Rumus 2.13	<i>Excess equity return</i>	21
Rumus 2.14	<i>PE Ratio</i>	23
Rumus 2.15	<i>PBV Ratio</i>	25
Rumus 2.16	<i>Market to Book Ratio</i>	25
Rumus 2.17	<i>Value of equity per share</i> dengan pertumbuhan stabil	26
Rumus 2.18	<i>Value of equity per share</i> dengan pertumbuhan stabil	27
Rumus 2.19	<i>PBV Ratio</i> dengan pertumbuhan stabil	27
Rumus 2.20	<i>Value of equity</i>	27
Rumus 2.21	<i>Value of equity per share</i> dengan pertumbuhan dua tahap	28
Rumus 2.22	<i>PBV Ratio</i> dengan pertumbuhan dua tahap	28
Rumus 2.23	ROE	28
Rumus 2.24	<i>Expected growth rate</i>	29
Rumus 2.25	<i>Dividend Payout Ratio</i>	29
Rumus 3.1	<i>Rate of return</i>	33
Rumus 3.2	<i>Unlevered beta</i>	34
Rumus 3.3	<i>Levered beta</i>	34
Rumus 3.4	<i>Business beta</i>	34
Rumus 3.5	<i>Unlevered beta BMI</i>	35
Rumus 3.6	<i>Levered beta BMI</i>	35
Rumus 3.7	<i>EPS growth</i>	36
Rumus 3.8	ROE	41

BAB 1 PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Dalam melakukan pertumbuhan perusahaan dapat melakukannya secara organik maupun anorganik. Pertumbuhan organik ialah pertumbuhan perusahaan secara normal dengan cara menghasilkan laba kemudian laba tersebut ditahan (*retained earning*) atau disetorkan menjadi setoran modal. Pertumbuhan seperti ini memerlukan waktu yang cukup lama dibandingkan dengan pertumbuhan anorganik. Pertumbuhan anorganik ialah pertumbuhan suatu perusahaan dengan melakukan merger atau akuisisi perusahaan lain sehingga perusahaan hasil merger atau akuisisi menjadi lebih besar dibandingkan perusahaan asalnya. (Hamsal, 2010).

Bank Mandiri Tbk sebagai bank terbesar di Indonesia dalam hal aset (lihat Gambar 1.1) pada akhir tahun 2010 mendapatkan tantangan baru yakni secara aset bank tersebut akan dilampaui oleh salah satu pesaingnya yakni Bank Rakyat Indonesia Tbk. Untuk itu Bank Mandiri perlu melakukan langkah-langkah strategis untuk tetap mempertahankan predikat sebagai bank terbesar. Salah satu langkah yang dilakukan ialah penjajakan untuk mengakuisisi bank kelas menengah, yakni bank dengan aset antara Rp. 10 Triliun sampai dengan Rp. 20 triliun. (<http://www.indonesiafinancetoday.com/read/8200/Bank-Mandiri-Akan-Akuisisi-Bank-Menengah>, 24 Mei 2011).



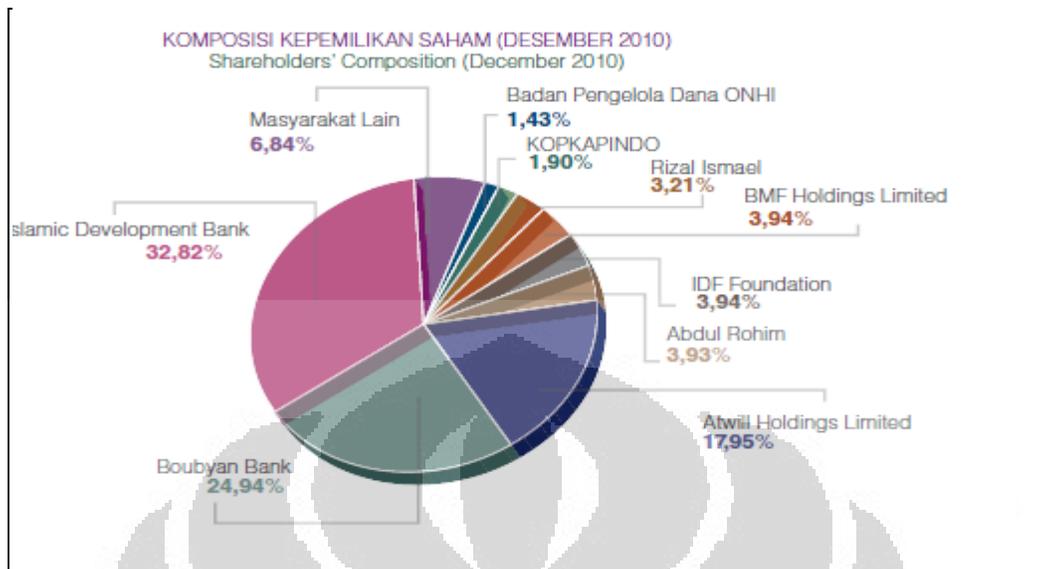
Gambar 1.1 Aset 10 Bank Terbesar 2010

Sumber:

http://www.bi.go.id/web/id/Publikasi/Publikasi+Lain/Publikasi+Lainnya/outlookperbankansyariah_2011.htm, 18 Januari 2011)

PT Bank Muamalat Indonesia Tbk (BMI), perusahaan terbuka *non listed*, dimana pada tahun 2011 melalui pemegang sahamnya menyatakan akan menjual sahamnya sebesar 69% kepada investornya. Adapun pemegang saham yang akan melepaskan kepemilikannya ialah Boubyan Bank Kuwait, Saudi Arabian Atwill Holdings Limited dan Islamic Development Bank (IDB). (<http://bisnis.vivanews.com/news/read/231953-pemegang-saham-bank-muamalat-lepas-saham>, 8 Juli 2011, 16:07 WIB)

Aset BMI per Desember 2010 berdasarkan Annual Reportnya pada tahun 2010 ialah sebesar Rp. 21 triliun sehingga hal ini sesuai dengan *target size* bank yang ingin diakuisisi oleh Bank Mandiri. Berikut komposisi pemegang saham BMI per 30 Desember 2010.



Gambar 1.2 Komposisi Kepemilikan Saham BMI per Desember 2010

Sumber: Annual Report BMI 2010

Akuisisi BMI oleh Bank Mandiri Tbk akan bernilai strategis bagi Bank Mandiri Tbk, dimana saat ini Bank Mandiri Tbk telah memiliki anak perusahaan yang bergerak dalam bidang perbankan syariah yakni Bank Syariah Mandiri (BSM). Jika akuisisi ini terjadi maka *market share* perbankan syariah dalam hal besar asset (*asset size*) didominasi oleh bank hasil merger antara BSM (35%) dan BMI (25%).

Berdasarkan hal-hal tersebut Bank Mandiri Tbk disebut-sebut tertarik untuk melakukan penawaran harga kepada pemegang saham existing BMI disamping beberapa bank asing dan bank lokal lainnya yang juga tertarik. (<http://bisnis.vivanews.com/news/read/231953-pemegang-saham-bank-muamalat-lepas-saham>, 8 Juli 2011, 16:07 WIB). Namun pada tanggal 17 Juli 2011 diumumkan bahwa pemegang saham existing BMI menunda untuk menjual 67% saham mereka karena belum adanya kesepakatan harga antara pemegang saham existing dan pihak-pihak investor yang tertarik. Hal ini disebabkan pihak investor baru merasa harga yang ditawarkan pemegang saham *existing* terlalu mahal. (<http://bisnis.vivanews.com/news/read/233954-akuisisi-bank-muamalat-belum-ada-kata-sepakat>, 18 Juli 2011, jam 13:17 WIB).

Untuk mengetahui apakah harga yang ditawarkan oleh pemegang saham *existing* terlalu mahal (*overvalue*) perlu dilakukan penentuan harga yang wajar dalam proses akuisisi ini dengan melakukan penilaian ekuitas (*value of equity*) dari BMI sebagai perusahaan target. Karya Akhir ini akan menunjukkan perhitungan penilaian ekuitas BMI dengan metode *Discounted Cashflow (DCF)* dan *Relatif Valuation*. Untuk DCF akan digunakan metode perhitungan *Dividen Discount Model* sedangkan *Relatif Valuation* dengan metode perhitungan *Price to Book Value Ratio*. Dengan diketahuinya nilai ekuitas maka dapat ditentukan selanjutnya nilai akuisisi yang wajar.

Penelitian ini juga akan menentukan beberapa variabel yang secara teori dianggap mempengaruhi *Price to Book Value Ratio*. Hubungan antara *price* dengan *book value* memang selalu menarik perhatian investor. Penjualan saham dengan harga dibawah *book value of equity* secara umum dianggap sebagai portofolio yang *undervalued*. Selain itu penjualan saham di atas *book value of equity* secara umum dianggap sebagai portofolio yang *overvalued*. Sehubungan dengan hal tersebut maka mengetahui variabel-variabel tersebut dapat digunakan untuk dijadikan perhatian para investor dalam mengambil keputusan investasi khususnya instrumen investasi perbankan.

1.2. Identifikasi Masalah

Adapun yang menjadi masalah dalam penelitian ini adalah:

- a. Berapakah nilai *value of equity* Bank Muamalat Indonesia Tbk berdasarkan metode *Dividend Discount Model* dan Rasio *Price to Book Value* ?
- b. Berdasarkan perbandingan nilai penawaran akuisisi oleh pemegang saham *existing* Bank Muamalat Indonesia Tbk dengan perhitungan yang diperoleh dari metode *Dividend Discount Model* dan Rasio *Price to Book Value* di atas, apakah keputusan Bank Mandiri untuk mundur dalam penawaran akuisisi Bank Muamalat Indonesia merupakan keputusan yang tepat?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan utama penelitian ini adalah:

- a. Menentukan *value of equity* Bank Muamalat Indonesia Tbk berdasarkan metode *Dividend Discount Model* dan Rasio *Price to Book Value*.
- b. Memberikan bahan pertimbangan bagi Bank Mandiri selaku penawar (*bidder*) atas nilai akuisisi Bank Muamalat Indonesia Tbk agar tidak terjadi *overvalue*. Dengan mengetahui nilai akuisisi dimaksud maka dapat ditentukan apakah transaksi yang dilakukan adalah transaksi menguntungkan atau tidak bagi Bank Mandiri.

1.4. Manfaat Penelitian

Adapun manfaat penelitian ini berdasarkan penggunaannya adalah:

1. Bank Muamalat Indonesia Tbk
 Penelitian ini dapat digunakan oleh Bank Muamalat Indonesia Tbk sebagai dasar bagi perusahaan untuk mengetahui ekspektasi pasar atas nilai saham perusahaan sehingga dapat digunakan oleh perusahaan dalam strategi untuk menentukan *capital structure* BMI.
2. Bank Mandiri
 Bank Mandiri selaku investor dapat menggunakan penelitian ini sebagai dasar untuk mengetahui nilai intrinsik saham perusahaan target sehingga dapat digunakan dalam pengambilan keputusan proses akuisisi.
3. Akademisi
 Penelitian ini dapat digunakan bagi penelitian selanjutnya dalam menentukan nilai saham BMI dengan beberapa perbandingan metode lainnya.

1.5. Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian yang dilakukan hanya terbatas pada bank-bank dengan status perusahaan terbuka dan PT Bank Muamalat Indonesia Tbk dalam periode yang diuraikan dalam metode penelitian. Selain itu, Penelitian dilakukan hanya dengan

menggunakan metode *Dividend Discount Model* dan *Relative Valuation-Rasio Price to Book Value*.

1.6. Sistematika Pembahasan

Sistematika penulisan tesis ini adalah sebagai berikut:

Bab 1: Pendahuluan

Bab ini berisi penjelasan mengenai latar belakang dan identifikasi masalah, tujuan serta masalah dan ruang lingkup penelitian serta sistematika pembahasan yang digunakan dalam tesis ini.

Bab 2: Landasan Teori

Bab ini berisi penjelasan mengenai landasan teori yang menjadi kerangka berpikir bagi peneliti dalam mengerjakan tesis ini berdasarkan studi literatur dan kepustakaan yang relevan dengan topik pembahasan.

Bab 3: Metodologi Penelitian

Bab ini berisi skema kerja dan prosedur penelitian

Bab 4: Analisis dan Pembahasan

Bab ini berisi penjelasan mengenai profil Bank Muamalat Indonesia Tbk, variabel-variabel prediktor rasio PBV, perhitungan nilai Bank Muamalat Indonesia Tbk dengan *Dividen Discount Model* dan Rasio PBV serta perhitungan nilai penawaran akuisisi.

Bab 5: Kesimpulan dan Saran

Bab ini berisi kesimpulan dan saran sebagai ikhtisar dari pembahasan yang dilakukan dari Bab Satu hingga Bab Empat.

BAB 2 LANDASAN TEORI

2.1 Karakteristik Bank Syariah

Bank Syariah sebagai lembaga keuangan seperti halnya bank pada umumnya memiliki karakteristik bisnis yang unik dibandingkan perusahaan non bank, yaitu bank syariah menjadikan dana dari depositan (*mudharib*) digunakan sebagai aktiva produktif untuk menghasilkan pendapatan. Dana dari depositan dikumpulkan bank melalui simpanan masyarakat, dan disalurkan kembali kepada masyarakat melalui pembiayaan. Fungsi *intermediary* (penghubung) inilah yang dilaksanakan oleh bank. Atas hal tersebut, bank harus membayar bagi hasil atas simpanan yang ada dan menerima pendapatan bagi hasil/margin atas pembiayaan yang disalurkan. Disamping itu bank juga melakukan aktifitas *treasury* dengan menerima dana dari bank lain dan melakukan *placement* (penempatan) kepada bank lain. Dari contoh diatas dapat dikatakan dana depositan dijadikan bahan baku bagi bank untuk menghasilkan pendapatan (Damodaran, 2002).

Bank Muamalat Indonesia Tbk adalah bank syariah yang kegiatan bisnisnya melakukan penyaluran pembiayaan secara prinsip islami sehingga pendapatan bank berasal dari penyaluran pembiayaan tersebut. Karakteristik bank syariah pada umumnya tidak jauh berbeda dengan bank secara umum (konvensional).

Damodaran (2002) menyebutkan bahwa bank sebagai lembaga keuangan memiliki karakteristik yang unik dan oleh karenanya karakteristik tersebut harus diperhatikan dalam melakukan *valuation* pada suatu bank. Karakteristik tersebut dijelaskan secara rinci dalam uraian di bawah ini.

2.1.1 Kewajiban

Kegiatan pengumpulan dana dari nasabah berupa simpanan dicatat bank sebagai kewajiban (*liabilities*), jumlah kewajiban bank pada umumnya lebih besar daripada jumlah modal (*equity*). Kewajiban tersebut dianggap sebagai bahan baku (*raw material*) untuk menghasilkan pendapatan melalui penyaluran pembiayaan, dan bukan dianggap sebagai sumber pendanaan perusahaan (*capital*). Namun untuk kewajiban yang memang tidak berasal dari simpanan nasabah dan tidak digunakan untuk menghasilkan pendapatan bagi hasil/margin melalui penyaluran pembiayaan serta digunakan untuk sumber pendanaan kegiatan bank, maka jenis kewajiban tersebut termasuk sebagai sumber pendanaan (*capital*). Bagi bank, kewajiban dapat dijual dengan bunga yang tinggi untuk bank konvensional dan bagi hasil yang tinggi bagi bank syariah. Sumber pendanaan pada lembaga keuangan, termasuk bank, secara sempit dapat dikatakan hanya meliputi modal (*equity*). Sedangkan hutang (Dana Pihak Ketiga) dianggap sebagai *raw material*. (Damodaran, 2002)

Terdapat perbedaan definisi hutang antara lembaga keuangan dengan non lembaga keuangan. Sebagai contoh simpanan nasabah di bank dalam bentuk giro apakah dianggap sebagai hutang oleh bank? Sebab simpanan giro tidak dianggap oleh bank syariah suatu kewajiban untuk membayarkan bagi hasil giro tersebut kepada nasabah penyimpan dana (*shahibul mal*). Disamping itu jika giro tersebut dianggap sebagai hutang maka *operating income* bank harus dihitung sebelum pembayaran bagi hasil kepada para *shahibul mal*, dimana biasanya akan menjadi masalah sebab biaya bagi hasil atau *interest expense* kalau di bank konvensional, merupakan biaya yang paling besar bagi bank. (Damodaran, 2002)

2.1.2 Ketentuan Otoritas Perbankan

Lembaga Keuangan selalu memiliki banyak aturan main di seluruh dunia. Secara umum regulasi terdiri dari tiga bentuk yakni sebagai berikut:

- a. Bank dan perusahaan asuransi diminta untuk menjaga rasio modal untuk memastikan bahwa bank dan perusahaan asuransi tidak melakukan ekspansi diluar kemampuannya sehingga menyebabkan risiko bagi para penabung.
- b. Dalam menginvestasikan dananya, pada umumnya lembaga keuangan memiliki aturan cara menginvestasinya. Misalnya untuk kasusnya *Glass Steagel Act* di Amerika dimana adanya pemisahan yang jelas antara *commercial banking* dan *investment banking*.
- c. Adanya larangan bagi perusahaan baru untuk memperoleh pembiayaan dari bank.

Dalam melaksanakan kegiatan perbankan banyak pihak yang terlibat. Salah satu *stakeholders* yang berkepentingan untuk menjaga agar perbankan dapat menjadi lembaga yang dapat diandalkan dalam memberikan produk dan layanannya adalah pemerintah. Untuk itu diperlukan suatu otoritas perbankan. Untuk Indonesia otoritas perbankan ialah Bank Indonesia.

Bank Indonesia memiliki peran penting dalam bidang moneter dan perbankan Indonesia. Lembaga ini bertugas untuk menjaga kestabilan moneter Indonesia antara lain melalui penetapan *BI rate*, penetapan Giro Wajib Minimum (GWM) dan pengaturan peredaran uang. Sementara itu untuk bidang perbankan, Bank Indonesia berwenang untuk menerbitkan peraturan-peraturan yang mengikat bank, antara lain dengan adanya Peraturan Bank Indonesia (PBI) yang mengatur mengenai Penerapan Prinsip Manajemen Risiko bagi Bank Umum. Dengan PBI ini bank dituntut untuk memperhatikan dan menjalankan kegiatan operasionalnya dengan memperhatikan risiko-risiko yang ada dan timbul dalam kegiatan bisnisnya, misalnya risiko kredit, risiko pasar dan risiko reputasi.

Otoritas perbankan suatu negara yang sering melakukan perubahan ketentuan akan mempengaruhi *value* bank yang ada di negara. Seringnya dilakukan perubahan ketentuan menyangkut kegiatan perbankan, akan cenderung membuat *value* suatu bank akan menjadi lebih kecil. Salah satu contoh ketentuan otoritas perbankan adalah ketentuan mengenai GWM, yaitu suatu bank harus menjaga GWM yang

dimilikinya di Bank Indonesia sesuai dengan posisi Dana Pihak Ketiga (DPK) yang dihimpunnya. GWM ini harus dijaga kecukupannya setiap hari agar bank memiliki *reserve* yang dapat digunakan apabila terjadi penarikan DPK secara besar-besaran. Apabila Bank Indonesia sering melakukan perubahan ketentuan GWM tersebut maka operasional perbankan dan perencanaan bisnis dapat terganggu. Selain itu, ketentuan mengenai kewajiban penyediaan modal minimum (*capital adequacy ratio*) yang ditujukan untuk mengantisipasi pengembangan bisnis yang melebihi kemampuan perusahaan. Perubahan ketentuan kewajiban penyediaan modal minimum juga dapat mempengaruhi *value* bank karena *capital* merupakan unsur penting dalam valuation suatu perusahaan. (Damodaran, 2002)

2.1.3 *Reinvestment pada Bank*

Berbeda dengan perusahaan manufaktur yang *capital expenditure-nya* berupa pabrik, peralatan, dan aktiva tetap lainnya, lembaga keuangan seperti bank melakukan investasi *capital expenditure* selain dalam aktiva berwujud seperti kantor cabang dan layanan *electronic banking* seperti ATM, bank juga melakukan investasi dalam aktiva-aktiva yang tidak dapat dilihat antara lain seperti sumber daya dan merek atau brand. Oleh karenanya *capital expenditure* bank selain dicatat dalam Neraca juga dicatat pada Laporan Laba/Rugi (*Income Statement*) sebagai pengeluaran (*expense*), sedangkan *capital expenditure* perusahaan manufaktur sebagaimana tersebut di atas dicatat pada Neraca (*Balance Sheet*) sebagai aktiva tetap. (Damodaran, 2002)

Working capital bank memiliki karakteristik yang menarik untuk diperhatikan. Pada bank, kewajiban lancar atau pun aktiva lancar dapat bernilai sangat besar. Misalnya, kewajiban lancar dapat saja memiliki angka yang sangat besar khususnya bila dibandingkan dengan aktiva lancar mengingat kewajiban lancar tersebut terdiri dari Dana Pihak Ketiga atau simpanan nasabah. Angka yang tercantum pada kewajiban lancar atau pun aktiva lancar dapat saja tidak memiliki hubungan dengan

reinvestment untuk pertumbuhan perusahaan. Dengan demikian hal krusial yang harus diperhatikan adalah estimasi *cash flow* yang tentunya harus didasarkan dengan adanya informasi mengenai *net capital expenditure* dan perubahan pada *working capital*. *Cash flow* tersebut adalah *free cash flow to equity* yang dapat dihasilkan dengan rumus sebagai berikut: (Damodaran, 2002, hal 579)

$$\text{Free cash flow to equity} = \text{Net income} - \text{Net Capital Expenditure} - \text{Change in noncash working Capital} - (\text{Debt repaid} - \text{New Debt issued}) \quad (2.1)$$

Net capital expenditure yang digunakan dalam rumus tersebut adalah perbedaan antara *capital expenditure* dengan depresiasi. Namun sebagaimana telah diuraikan di atas, terdapat kesulitan dalam menentukan besarnya *capital expenditure* pada bank.

2.2 Kerangka Pokok dalam Melakukan *Valuation Bank*

Adanya beberapa karakteristik bank sebagai lembaga keuangan, maka terdapat beberapa hal yang diusulkan untuk dijadikan kerangka pokok dalam melakukan *valuation* suatu bank.

Terdapat perbedaan yang mendasar antara menilai perusahaan (*valuing a firm*) dengan menilai saham perusahaan (*valuing the equity of a firm*). Dalam *valuing a firm*, *cash flow* sebelum pembayaran hutang di-diskon dengan menggunakan *weighted average cost of capital* yang telah memperhatikan *cost of debt* dengan proporsi *debt* yang ada dalam perusahaan. Adapun dengan *valuing the equity of a firm*, penilaian dilakukan dengan menggunakan *cash flow* yang tersisa setelah perusahaan memenuhi kewajibannya termasuk pembayaran hutang, kebutuhan *capital expenditure* dan *working capital*. *Cash flow* tersebut adalah yang masih tersedia untuk dibayarkan kepada pemegang saham, yang biasa disebut dengan *free*

cash flow to equity. Adapun rumus *free cash flow to equity* adalah sebagai berikut :
(Damodaran, 2002, hal 352)

$$\begin{aligned} \text{Free cash flow to equity} = & \text{Net Income} - (\text{Capital Expenditure} - \text{Depreciation}) - \\ & \text{Change in noncash Working capital} + (\text{New debt issue} - \\ & \text{Debt repayments}) \end{aligned} \quad (2.2)$$

Dalam rumus yang lebih singkat adalah sebagai berikut: (Damodaran, 2002, hal 352)

$$\begin{aligned} \text{Free cash flow to equity} = & \text{Net Income} - (\text{Capital Expenditure} - \text{Depreciation}) \times \\ & (1 - \delta) - (\Delta \text{ Working capital}) (1 - \delta) \end{aligned} \quad (2.3)$$

δ adalah rasio *debt* yang telah memasukkan pembiayaan yang diharapkan dari penerbitan *preferred stocks* baru.

Setelah mengetahui besarnya *free cash flow to equity*, perusahaan dapat mengetahui *value of the equity* dengan rumus sebagai berikut: (Damodaran, 2002, hal 359)

- a. Untuk perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang stabil.

$$\text{Value} = \frac{\text{FCFE}}{K_e - g_n} \quad (2.4)$$

Value = Nilai saham saat ini

FCFE = estimasi FCFE tahun depan

k_e = *cost of equity* perusahaan

g_n = tingkat pertumbuhan FCFE perusahaan selamanya

- b. Dua tahap pertumbuhan (Damodaran, 2002, hal 363)

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + k_{e,hg})^n} \quad (2.5)$$

$FCFE_t = \text{free cash flow to equity}$ pada tahun t .

$P_n =$ nilai pada akhir periode pertumbuhan yang tinggi yaitu $P_n = FCFE_{n+1} / (k_{e,st} - g_n)$, g_n adalah tingkat pertumbuhan setelah periode stabil untuk selamanya.

$k_e = \text{cost of equity}$ pada periode pertumbuhan yang tinggi dan pertumbuhan yang stabil.

Pada tahap pertama perusahaan mengalami pertumbuhan yang tinggi dan pada tahap selanjutnya perusahaan mengalami pertumbuhan yang stabil.

Namun terdapat kemungkinan *net capital expenditure* ataupun juga *noncash working capital* tidak dapat diperkirakan. Mengingat hal inilah yang sering dialami oleh bank sebagai lembaga keuangan, maka terdapat dua hal yang dapat dilakukan.

- a. Menggunakan dividen sebagai *cash flow to equity*. Hal ini dilakukan dengan menggunakan asumsi bahwa perusahaan membayar *free cash flow to equity* dalam bentuk dividen.
- b. Menyesuaikan perhitungan *free cash flow to equity* dengan tipe *reinvestment* yang dilakukan bank. Walaupun terdapat ketentuan mengenai kewajiban penyediaan modal minimum, namun bank tetap perlu untuk melakukan *reinvestment* dalam rangka mengembangkan bisnis keuangannya yaitu dengan menambah pemberian kredit yang dilakukannya.

Hal ini pada kenyataannya sulit untuk dilakukan mengingat terlebih dahulu harus diketahui apa saja *reinvestment* yang dilakukan oleh bank.

2.3 Discounted Cash Flow (DCF)

Dalam metode *Discounted Cash Flow*, nilai suatu aset adalah nilai saat ini dari *cash flow* yang diperkirakan akan dihasilkan oleh aset tersebut. Pada metode *Discounted Cash Flow* ini terdapat tiga metode yang dapat digunakan yaitu metode *dividend discount model*, *cash flow to equity model* dan *excess return model*. Berikut ini akan dijelaskan pokok-pokok dari masing-masing metode tersebut.

2.3.1 Dividend Discount Model

Dividend Discount Model merupakan rumus yang menyatakan nilai intrinsik perusahaan adalah *present value* dari semua dividen yang akan ada di masa yang akan datang (Bodie et al, 2008). Dalam model ini nilai suatu saham adalah nilai saat ini dari dividen yang diharapkan dari saham tersebut. Adapun rumus yang dipergunakan pada model ini adalah: (Bodie et al, 2008, hal 591).

$$\text{Value of equity per share} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DPS_t}{(1 + k_e)^t} \quad (2.6)$$

DPS_t = dividen per saham pada periode t

k_e = *cost of equity*

Dalam keadaan tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan adalah stabil untuk selamanya, maka rumus yang dipergunakan adalah: (Damodaran, 2002, hal 580)

$$\text{Nilai per saham modal pada pertumbuhan yang stabil} = \frac{DPS_1}{K_e - g} \quad (2.7)$$

g adalah tingkat pertumbuhan untuk seterusnya.

Dalam hal dividen bertumbuh pada tingkat yang tidak dapat bertahan stabil selamanya untuk suatu periode tertentu, maka terdapat dua periode atau dua tahap perhitungan. Dengan demikian rumus yang dipergunakan adalah: (Damodaran, 2002, hal 581)

$$\text{Nilai per saham} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1 + k_{e,hg})^t} + \frac{DPS_{n+1}}{(k_{e,st} + g_n)^t} (1 + k_{e,hg})^n \quad (2.8)$$

pertumbuhan yang tinggi diperkirakan akan berlangsung selama n tahun, g_n adalah tingkat pertumbuhan setelah n tahun, dan

k_e adalah *cost of equity*, hg adalah periode pertumbuhan tinggi dan st adalah periode pertumbuhan stabil.

Uraian berikut ini akan memberikan penjelasan mengenai faktor-faktor yang terdapat dalam rumus *Dividend Discount Model*, yaitu *cost of equity*, *payout ratio*, *expected growth rate in earnings per share*.

2.3.1.1 Cost of Equity

Cost of equity mencerminkan *required rate of return* (imbalan yang diharapkan) oleh investor dengan menginvestasikan dananya dalam saham perusahaan. *Required rate of return* model tersebut terdiri dari *riskless rate* dan *risk premium* dalam *capital asset pricing model (CAPM)* dan premium dalam *multifactor* pada *arbitrage pricing model multifactor* pada *arbitrage pricing model*. Dalam CAPM, beta dari suatu investasi ialah resiko yang ditambahkan terhadap portofolio pasar. Beta dapat diperoleh dengan melakukan regresi dari *return* harga saham terhadap *return* market. Slope dari regresi tersebut mencerminkan nilai beta dan mencerminkan tingkat resiko saham. (Damodaran, 2002)

Untuk lembaga keuangan dalam melakukan estimasi untuk *beta*, *beta* yang digunakan untuk lembaga keuangan adalah *levered beta* atau *beta* yang telah memperhitungkan hutang. Hal ini dilakukan karena lembaga keuangan memiliki beban hutang yang relative sama satu sama lain. Alasan kedua adalah adanya kesulitan untuk mengukur besarnya hutang pada lembaga keuangan. Dengan demikian maka digunakan *average levered beta* untuk perusahaan-perusahaan yang relative sama. (Damodaran, 2002)

Obyek penelitian dalam penelitian ini adalah suatu perusahaan terbuka *non listed* yang mana tidak dapat diperoleh data harga saham yang diperdagangkan. Dengan tidak adanya data harga saham yang diperdagangkan tersebut maka diperlukan estimasi dalam menentukan nilai *beta*. Hal tersebut dikarenakan nilai *beta* dapat diketahui dengan melakukan regresi perubahan harga saham suatu perusahaan terhadap Indeks Harga Saham Gabungan atau *Jakarta Composite Index* yang merupakan nilai market *portfolio*. Untuk saham yang tidak aktif diperdagangkan dan

atau saham perusahaan tertutup, *beta* industri dapat digunakan sebagai pengganti atau alternative *beta* perusahaan tersebut. (Pettit et al. 2001). Dengan demikian maka dapat digunakan *beta* industri perbankan Indonesia sebagai *beta* perusahaan perbankan yang tertutup. Terdapat beberapa metode yang dapat digunakan untuk mendapatkan nilai *beta*, namun untuk penelitian ini digunakan metode *bottom up betas*.

Selain itu memang terdapat metode lain yaitu metode *accounting beta* dan *market beta*. Seperti yang telah diuraikan di atas, Bank Muamalat Indonesia Tbk adalah perusahaan terbuka *non listed* sehingga tidak memiliki data harga saham di pasar untuk mengetahui return saham. Metode *accounting beta* menggunakan data pendapatan yang terdapat dalam laporan keuangan perusahaan. Dalam metode ini dilakukan regresi terhadap perubahan pendapat perusahaan tertutup yang terdapat pada laporan keuangan terhadap perubahan pendapatan *Jakarta Composite Index (JCI)* yang dapat dilihat pada perubahan harga JCI. Hasil dari regresi tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut: (Damodaran, 2002, hal 665)

$$\Delta \text{Earnings private firm} = a + b \Delta \text{Earnings JCI} \quad (2.9)$$

Dalam persamaan tersebut di atas, *b* adalah *accounting beta* yang merupakan tingkat kemiringan regresi. Bila pendapatan yang digunakan adalah pendapatan operasional maka akan diperoleh *unlevered beta*, sedangkan bila yang digunakan adalah pendapatan bersih maka akan diperoleh *levered beta*. Namun demikian metode *accounting beta* memiliki beberapa kekurangan yaitu:

- a. Adanya kecenderungan bahwa keuntungan (*earning*) dapat tidak mencerminkan keadaan sebenarnya dari perusahaan karena tergantung dari *accounting judgement* seperti perubahan metode depresiasi dan lain-lain sehingga dapat menyebabkan kesalahan dalam perhitungan.
- b. Keuntungan (*earning*) biasanya hanya dicatat sekali dalam setahun yang dapat mengakibatkan data yang ada belum dapat memberikan pembuktian statistik yang kuat.

Sehingga metode *bottom up betas* digunakan dalam penelitian ini dengan menggunakan *beta* industry untuk menghitung *beta* perusahaan tertutup. Penggunaan metode *bottom up beta* lebih direkomendasikan disebabkan:

- a. Metode ini memperhatikan perubahan-perubahan dalam bisnis seperti komposisi sumber pendanaan yang digunakan oleh perusahaan melalui *debt to equity ratio*. Dalam hal terhadap perbedaan beban dalam pendanaan maka hal ini dapat dijadikan bahan untuk melakukan penyesuaian pada estimasi akhir.
- b. Rendahnya *standard errors* yang disebabkan adanya *averaging* pada sejumlah perusahaan. Metode *bottom up betas* menggunakan *beta* rata-rata sejumlah perusahaan yang dapat menghasilkan data yang mewakili industry. Selain itu natur bisnis yang sama dapat dijadikan dasar untuk menggunakan *beta* industry sebagai *beta* perusahaan tertutup. Estimasi *bottom up beta* untuk perusahaan tertutup dapat dilakukan dengan *beta* perusahaan terbuka. (Damodaran, 2002, hal 204)

Metode *bottom up betas* memerlukan data saham perusahaan terbuka. Sampel saham yang digunakan dalam penelitian ini dipilih berdasarkan kriteria pengumpulan sampel. Kriteria tersebut adalah:

- Saham yang dipilih adalah saham perusahaan yang bergerak di bidang bisnis perbankan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia;
- Saham tersebut harus tetap terdaftar di Bursa Efek Indonesia sampai dengan 31 Desember 2010.

2.3.1.2 Payout Ratio

Payout ratio dapat diartikan sebagai rasio antara dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dibandingkan dengan pendapatan (*earning*) yang diterima perusahaan. Definisi lainnya menyebutkan bahwa *dividend payout* adalah sebagai dividen tunai yang merupakan persentase pendapatan (*income*) yang tersedia untuk pemegang saham dan tercermin ketika perusahaan mengeluarkan *profit* atau

menahannya untuk reinvestasi (Palepu et al, 2000). Dalam penelitian yang terdapat pada buku *Investment Valuation*, dividen yang dibagikan oleh bank kepada para pemegang sahamnya lebih besar dibandingkan dengan sector industri lainnya. Hal ini diakibatkan sudah *mature*-nya industri perbankan mengingat produk dan layanan yang ada pada dasarnya telah pada tahap pengembangan dan bukan penemuan baru, serta dewasa ini keadaan bank telah memasuki semua segmen dan daerah sesuai kapasitasnya. *Mature*-nya industry perbankan ini ditandai dengan stagnan-nya pencapaian target bisnis dan profit di setiap segmen. Namun demikian, untuk Indonesia masih dapat dikatakan bahwa industri perbankan adalah industri yang masih belum berada pada kondisi stagnan dalam pencapaian target bisnis dan profit di setiap segmen. Hal ini dapat dilihat dari laporan keuangan bank-bank Indonesia. Kebutuhan bank untuk melakukan investasi pada *capital expenditure* adalah pada pengembangan jaringan pelayanan, misalnya pengembangan layanan *electronic banking* termasuk ATM, dan penambahan kantor cabang, pengembangan sumber daya manusia, dan membangun *brand image* melalui iklan, aliansi dan kegiatan *sponsorship*. Apabila suatu bank telah memenuhi target pengembangan layanannya, maka *capital expenditure* yang dikeluarkan menjadi kecil sehingga dividen yang dapat dibagikan kepada pemegang saham akan menjadi lebih besar. (Damodaran, 2002)

2.3.1.3 *Expected Growth Rate in Earnings per Share (EPS growth rate)*

EPS growth rate adalah faktor yang mempengaruhi besarnya nilai valuasi suatu bank dalam hal digunakannya *dividend discount model*. *EPS growth rate* dapat diestimasikan dengan menggunakan tiga cara yaitu: (Damodaran, 2002)

a. *EPS growth rate* secara historis.

Damodaran menunjukkan bahwa korelasi antara *EPS growth rate* masa lalu dan pertumbuhan masa depan yang diharapkan adalah lebih tinggi untuk lembaga keuangan daripada sektor industri lainnya.

b. Estimasi analisis mengenai *EPS growth rate*

Para analis mengeluarkan estimasi mengenai *EPS growth rate* untuk setiap sektor industri, termasuk untuk sektor perbankan. Adapun sumber yang menjadi dasar analisis untuk mendapatkan estimasi *EPS growth rate* dapat berasal dari data historis dan dapat pula dikombinasikan dengan estimasi maupun informasi lain yang dimiliki analisis tersebut.

c. Pertumbuhan fundamental

Pertumbuhan fundamental dapat diperhitungkan dengan *retention ratio*, yaitu dalam rumus: (Damodaran, 2002, hal 584)

$$\text{Expected growth in EPS} = \text{Retention Ratio} \times \text{Return on Equity} \quad (2.10)$$

Rumus tersebut digunakan untuk perusahaan dengan pertumbuhan yang stabil dalam pendapatan per saham. Namun bila pertumbuhan tersebut berbeda-beda dari satu periode ke periode yang lain, maka harus dilakukan perhitungan pada masing-masing periode dengan nilai pertumbuhan sesuai masing-masing periode.

2.3.2 *Cash Flow to Equity Model (Damodaran, 2002)*

Dalam model ini diperlukan keterangan mengenai *capital expenditure* dan *noncash working capital*. Namun demikian masih terdapat peluang untuk memperkirakan, *cash flow to equity* bagi lembaga keuangan apabila dapat merumuskan ulang definisi *reinvestment*.

Cash flow to equity adalah sisa kas untuk investor setelah pembayaran hutang dan kebutuhan reinvestasi telah diperhitungkan. Reinvestasi pada lembaga keuangan berbentuk sumber daya manusia dan kewajiban permodalan. Kewajiban permodalan menentukan batasan pertumbuhan di masa yang akan datang.

Untuk sumber daya manusia, langkah-langkah yang dapat dilakukan untuk melakukan perhitungan kapitalisasi sumber daya manusia adalah sebagai berikut:

- a. Identifikasi umur amortisasi dari aset tersebut.
- b. Mengumpulkan informasi mengenai pengeluaran bagi pegawai.
- c. Menghitung pengeluaran amortisasi.
- d. Menyesuaikan *net income*. (Damodaran, 2002, hal 590)

$$\text{Adjusted Net Income} = \text{Reported Net Income} + \text{Employee development} - \text{Amortization of the employee expense} \quad (2.11)$$

- e. Menghitung nilai sumber daya manusia (*value of human capital*).
Untuk kewajiban permodalan, terdapat rasio kecukupan modal. Pendapatan yang tidak dikeluarkan akan meningkatkan permodalan perusahaan dan dapat membantu perusahaan tersebut untuk melakukan ekspansi bisnis. Dengan demikian porsi *net income* yang tidak dikeluarkan dapat dilihat sebagai reinvestasi. Perhitungan dengan menggunakan *cash flow to equity model* hanya dapat dilakukan apabila terdapat data-data spesifik sumber daya manusia antara lain mengenai *turnover* pegawai, dan *value* yang diberikan oleh setiap pegawai. Oleh karenanya perhitungan dengan metode ini sulit dilakukan.

2.3.3 *Excess Return model*

Pendekatan yang dapat digunakan untuk menilai lembaga keuangan adalah dengan menggunakan *excess return model*. Dalam pendekatan ini nilai suatu perusahaan dapat dihitung dari jumlah modal yang diinvestasikan dalam perusahaan dan *present value* dari *excess return* yang akan dihasilkan perusahaan di masa yang akan datang. (Damodaran, 2002, hal 592)

$$\text{Value of equity} = \text{Equity Capital Invested Currently} + \text{Present Value of expected of excess returns to equity investors} \quad (2.12)$$

Perusahaan yang menghasilkan di bawah penghasilan pasar atas investasi modalnya akan memiliki nilai pasar dari modal (*equity market value*) berada di bawah nilai modal (*equity capital*) yang diinvestasikan saat ini. Selain itu pada metode ini analisis diharapkan mampu untuk memperkirakan jumlah pendapatan yang dapat dihasilkan dari investasi perusahaan.

Terdapat dua hal yang menjadi input dalam metode ini dan analisis harus mampu melihat kewajaran dari kedua input tersebut. Pertama adalah modal yang diinvestasikan ke dalam perusahaan, dan yang kedua adalah pendapatan modal lebih yang diperkirakan akan diperoleh perusahaan di masa yang akan datang. Pendapatan modal lebih dapat dirumuskan sebagai berikut: (Damodaran, 2002, hal 592)

$$\text{Excess Equity Return} = \frac{(\text{Return on Equity} - \text{Cost of Equity}) \times (\text{Equity Capital Invested})}{\text{Equity Capital Invested}} \quad (2.13)$$

Dalam melakukan perhitungan untuk lembaga keuangan, *return on equity* yang perlu untuk diketahui adalah *return on equity* di masa yang akan datang. Oleh sebab itu dibutuhkan analisis seorang analis yang menilai kekuatan dan kelemahan perusahaan. Saat ini analisis pasar modal hanya melakukan analisa terbatas pada saham perusahaan-perusahaan *blue chip* atau perusahaan-perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan, sedangkan masih banyak perusahaan-perusahaan perbankan yang sahamnya belum aktif diperdagangkan dan tidak termasuk kategori *blue chip*.

2.4 *Relative Valuation* (Sembel, 2008)

Relative Valuation nilai perusahaan dihitung dengan melihat harga pasar atas aset yang sama atau serupa. Seringkali ditemukan bahwa nilai dasar suatu aset sangat sulit untuk ditentukan sehingga nilai suatu aset dilihat dari seberapa besar pasar bersedia untuk membayarnya yang tentunya berdasarkan karakteristik aset tersebut.

Untuk dapat menghitung nilai suatu aset dengan menggunakan metode *Relative Valuation* maka hal-hal yang perlu diketahui adalah:

- a. Aset yang identik atau serupa.
- b. Ukuran nilai yang telah terstandarisasi seperti *Price to Earning Ratio* dan *Price To Book Value Ratio*. (Sembel, 2008)

Adapun yang menjadi kelebihan dari metode *Relative Valuation* adalah:

- a. Lebih mencerminkan persepsi para pelaku pasar dibanding metode *Discounted Cash Flow*.
- b. Data dan informasi yang dibutuhkan lebih sedikit dibandingkan dengan *Discounted Cash Flow*.
- c. Penilaian perusahaan dilakukan atas dasar yang relatif karena disesuaikan dengan kebutuhan, misalnya dalam *Price to Earnings Ratio* kinerja dilihat atas dasar kemampuan perusahaan menghasilkan *earnings*. (Sembel, 2008)

Sedangkan kekurangan metode *Relative Valuation* adalah:

- a. Jika ditemukan bahwa suatu aset *undervalued* maka secara relatif aset tersebut dapat saja masih *overvalued*. Aset tersebut dapat saja sedikit *overvalued* dari aset lainnya.
- b. Terdapat kemungkinan terjadi kesalahan pada aset-aset tertentu walaupun secara agregat pasar telah melakukan penilaian dengan benar.
- c. Atas variabel-variabel lainnya ditentukan asumsi tertentu namun apabila asumsi tersebut salah maka *Relative Valuation* yang dilakukan juga akan salah. (Sembel, 2008)

Relative Valuation dapat diandalkan dalam hal:

1. Terdapat aset-aset dalam jumlah besar yang dapat dikatakan serupa dengan aset yang akan dinilai.
2. Aset-aset tersebut memiliki nilai di pasar.

3. Terdapat variable-variabel yang sama yang dapat digunakan untuk menstandarkan harga yang ada.
4. Investor yang mendasarkan penilaiannya pada portofolio aset serupa sebagai *benchmark*. (Sembel, 2008)

Dalam melakukan penilaian terhadap lembaga keuangan maka *multiple* yang digunakan adalah *equity multiple*, dengan pilihan *multiple* yaitu *Price Earnings Ratio* dan *Price to Book Value Ratio*. *Price to Sales Ratio* yang juga merupakan salah satu *multiple*, tidak dapat digunakan dalam konteks lembaga keuangan mengingat di dalam lembaga keuangan tidak terdapat akun penjualan.

2.4.1 *Price Earnings Ratio (Rasio PE)*

Rasio PE dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut: (Damodaran, 2002, hal 468)

$$PE \text{ Ratio} = \text{Price per Share} / \text{Earnings per Share} \quad (2.14)$$

Pada dasarnya Rasio PE merupakan rasio yang terdiri dari tiga variable yaitu tingkat pertumbuhan pendapatan yang diharapkan, *payout ratio* atau jumlah dividen yang dibayar dan *cost of equity*. Rasio PE suatu lembaga keuangan akan tinggi apabila pertumbuhan pendapatan yang diharapkan tinggi, *payout ratio* tinggi dan *cost of equity* yang lebih kecil.

Masalah lembaga keuangan yang unik sesuai bisnis yang dijalankannya adalah masalah pencadangan untuk hutang bermasalah atau yang biasa disebut juga Pencadangan Penyisihan Aktiva Produktif (PPAP). Pencadangan ini akan mengurangi *net income*. Dalam hal kondisi faktor lainnya tetap sama maka akan menghasilkan Rasio PE yang tinggi. Masalah lainnya adalah adanya kesulitan untuk mencari perusahaan lain dengan tingkat risiko, pertumbuhan dan karakteristik pendapatan yang sama sehingga Rasio PE-nya dapat dibandingkan.

Perhitungan Rasio PE tidak dilakukan dalam penelitian ini. Perbankan Indonesia banyak yang masih memiliki *earning* yang bernilai negatif sehingga akan mengakibatkan nilai Rasio PE juga menjadi negatif. Lain halnya apabila digunakan Rasio PBV, maka nilai Rasio PBV tidak akan negative oleh karena *book value of equity* bank-bank dalam penelitian ini tidak ada yang bernilai negatif.

2.4.2 *Price to Book Value Ratio (Ratio PBV)*

Hubungan antara harga dan nilai buku adalah hal yang menarik untuk diteliti. Selama ini saham yang diperjualbelikan di bawah nilai buku modal (*book value of equity*) secara umum dianggap sebagai alternatif pilihan yang baik bagi *undervalued portfolio*, sementara saham yang diperjualbelikan di atas nilai buku modal dianggap sebagai *overvalued portfolio*. *Market value of equity* mencerminkan ekspektasi pasar akan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan *earning* dan arus kas. Nilai buku modal adalah selisih antara nilai buku aset dan nilai buku kewajiban. Nilai buku modal oleh karenanya sangat dipengaruhi oleh perlakuan akuntansi. (Damodaran, 2002)

Kelebihan Rasio PBV dibandingkan dengan Multiple lainnya perlu untuk diketahui sebagai bahan pertimbangan. Kelebihan pertama adalah nilai buku memberikan nilai yang secara relatif stabil. Kedua adalah mengingat standar akuntansi (misalnya PSAK) yang berlaku lintas perusahaan maka Rasio PBV dapat dibandingkan antar perusahaan yang sejenis untuk melihat *undervaluation* atau *overvaluation*. Ketiga, untuk perusahaan yang memiliki pendapatan yang negatif dapat dinilai dengan menggunakan Rasio PBV. Selain itu perusahaan yang memiliki nilai buku negatif lebih sedikit daripada perusahaan yang memiliki pendapatan yang negatif. Perusahaan yang memiliki pendapatan yang negatif tersebut tidak dapat dinilai dengan menggunakan *Price-Earning Ratio (PE Ratio)*. (Damodaran, 2002, hal 512)

Rasio PBV dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Price-to-book ratio} = \text{Price per share} / \text{Book Value of equity per share} \quad (2.15)$$

Dalam melakukan perhitungan *book value of equity* maka yang perlu diperhatikan adalah bahwa nilai yang digunakan adalah nilai *commonshareholder's equity*. Rasio PBV juga disebut dengan Market to book Ratio dengan rumus sebagai berikut: (Damodaran, 2002, hal 512)

$$\text{Price-to-Book Ratio} = \text{PBV} = \frac{\text{Market Value per share}}{\text{Book value per share}} \quad (2.16)$$

Book value per share dapat dihitung dengan membagi total *equity* dengan jumlah saham yang ditempatkan atau *outstanding shares*. *Book value per share* adalah angka hasil pencatatan akuntansi yang mencerminkan biaya historis saham. Untuk itu dapat diketahui bahwa market to book ratio membandingkan nilai pasar saham suatu perusahaan dengan biayanya. Nilai yang kurang dari 1 dapat berarti bahwa secara umum perusahaan tidak berhasil untuk menciptakan *value* bagi pemegang sahamnya (Ross, et al, 2008). Nilai *market value of equity* suatu perusahaan mencerminkan ekspektasi pasar akan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan dan *cash*. Pada dasarnya *book value of equity* adalah selisih antara *book value of assets* dan *book value of liabilities*. Nilai tersebut tentunya sangat dipengaruhi oleh standar akuntansi.

Terdapat beberapa alasan mengapa investor menggunakan Rasio PBV dalam melakukan analisis investasinya. Alasan-alasan tersebut adalah sebagai berikut:

- a. Nilai *book value* memberikan perhitungan yang bersifat stabil dan dapat dijadikan alternative metode perhitungan selain *discounted cash flow*.
- b. Dalam hal terdapat standar akuntansi yang seragam digunakan oleh perusahaan-perusahaan dalam suatu industri maka Rasio PBV dapat digunakan sebagai

pembandingan di antara perusahaan-perusahaan di industri yang sama untuk melihat apakah suatu perusahaan *undervalue* atau *overvalue*.

- c. Perusahaan dengan pendapatan (*earning*) negatif yang tidak dapat dihitung dengan menggunakan PE Ratio tetap dapat dihitung dengan menggunakan Ratio PBV mengingat lebih sedikit perusahaan yang memiliki *book value* yang negatif dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *earning* yang negatif. (Damodaran, 2002)

Namun demikian perhitungan dengan menggunakan Rasio PBV juga memiliki beberapa kekurangan antara lain yaitu:

- a. *Book value* dipergunakan oleh diskresi manajemen perusahaan seperti mengenai perlakuan depresiasi. Bila standar akuntansi berbeda antar industri maka Rasio PBV tidak dapat dibandingkan. Dalam penelitian ini hanya terdapat satu industri yang menjadi obyek penelitian yaitu industri perbankan, sehingga diharapkan tidak terdapat perbedaan mencolok dalam pencatatan akuntansi.
- b. *Book value* tidak dapat memberikan arti apabila digunakan pada perusahaan yang memiliki *intangible asset* dalam jumlah besar.
- c. Dalam hal terjadi kerugian yang terus menerus maka *book value of equity* dapat memiliki nilai negatif. (Damodaran, 2002)

Rasio PBV dapat dihubungkan dengan beberapa variable yang menentukan nilai dalam perhitungan *discounted cash flow* yaitu *dividend discount model*. Untuk menilai *equity* maka dapat dilakukan perhitungan sebagai berikut: (Damodaran, 2002, hal 514-515)

- a. Untuk perusahaan dengan *growth* yang stabil.
Untuk perusahaan dengan *growth* yang stabil dapat digunakan rumus sebagai berikut:

$$P_0 = \frac{DPS_1}{k_e - g_n} \quad (2.17)$$

P_0 = *value of equity per share* saat ini

$DPS_1 = \text{expected dividend per share tahun depan}$

$K_e = \text{cost of equity}$

$g_n = \text{growth rate dividen selamanya}$

oleh karena $DPS_1 = EPS_1$ (*Payout ratio*), maka *value of equity* dapat dirumuskan menjadi sebagai berikut:

$$P_0 = \frac{EPS_1 \times \text{Payout Ratio}}{k_e - g_n} \quad (2.18)$$

oleh karena $ROE = EPS_1 / \text{Book Value of equity}_0$, maka *value of equity* dapat dirumuskan menjadi sebagai berikut:

$$\frac{P_0}{BV_0} = \text{PBV} = \frac{ROE \times \text{Payout Ratio}}{k_e - g_n} \quad (2.19)$$

Dengan demikian Rasio PBV adalah fungsi dari *return on equity*, *payout ratio*, *growth rate* dan *cost of equity* yang mencerminkan risiko dari perusahaan.

b. Untuk perusahaan dengan *high growth*

Untuk perusahaan dengan *high growth* maka dapat *value of equity* dapat dirumuskan menjadi sebagai berikut: (Damodaran, 2002, hal 517)

$$\text{Value of equity} = \frac{\text{Present of expected dividend} + \text{Present value of terminal price}}{(2.20)}$$

Perusahaan dengan *high growth* memiliki dua fase *growth* yaitu dengan *growth* yang tinggi dan fase dengan *growth* yang stabil.

$$P_0 = \frac{EPS \times \text{Payout Ratio} \times (1+g) \times [1 - \{(1+g)^n / (1+k_{e,hg})^n\}]}{K_{e,hg} - g}$$

$$\frac{+ EPS_0 \times Payout Ratio_n \times (1+g)^n \times (1+g_n)}{(k_{e,st} - g_n) (1+k_{e,hg})^n} \quad (2.21)$$

dengan :

g = growth rate in the first years

Payout = payout ratio in the first years

g_n = growth rate after n years forever (growth rate yang stabil)

Payout_n = payout ratio after n years for the stable growth periode; st: stable growth periode

Oleh karena $EPS_0 = BV_0 \times ROE$ dan dengan memindahkan BV_0 ke ruas kiri persamaan maka didapat rumus sbb :

$$\frac{P_0}{BV_0} = \frac{ROE \times Payout \text{ ratio} \times (1+g) \times (1 - ((1+g)^n / (1+k_{e,hg})^n))}{K_{e,hg} - g} + \frac{ROE \times Payout \text{ ratio}_n \times (1+g)^n \times (1+g_n)}{(k_{e,st} - g_n) (1+k_{e,hg})^n} \quad (2.22)$$

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa Rasio PBV dipengaruhi dan juga ditentukan oleh:

a. *Return on Equity (ROE)*

ROE adalah ukuran yang menjelaskan seberapa besar pemegang saham memperoleh pengembalian selama satu tahun buku. Oleh karena memberikan keuntungan kepada pemegang saham adalah tujuan setiap perusahaan, maka secara akuntansi ROE adalah ukuran dasar atas kinerja perusahaan (Ross, et al, 2008)

Sesuai dengan namanya, maka ROE dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Ross, et al, 2008, hal 53)

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Equity}} \quad (2.23)$$

Secara teori Rasio PBV sangat dipengaruhi oleh ROE, ROE yang rendah mempengaruhi Rasio PBV secara langsung melalui rumus yang diuraikan di atas dan secara tidak langsung dengan menurunkan *expected growth* atau *payout*. (Damodaran, 2002, hal 519)

$$\text{Expected growth rate} = \text{Retention ratio} \times \text{ROE} \quad (2.24)$$

Selisih antara ROE dan *cost of equity* pada dasarnya merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *excess return* atas bisnis yang dioperasikannya. Para peneliti telah melakukan penelitian atas faktor penentu jumlah dan durasi lamanya *excess profit* dengan berbagai cara. Satu cara yang dikenal adalah cara Porter. Dalam pendekatan ini, persaingan muncul tidak hanya dari produsen pendatang baru di pasar. Menurut Porter, suatu perusahaan mampu mempertahankan ROE yang tinggi karena terdapat penghalang untuk masuk ke dalam pasar oleh karena perusahaan memiliki beberapa kelebihan. Dengan demikian perhitungan ROE sebaiknya dilakukan dengan mempertimbangkan situasi persaingan dalam bisnis perusahaan (Damodaran, 2002).

b. *Payout Ratio*

Payout Ratio atau *Dividend Payout* didefinisikan sebagai dividen tunai sebagai persentase pendapatan yang tersedia untuk pemegang saham umum dan mencerminkan besaran yang perusahaan keluarkan atau bayarkan dari *profit* ataupun besaran yang diinvestasikan kembali kedalam perusahaan. (Palepu, et al, 2000)

Dividend Payout Ratio dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Ross, et al, 2008, hal 67)

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Cash Dividends}}{\text{Net Income}} \quad (2.25)$$

Rasio PBV meningkat ketika *payout ratio* meningkat untuk berapa pun besarnya *growth rate* (Damodaran, 2002)

c. *Cost of Equity*

“If a Stockholder can reinvest the dividend in a financial asset (a stock or bond) with the same risk as that of the project, the stockholder would desire the alternative with the highest expected return. In other words the project should be undertaken only if its expected return is greater than that of a financial asset of comparable risk. The discount rate of a project should be the expected return on a financial asset of comparable risk. From the firm’s perspective, the expected return is the cost of equity capital.” (Ross, et al, 2008, hal 342)

Rasio PBV menurun ketika tingkat risiko meningkat atau *cost of equity* meningkat. Pengaruh ROE dan *cost of equity* dapat digabungkan menjadi satu variabel dengan mengambil nilai selisih dari kedua variabel tersebut yaitu dengan melihat *excess equity of return*. Semakin besar ROE dibanding *cost of equity* maka semakin besar Rasio PBV (Damodaran, 2002).

d. *Growth rate in earning* dalam fase *high growth* dan fase *stable growth*.

Rasio PBV meningkat ketika *growth rate* meningkat pada masing-masing fase selama *payout ratio* tetap sama (Damodaran, 2002).

e. *Size* atau total aset

Dalam bisnis perbankan manajemen harus melakukan perlindungan terhadap risiko insolvensi. Alat utama untuk melindungi suatu bank dari risiko insolvensi adalah *capital bank*. Fungsi *capital* terutama adalah untuk:

- a. Menyerap kerugian-kerugian yang tidak diantisipasi dengan batas aman yang memadai untuk menumbuhkan kepercayaan dan menjadikan bank mampu untuk *going concern*.
- b. Melindungi nasabah penyimpan, pemegang obligasi dan kreditur dalam hal terjadi insolvensi atau likuidasi.

- c. Melindungi dana asuransi bank.
- d. Melindungi pemegang saham bank dari kewajiban pembayaran premi yang meningkat.
- e. Mendanai kegiatan investasi untuk memberikan layanan keuangan. (Saunders and Cornett, 2000)

Hal yang menjadi dasar adanya hubungan antara total aset dengan Rasio PBV adalah adanya kewajiban penyediaan modal minimum sebagaimana diatur oleh Bank Indonesia. Dalam Peraturan Bank Indonesia No.9/13/PBI/2007 disebutkan bahwa bank wajib menyediakan modal minimum sebesar 8% dari aktiva tertimbang menurut risiko, khususnya risiko suku bunga, maka dapat dikatakan bahwa terdapat batas minimum modal yang harus dipenuhi suatu bank berdasarkan aktiva/total aset yang dimilikinya. Oleh karenanya total aset dapat dikatakan mempengaruhi jumlah modal minimum/*book value of equity* yang harus dimiliki bank.

Hubungan antara Rasio PBV dengan *return on equity* paling kuat pada lembaga keuangan daripada perusahaan bidang industri lainnya. Hal ini dikarenakan nilai buku dari modal dapat memberikan informasi mengenai nilai pasar dari modal yang diinvestasikan. (Damodaran, 2002)

Hal lainnya yang tidak dapat diabaikan adalah keragaman tingkat risiko antar bank sehingga dapat dikatakan bahwa untuk setiap tingkat *return on equity*, bank dengan tingkat risiko yang lebih tinggi akan memiliki Rasio PBV yang lebih rendah.

Sebaliknya, bank dengan tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi akan memiliki Rasio PBV yang lebih tinggi ketika faktor lainnya tetap sama. Selain itu dalam hal *cost of equity* (k) meningkat maka rasio PBV akan menurun.

Dalam penelitian ini akan dilakukan analisa terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi nilai Rasio PBV. Rasio PBV dipilih oleh karena rasio ini memberikan informasi seberapa besar nilai perbandingan antara *market value* dengan *book value of equity*.

BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Data dan Sampel

Penelitian ini bertujuan untuk menghitung *value of the firm* Bank Muamalat Indonesia Tbk dengan menggunakan dua metode, yaitu metode *Discounted Cash Flow* yang dalam hal ini adalah metode *Dividend Discount Model* dan metode *Relative Valuation* yang dalam hal ini adalah *Price To Book Value Ratio*. Untuk menghitung dengan menggunakan metode *Dividend Discount Model*, maka dibutuhkan data besarnya dividen, *cost of equity* dan *dividend growth* Bank Muamalat Indonesia Tbk. Data besarnya dividen saham dan *dividend growth* ditentukan dengan memperhatikan data historis dividen. Mengingat Bank Muamalat Indonesia Tbk adalah perusahaan terbuka *non listed*, yaitu perusahaan yang tidak menawarkan sahamnya untuk umum, maka dalam menghitung *cost of equity* tidak dapat digunakan data harga saham yang diperdagangkan, melainkan akan digunakan satu metode untuk melakukan estimasi terhadap beta Bank Muamalat Indonesia Tbk.

Selain itu juga akan dilakukan penelitian mengenai faktor-faktor apa saja yang secara signifikan mempengaruhi *Price to Book Value* untuk sektor perbankan.

3.2 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang terdiri dari harga saham penutupan harian, data saham tersebut adalah saham perbankan nasional, dan data *risk premium* Indonesia yang bersumber dari Dataset Damodaran. Data tersebut diambil dari database perpustakaan dan Bursa Efek Indonesia. Di samping itu untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi *Price to Book Value Ratio* digunakan data sekunder, yaitu laporan keuangan Bank Muamalat Indonesia Tbk tahun 2006-2010 dan bank-bank yang telah menawarkan sahamnya kepada publik melalui Bursa Efek Indonesia.

3.3 Prosedur Penelitian

Dalam penelitian ini digunakan metode *Divinded Discount Model* dan *Price To Book Value Ratio*. Kedua metode tersebut memiliki prosedur tertentu yang harus diikuti untuk mendapatkan hasil *value of the firm* Bank Muamalat Indonesia Tbk. Berikut ini akan dijelaskan mengenai beberapa prosedur pada masing-masing metode yang digunakan.

3.3.1 Dividend Discount Model

Dalam penelitian ini digunakan data kuantitatif. Mengingat Bank Muamalat Indonesia adalah perusahaan terbuka *non listed*, yaitu perusahaan yang belum melakukan penawaran umum atas saham-sahamnya maka dalam menghitung *cost of equity* khususnya beta, beta yang digunakan adalah *bottom up betas*, yakni beta rata-rata saham perbankan yang telah diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Terdapat 27 saham perbankan yang telah *listed* di BEI.

Adapun prosedur atau tahapan yang dilakukan dalam menghitung *bottom up betas*, adalah sebagai berikut:

1. Hitung *rate of return* dari setiap saham.

Rate of return untuk saham dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,(t-1)}}{P_{i,(t-1)}} \quad (3.1)$$

Dengan :

$R_{i,t}$ = *rate of return* saham i pada akhir hari t

$P_{i,t}$ = harga saham i pada akhir hari t

$P_{i,(t-1)}$ = harga saham i pada akhir hari t-1

Rate of return untuk *market index* dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagaimana telah diuraikan butir 3.3.1.

2. Dari hasil yang didapat pada butir 1 maka dilakukanlah regresi untuk mengetahui berapa beta masing-masing perusahaan. Dalam penelitian ini penulis tidak melakukan regresi namun langsung saja menggunakan data beta dari masing-masing saham tersebut yang telah tersedia di dalam Bloomberg.
3. Setelah diketahui seluruh *beta* masing-masing perusahaan maka selanjutnya dihitung rata-rata *beta* industri.
4. Kemudian berdasarkan Laporan Keuangan Audited tahun 2010 masing-masing perusahaan dihitung juga *debt to equity ratio*, *tax rate* dan *fixed cost to variable cost ratio* masing-masing perusahaan. Semua perhitungan tersebut akhirnya dihitung rata-ratanya.
5. Dengan mengetahui *average beta*, *average tax rate* dan *average debt to equity ratio* maka dapat dihitung *unlevered beta* industri dengan rumus:

$$\text{Unlevered beta} = \frac{\text{Average beta}}{[1 + (1 - \text{Average tax rate}) \times \text{Average DER}]} \quad (3.2)$$

6. Selanjutnya dihitung *levered beta* Bank Muamalat Indonesia Tbk (β BMI) dengan rumus:

$$\text{Levered beta} = \frac{\text{Unlevered beta} [1 + (1 - \text{BMI tax rate}) \times \text{BMI DER}]}{\text{BMI DER}} \quad (3.3)$$

7. Dengan mengetahui *levered beta*, maka perlu untuk dilihat komposisi *fixed cost* terhadap *variable cost* yang dapat mempengaruhi nilai beta. Untuk itu selanjutnya dapat dihitung *business beta* industri dengan rumus:

$$\text{Business beta} = \text{Unlevered beta} / [1 + \text{Fixed/Variable Cost}] \quad (3.4)$$

8. Setelah mendapatkan nilai *business beta*, maka dapat diketahui *unlevered beta* Bank Muamalat Indonesia Tbk dan *levered beta* Bank Muamalat Indonesia Tbk dengan rumus :

$$\text{Unlevered beta BMI} = \text{Business beta} \times (1 + \text{BMI Fixed/Variable Cost}) \quad (3.5)$$

$$\text{Levered beta BMI} = \text{Unlevered beta BMI} \times [1 + (1 - \text{BMI tax rate}) \times \text{BMI DER}] \quad (3.6)$$

Levered beta BMI adalah beta yang digunakan dalam perhitungan *dividend discount model*.

Dalam menghitung *cost of equity*, *risk free rate* yang digunakan adalah BI rate pada Desember 2010.

3.3.2 Price To Book Value Ratio

Untuk menentukan *Price to Book Value Ratio* terlebih dahulu ditentukan variabel-variabel prediktor dari *Price To Book Value Ratio*. Adapun prosedur atau tahapan yang dilakukan dalam menentukan variabel-variabel tersebut adalah sebagai berikut:

1. Menentukan variabel-variabel prediktor yang diduga mempunyai hubungan dalam menentukan besarnya *Price To Book*. Hal ini dilakukan terutama dengan mendasarkan pada teori-teori yang ada mengenai konsep *Price To Book Value Ratio*. Adapun variabel-variabel prediktor tersebut telah dibahas dalam bab sebelumnya.
2. Dalam penelitian ini data-data mengenai variabel-variabel tersebut diolah dengan metode sebagai berikut:

a. *EPS Growth*

Earnings per share (EPS) dalam penelitian ini adalah *earnings per share* sebagaimana yang terdapat dalam laporan laba rugi setiap bank. Dalam penelitian ini digunakan pertumbuhan EPS dari tahun ke tahun dengan

periode 3 tahun ke belakang dari tahun 2010. Rumus pertumbuhan EPS adalah sebagai berikut:

$$EPS_{growth} = \frac{EPS_t - EPS_{t-1}}{EPS_{t-1}} \quad (3.7)$$

dengan:

EPS_{growth}_t = tingkat pertumbuhan EPS di tahun t

EPS_t = *earning per share* di tahun t

EPS_{t-1} = *earning per share* di tahun t-1

Setelah diketahui EPS_{growth} di tahun t maka dihitung rata-rata EPS_{growth} selama 2 tahun ke belakang dari tahun 2010

Tabel 3.1 EPS Growth Perbankan Indonesia

Tahun	EPS	EPS Growth
2010	156	62,5%
2009	96	5,5%
2008	91	

Sumber: Laporan Keuangan Bank-Bank Indonesia

EPS_{growth} rata-rata = 34%

b. *Size*

Dalam penelitian ini yang dimaksud dengan *size* adalah total aset pada suatu bank. Untuk *size*, maka data yang diambil adalah total aset pada akhir tahun 2010. Per tahun 2010 jumlah total aset Bank Muamalat Indonesia adalah Rp. 21.400.793.090.000

c. *Beta*

Beta suatu investasi adalah pengukuran volatilitas melalui regresi terhadap persentase perubahan harga suatu saham dibandingkan dengan perubahan satu persen dari *market index*, yang mana dalam hal penelitian ini digunakan data *beta* dari Bloomberg. *Beta* yang digunakan adalah *raw beta* yang

didapatkan dari pergerakan harga saham dan data harian *market index* yang respresnetatif.

**Tabel 3.2 Raw Beta, DER, Tax Rate & Fixed to Variabel Cost Industri
Perbankan Indonesia**

No	Nama Bank	Raw beta 1 tahun	Raw beta 2 tahun	Raw beta 3 tahun	DER	Fix/Variable
1	Bank Mandiri	1,48	1,44	1,38	981%	83,77%
2	BRI	1,46	1,47	1,33	1002%	137,41%
3	BNI	1,31	1,33	1,28	650%	135,51%
4	BII	0,98	0,81	0,54	936%	164,26%
5	Bukopin	1,21	1,08	1,04	1545%	75,54%
6	CIMB Niaga	1,18	0,85	1	943%	84,93%
7	Himpunan Saudara	1,17	0,68	N.A.	726%	97,79%
8	BCA	1	1,05	0,99	850%	123,93%
9	Victoria	0,92	0,65	0,54	1289%	50,08%
10	Danamon	0,91	1,26	1,24	540%	204,81%
11	Panin	0,8	0,87	0,99	781%	60,09%
12	BTPN	0,75	0,59	N.A.	719%	122,42%
13	NISP	0,63	N.A.	N.A.	881%	97,11%
14	Arta Graha	0,59	0,37	0,42	1519%	57,41%
15	Agro	0,61	0,4	0,19	998%	59,28%
16	Permata	0,56	0,32	0,31	831%	88,06%
17	Pundi	0,48	N.A.	N.A.	510%	155,26%
18	Capital	0,31	N.A.	N.A.	710%	35,02%
19	Mayapada	0,42	0,15	0,23	581%	66,49%
20	Mega	0,33	N.A.	N.A.	1082%	93,56%
21	Bumi Arta	0,27	N.A.	N.A.	513%	89,62%
22	Kesawan	0,28	0,2	0,08	1354%	85,83%
23	Bumiputra	0,09	N.A.	N.A.	1114%	85,75%
24	Windu Kentjana	0,07	N.A.	N.A.	736%	73,13%
25	Ekonomi	0,06	N.A.	N.A.	835%	101,79%
26	Swadesi	0	N.A.	N.A.	393%	43,90%
27	Nusantara Parahyangan	-0,03	N.A.	N.A.	925%	91,18%
	average	0,6607	0,7953	0,7707	887%	94,96%
	Bank Muamalat				1124%	103%

Sumber : Data olahan sendiri

Berdasarkan Tabel 3.2 di atas diperoleh rata-rata nilai beta untuk satu, dua dan tiga tahun. Jika rata-rata nilai beta diatas digunakan sebagai dasar dalam menentukan skenario optimis, moderat dan pesimis maka nilai beta masing-masing skenario adalah sebagai berikut:

Tabel 3.3 Skenario nilai beta

Skenario	nilai beta
Optimis	0,6607
Moderat	0,7707
Pesimis	0,7953

Sumber: data olahan sendiri

Selanjutnya dengan asumsi *tax rate* 30% dan menggunakan *average DER* industri sebesar 887% maka diperoleh perhitungan nilai *unlevered beta* berdasarkan skenario optimis, moderat dan pesimis dengan cara sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{Unlevered beta} &= \text{Average beta} / [1+(1-\text{Average tax rate}) \times \text{Average DER}] \\
 &= 0.6607 / [1+(1-30\%) \times 887\%] \\
 &= 0,0917
 \end{aligned}$$

Sehingga diperoleh Tabel 3.4 Skenario nilai *unlevered beta* sebagai berikut:

Tabel 3.4 Skenario nilai *unlevered beta*

Skenario	nilai beta	<i>unlevered beta</i>
Optimis	0,6607	0,0917
Moderat	0,7707	0,1069
Pesimis	0,7953	0,1103

Sumber: data olahan sendiri

Selanjutnya dengan menggunakan *BMI tax rate* dan *DER BMI* maka diperoleh perhitungan nilai *levered beta* dengan skenario optimis, moderat dan pesimis dengan cara sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Levered beta} &= \text{Unlevered beta} \times [1 + (1 - \text{BMI tax rate}) \times \text{BMI DER}] \\ &= 0,00917 \times [1 + (1 - 30\%) \times 1124\%] \\ &= 0,8129 \end{aligned}$$

Sehingga diperoleh Tabel 3.5 Skenario nilai *Levered Beta* sebagai berikut :

Tabel 3.5 Skenario nilai *Levered Beta*

Skenario	Nilai beta	<i>Unlevered beta</i>	<i>Levered beta</i>
Optimis	0,6607	0,0917	0,8129
Moderat	0,7707	0,1069	0,9481
Pesimis	0,7953	0,1103	0,9784

Sumber: data olahan sendiri

Setelah mendapatkan *levered beta*, maka perlu untuk dilihat pengaruh komposisi *fixed cost* dengan *variable cost* terhadap *beta*, sehingga diperoleh nilai *Business Beta* dengan cara sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Business beta} &= \text{Unlevered beta} / [1 + \text{Fixed to Variabel Cost Industry}] \\ &= 0,0917 / [1 + 94,96\%] \\ &= 0,0470 \end{aligned}$$

Sehingga nilai *business beta* untuk ketiga skenario menjadi sebagai berikut :

Tabel 3.6 Skenario nilai *Business Beta*

Skenario	Nilai beta	<i>Unlevered beta</i>	<i>Business beta</i>
Optimis	0,6607	0,0917	0,0470
Moderat	0,7707	0,1069	0,0548
Pesimis	0,7953	0,1103	0,0566

Sumber: data olahan sendiri

Setelah memperoleh nilai *Business Beta*, langkah selanjutnya ialah mencari nilai *unlevered beta* BMI, dengan menggunakan nilai BMI *Fixed/variable cost* sebesar 103% maka perhitungan nilai *unlevered beta* BMI menjadi sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Unlevered beta BMI} &= \text{Business beta} \times (1 + \text{BMI Fixed/Variabel cost}) \\ &= 0,0470 \times (1 + 103\%) \\ &= 0,0954 \end{aligned}$$

Sehingga diperoleh nilai *unlevered beta* BMI dengan ketiga skenario menjadi sebagai berikut:

Tabel 3.7 Skenario nilai Unlevered Beta BMI

Skenario	Nilai beta	<i>Unlevered beta</i>	<i>Business beta</i>	<i>Unlevered beta</i> BMI
Optimis	0,6607	0,0917	0,0470	0,0954
Moderat	0,7707	0,1069	0,0548	0,1113
Pesimis	0,7953	0,1103	0,0566	0,1149

Sumber: data olahan sendiri

Setelah memperoleh nilai *unlevered* BMI langkah selanjutnya ialah mencari nilai *levered* beta BMI. *Levered* BMI diperoleh dengan menggunakan perhitungan sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{Levered beta BMI} &= \text{Unlevered beta BMI} \times [1 + (1 - \text{BMI tax rate}) \times \\ &\quad \text{BMI DER}] \\ &= 0,0954 \times [1 + (1 - 30\%) \times 1124\%] \\ &= 0,8463 \end{aligned}$$

Sehingga diperoleh tabel skenario *levered beta* BMI sebagai berikut :

Tabel 3.8 Skenario nilai *Levered Beta BMI*

Skenario	nilai beta	<i>unlevered beta</i>	<i>business beta</i>	<i>unlevered beta BMI</i>	<i>levered BMI</i>
Optimis	0,6607	0,0917	0,0470	0,0954	0,84639
Moderat	0,7707	0,1069	0,0548	0,1113	0,98720
Pesimis	0,7953	0,1103	0,0566	0,1149	1,01875

Sumber: data olahan sendiri

Sebagaimana telah dilakukan perhitungan dengan menggunakan metode *bottom up betas* di atas, *beta* yang didapat adalah sebesar sebagai berikut :

Tabel 3.9 Skenario nilai *Bottom up Betas BMI*

skenario	<i>levered BMI</i>
Optimis	0,84639
Moderat	0,98720
Pesimis	1,01875

Sumber: data olahan sendiri

d. *Return on Equity (ROE)*

ROE dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Average Common Equity}} \quad (3.8)$$

dengan:

Average Common Equity dihitung dengan merata-ratakan *common equity* 2 tahun terakhir.

$$\begin{aligned}
 ROE &= \frac{\text{Net Income}}{\text{Average Common Equity}} \\
 &= \frac{\text{Rp. 170.938.736.000}}{\text{Rp (1.749.157.222.000 + 898.034.884.000)/2}} \\
 &= 0,129
 \end{aligned}$$

e. *Dividend Payout Ratio* (DPO)

DPO dihitung dengan membandingkan antara jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham dengan *net income* yang dihasilkan bank.

Dividend yang dibayarkan oleh Bank Muamalat Indonesia sejak tahun 2007 sampai dengan 2010 dapat dilihat dalam tabel sebagai berikut :

Tabel 3.10. Dividen Payout Ratio BMI (tahun 2007-2010)

Tahun	Dividen	Net Income	DPO ratio
2007	85,602,216	145,324,930	59%
2008	87,194,958	207,210,886	42%
2009	93,244,898	50,192,311	186%
2010	-	170,938,736	0%
		rata-rata	72%

Sumber : Annual Report BMI tahun 2007-2010

Sehingga rata-rata dividend payout ratio BMI sebesar 0,72

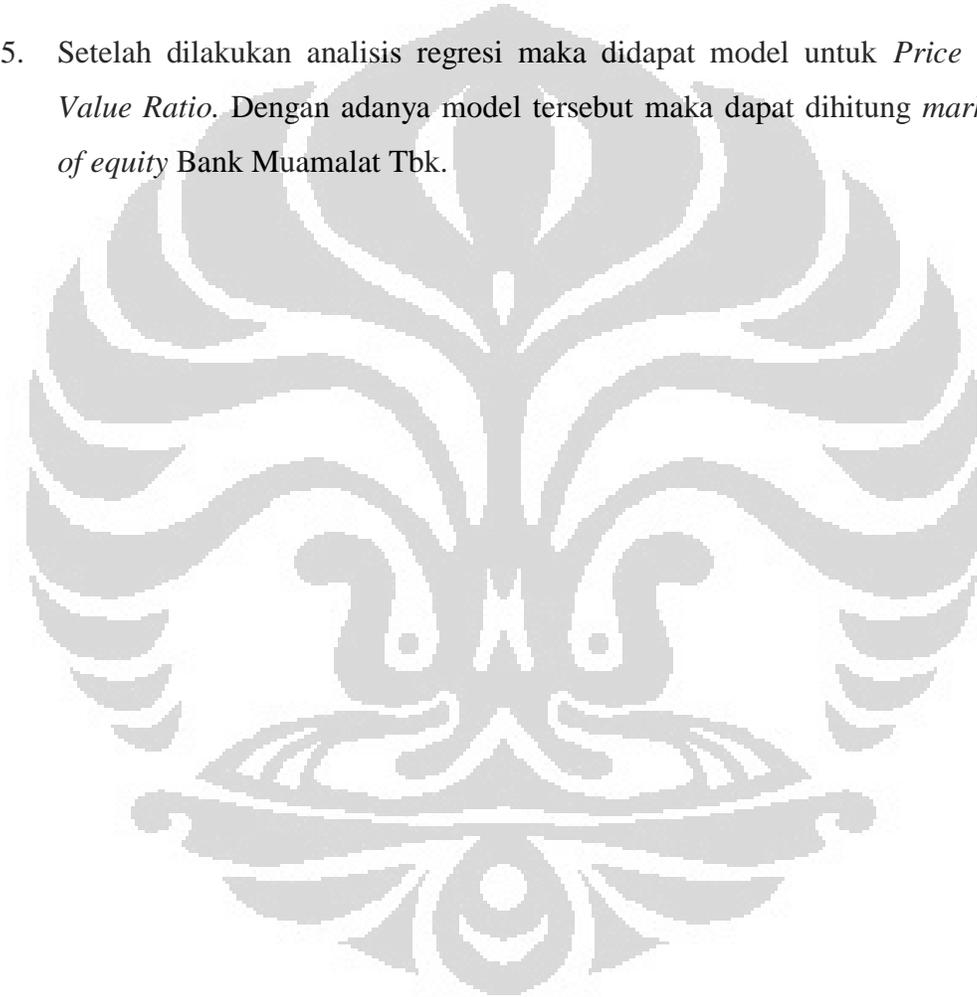
- Menghitung besarnya korelasi masing-masing variabel tersebut terhadap variabel-variabel lain dan juga terhadap *Price To Book Value Ratio*. Hal ini dilakukan untuk mengetahui variabel-variabel lainnya serta mana saja yang memiliki pengaruh secara signifikan terhadap *Price to Book Value Ratio*. Analisis korelasi dilakukan dengan melihat nilai *p-value* dari masing-masing hubungan antar variable. Nilai *p-value* yang umum digunakan adalah 0,05 maka terdapat korelasi antar variable tersebut.

- Melakukan regresi untuk mengetahui model *Price To Book Value Ratio*, besaran koefisien pada setiap variable.

Dalam melakukan regresi tersebut perlu juga dapat dilakukan pengecekan untuk mengetahui apakah terdapat multikolinear dalam model untuk menentukan apakah model telah tepat. Adapun yang menjadi indikator dalam pengecekan ini

adalah nilai VIF. VIF adalah faktor yang digunakan untuk mengidentifikasi ada tidaknya multikolinear dalam model. Apabila nilai VIF lebih besar dari 5 maka dapat dikatakan bahwa ada multikolinear dalam model. Dalam hal terdapat multikolinear dalam model, maka tidak semua variabel yang harus dimasukkan sebagai variabel predictor namun cukup dimasukkan variable yang memiliki korelasi lebih besar dengan variabel respon.

5. Setelah dilakukan analisis regresi maka didapat model untuk *Price To Book Value Ratio*. Dengan adanya model tersebut maka dapat dihitung *market value of equity* Bank Muamalat Tbk.



BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Perkembangan Industri Perbankan Syariah di Indonesia

Sepanjang tahun 2010 perbankan syariah tumbuh dengan volume usaha yang tinggi yaitu sebesar 43,99% (yoy) meningkat dibandingkan periode yang sama tahun sebelumnya yaitu sebesar 26,55% (yoy) dengan pertumbuhan dana yang dihimpun maupun pembiayaan yang juga relatif tinggi dibandingkan periode yang sama tahun 2009. Secara umum efektivitas fungsi intermediasi perbankan syariah tetap terjaga seiring pertumbuhan dana yang dihimpun maupun pembiayaan yang relatif tinggi dibandingkan perbankan nasional.

Pertumbuhan ini tidak lepas dari pemulihan ekonomi global yang semakin menguat di akhir tahun 2009 memberikan optimisme perkembangan ekonomi di tahun 2010 meskipun sempat diwarnai oleh krisis Yunani yang terjadi awal triwulan II 2010 namun krisis tersebut tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kondisi perbankan syariah nasional. Kondisi perbankan syariah nasional yang belum memiliki tingkat integrasi yang tinggi dengan sistem keuangan global serta tidak signifikannya eksposur valas yang dimiliki perbankan syariah nasional, berdampak pada terhindarnya bank syariah dari pengaruh langsung krisis tersebut. (http://www.bi.go.id/web/id/Publikasi/Publikasi+Lain/Publikasi+Lainnya/outlookperbankansyariah_2011.htm, 18 Januari 2011)

Pertumbuhan asset perbankan syariah juga disebabkan adanya penambahan jumlah kelembagaan bank syariah setiap tahunnya yang dapat dilihat dalam tabel berikut ini :

Tabel 4.1 Perkembangan Jaringan Kantor Perbankan Syariah Indonesia

Kelompok Bank	2007	III 08	IV 08	I 09	II 09	III 09	IV 09	I 10	II 10	III 10
Bank Umum Syariah	3	3	5	5	5	5	6	8	10	10
Unit Usaha Syariah	26	28	27	26	25	24	25	25	23	23
Jumlah Kantor BUS & UUS	597	713	822	888	899	924	998	1208	1279	1388
Jumlah Layanan Syariah	1195	1440	1470	1486	1543	1667	1792	1787	1140	1140

sumber: http://www.bi.go.id/web/id/Publikasi/Publikasi+Lain/Publikasi+Lainnya/outlookperbankansyariah_2011.htm, 18 Januari 2011

4.2 Profil Bank Muamalat Indonesia Tbk (Annual Report BMI 2010)

Gagasan pendirian Bank Muamalat berawal dari lokakarya *Bunga Bank dan Perbankan* yang diselenggarakan Majelis Ulama Indonesia pada 18-20 Agustus 1990 di Cisarua, Bogor. Ide ini berlanjut dalam Musyawarah Nasional IV Majelis Ulama Indonesia di Hotel Sahid Jaya, Jakarta, pada 22-25 Agustus 1990 yang diteruskan dengan pembentukan kelompok kerja untuk mendirikan bank murni syariah pertama di Indonesia.

Realisasinya dilakukan pada 1 November 1991 yang ditandai dengan penandatanganan akte pendirian PT Bank Muamalat Indonesia di Hotel Sahid Jaya berdasarkan Akte Notaris Nomor 1 Tanggal 1 November yang dibuat oleh Notaris Yudo Paripurno, S.H. dengan Izin Menteri Kehakiman Nomor C2.2413.T.01.01 Tanggal 21 Maret 1992/Berita Negara Republik Indonesia Tanggal 28 April 1992 Nomor 34. Pada saat penandatanganan akte pendirian ini diperoleh komitmen dari berbagai pihak untuk membeli saham sebanyak Rp 84 miliar. Kemudian dalam acara silaturahmi pendirian di Istana Bogor diperoleh tambahan dana dari masyarakat Jawa Barat senilai Rp 106 miliar sebagai wujud dukungan mereka.

Dengan modal awal tersebut dan berdasarkan Surat Keputusan Menteri Keuangan RI Nomor 1223/MK.013/1991 tanggal 5 November 1991 serta izin usaha yang berupa Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 430/KMK.013/1992 Tanggal 24 April 1992, Bank Muamalat mulai beroperasi pada 1 Mei 1992 bertepatan dengan 27 Syawal 1412 H. Pada 27 Oktober 1994, Bank Muamalat mendapat kepercayaan dari Bank Indonesia sebagai Bank Devisa.

Beberapa tahun yang lalu Indonesia dan beberapa negara di Asia Tenggara pernah mengalami krisis moneter yang berdampak terhadap perbankan nasional yang menyebabkan timbulnya kredit macet pada segmen korporasi. Bank Muamalat pun ikut terimbas dampak tersebut. Tahun 1998, angka *non performing financing* (NPF) Bank Muamalat sempat mencapai lebih dari 60%. BMI mencatat kerugian sebesar Rp 105 miliar dan ekuitas mencapai titik terendah hingga Rp 39,3 miliar atau kurang dari sepertiga modal awal.

Kondisi tersebut telah mengantarkan Bank Muamalat memasuki era baru dengan keikutsertaan Islamic Development Bank (IDB), yang berkedudukan di Jeddah–Saudi Arabia, sebagai salah satu pemegang saham luar negeri yang resmi diputuskan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) pada 21 Juni 1999.

Saat ini Bank Mumalat memberikan layanan kepada sekitar 2,5 juta nasabah melalui 368 kantor layanan yang tersebar di 33 provinsi di Indonesia dan didukung oleh jaringan layanan di lebih dari 4.000 outlet *System Online Payment Point* (SOPP) di PT POS Indonesia, 32.000 *Automated Teller Machine* (ATM), serta 95.000 *merchant debit*.

Bank Muamalat merupakan satu-satunya bank syariah yang berekspansi ke luar negeri dengan membuka kantor cabang di Kuala Lumpur, Malaysia. Nasabah dapat memanfaatkan jaringan *Malaysia Electronic Payment System* (MEPS) dengan jangkauan akses lebih dari 2.000 ATM di Malaysia.

4.2.1 Kinerja Bank Muamalat Tbk

Kinerja Bank Muamalat selama tahun 2010 menunjukkan hasil yang baik. Hampir semua indikator yang menjadi target tahun 2010 bisa tercapai. Hal ini terlihat dari beberapa ratio penting sebagai berikut:

Tabel 4.2 Rasio Keuangan Penting BMI 2 tahun terakhir

RASIO KEUANGAN PENTING Key Financial Ratio			
Rasio Ratio	2010	2009	Perubahan Changes
CAR	13,26%	11,10%	17%
NIM	5,24%	5,15%	11%
Expenses / Income (BOPO)	87,38%	95,50%	-8%
ROA	1,36%	0,45%	196%
ROE	17,78%	8,03%	107%
FDR	91,52%	85,82%	6%
NPF Gross	4,32%	4,73%	-35%
NPF Net	3,51%	4,10%	-46%

Sumber : Annual Report BMI tahun 2010

Terlihat adanya perbaikan yang cukup signifikan untuk beberapa rasio dari tahun 2009 ke tahun 2010, seperti kenaikan CAR, NIM, ROA, ROE dan FDR. Hal

ini juga diikuti oleh penurunan beberapa ratio yang harus ditekan antara lain BOPO dan NPF.

Namun jika kita lihat rasio-rasio tersebut dalam 5 tahun belakangan maka akan terlihat bahwa secara prosentase sebenarnya tidak terlalu banyak perubahan.

Tabel 4.3 Rasio Keuangan Penting BMI 5 tahun terakhir

KETERANGAN	2010	2009	2008	2007	2006	DESCRIPTION
Rasio Keuangan Penting (%)						Key Financial Ratio (%)
Rasio Kecukupan Modal	13,26	11,10	10,81	10,43	14,23	Capital Adequacy Ratio (CAR)
Aktiva Tetap terhadap Modal	17,45	23,29	14,53	16,08	13,59	Fixed Assets to Capital
Aktiva Produktif Bermasalah	3,47	3,62	3,97	2,57	4,96	Non Performings Earning Assets
Pembiayaan Bermasalah Kotor	4,32	4,73	4,33	2,96	5,76	Non Performing Financing (NPF) Gross
Pembiayaan Bermasalah Bersih	3,51	4,10	3,85	1,33	4,84	Non Performing Financing (NPF) Nett
PPAP terhadap Aktiva Produktif	1,50	1,38	1,42	2,34	1,70	Allowance for Possible Losses on Earning Assets to Earning Assets
Tingkat Pengembalian Aset	1,36	0,45	2,60	2,18	2,10	Return on Assets (ROA)
Tingkat Pengembalian Ekuitas	17,78	8,03	33,14	22,35	21,99	Return on Equity (ROE)
Marginal Pendapatan Bersih	5,24	5,15	7,42	7,61	6,10	Nett Income Margin (NIM)
Beban Operasional terhadap Pendapatan Operasional (BOPO)	87,38	95,50	78,94	83,38	84,69	Operating Expenses to Operating Revenues
Pembiayaan terhadap Dana Pihak Ketiga	91,52	85,82	104,41	99,16	83,60	Financing to Deposits Ratio (FDR)
Giro Wajib Minimum (GWM)	5,21	5,25	7,89	7,23	5,52	Statutory Reserves
Posisi Devisa Neto	2,33	3,79	49,00	8,56	15,88	Nett Open Position (NOP)
Persentase Pelanggaran Batas Maksimum Pemberian Pembiayaan (BMPP)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Violation of the LLL
Persentase Pelampauan BMPP	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Lending in Excess of the LLL

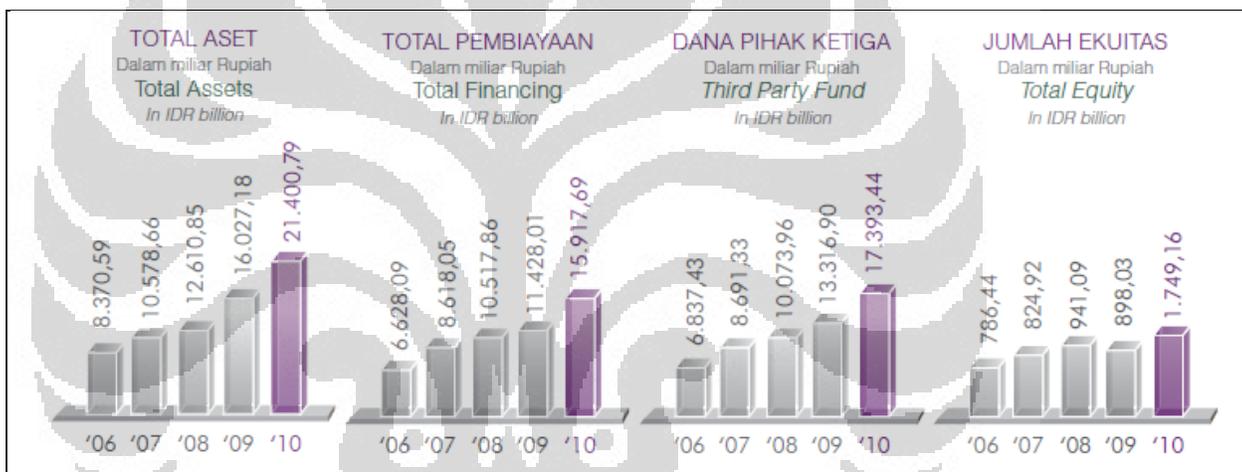
Sumber : Annual Report BMI tahun 2010

Secara pertumbuhan aset perusahaan mengalami pertumbuhan yang cukup signifikan. Hal ini terlihat dari pertumbuhan aset yang meningkat hingga 33,53% dari Rp 16.027,18 miliar (2009) menjadi Rp 21.400,79 miliar seperti dalam tabel dan grafik berikut:

Tabel 4.4 Pertumbuhan Aset, Pembiayaan, Dana Pihak Ketiga dan Ekuitas

(dalam miliar Rupiah)		(in IDR billion)		
Keterangan	2009	2010	Pertumbuhan Growth	Description
Total Aset	16.027,18	21.400,79	33,53%	Total Asset
Total Pembiayaan	11.428,01	15.917,69	39,29%	Total Financing
Dana Pihak Ketiga	13.316,90	17.393,44	30,61%	Third Party Fund
Giro	1.188,44	2.192,90	84,52%	Demand Deposits
Tabungan	4.492,19	5.258,47	17,06%	Saving Accounts
Deposito	7.636,27	9.942,07	30,20%	Time Deposit
Total Ekuitas	898,03	1.749,16	94,78%	Total Equity

Sumber : Annual Report BMI tahun 2010



Gambar 4.1 Grafik Pertumbuhan Aset, Pembiayaan, Dana Pihak Ketiga dan Ekuitas

Sumber Annual Report BMI tahun 2010

Pada tahun 2010, total aset Bank Muamalat tercatat sebesar Rp 21.400,79 miliar, meningkat sebesar 33,53% dibandingkan aset pada tahun 2009 sebesar Rp 16.027,17 miliar. Peningkatan aset ini terutama ditunjang oleh hasil penawaran umum saham melalui mekanisme Rights Issue yang dilaksanakan untuk memenuhi strategi pertumbuhan Perseroan.

Dalam hal pembiayaan, secara umum pembiayaan tahun 2010 mengalami peningkatan yang cukup signifikan akibat strategi pembiayaan yang lebih ekspansif

dibanding dengan tahun sebelumnya. Pembiayaan tahun 2010 mencapai Rp 15.917,69 miliar tumbuh 39,29% dibandingkan dengan tahun sebelumnya yang tercatat Rp 11.428,01 miliar. Peningkatan ini jauh lebih tinggi dibandingkan tahun 2009 yang tumbuh hanya 8,66% akibat kondisi ekonomi yang belum cukup baik pasca krisis.

Selain itu, jika dilihat berdasarkan akad, portofolio pembiayaan pun mengalami perbaikan dengan meningkatnya presentasi piutang jual beli yang meningkat dari 40,16% tahun 2009 menjadi 41,44% pada tahun 2010. Peningkatan pembiayaan dengan akad jual beli merupakan hal yang menggembirakan, karena imbal hasilnya lebih tinggi.

Dalam hal penghimpunan Dana Pihak Ketiga, Total Dana Pihak Ketiga (DPK) Bank Muamalat pada akhir 2010 adalah Rp 17.393,44 miliar, meningkat 30,61% dibandingkan tahun 2009 yang tercatat sebesar Rp 13.316,89 miliar. Walaupun secara persentase terdapat penurunan, namun secara nominal pertumbuhan DPK tahun 2010 lebih besar yaitu Rp 4.076,54 miliar dibandingkan tahun 2009 yang sebesar Rp 3.242,94 miliar.

Dengan total pembiayaan sebesar Rp 15.917,69 miliar, maka *Financing to Deposit Ratio (FDR)* Bank Muamalat mencapai 91,52%, lebih baik dibandingkan tahun 2009 yang tercatat 85,82%. Peningkatan rasio FDR mencerminkan kinerja Bank Muamalat yang semakin baik dalam melaksanakan fungsi intermediasinya.

Jika dilihat dari jenis DPK yang dihimpun, Giro mengalami pertumbuhan signifikan pada tahun 2010 yang meningkat sebesar 84,52% atau menjadi sebesar Rp 2.192,90 miliar dari posisi Rp 1.188,44 miliar ditahun 2009. Deposito berhasil tumbuh sebesar Rp2.305,81 miliar atau 30,20% dari Rp 7.636,27 miliar di tahun 2009 menjadi Rp 9.942,07 miliar di tahun berikutnya. Sementara itu, tabungan pada akhir 2010 berjumlah Rp 5.258,47 miliar meningkat 17,06% dibandingkan dengan periode 2009 yang tercatat sebesar Rp 4.492,19 miliar. Selama tahun 2010 giro dan tabungan mengalami tren pertumbuhan yang semakin baik walaupun deposito masih menjadi komponen terbesar dari DPK. Komposisi giro dan tabungan mencapai 42,84%, sedangkan komposisi deposito sebesar 57,16%. Komposisi ini mengalami

sedikit perubahan dimana komposisi deposito menjadi sedikit lebih rendah dibandingkan tahun lalu yang tercatat 57,34%. Komposisi giro dan tabungan akan terus diperbesar karena bisnis ritel akan menjadi fokus bisnis dalam beberapa tahun kedepan.

Untuk menjaga likuiditas pada level yang aman, Bank Muamalat terus mengoptimalkan fungsi dana bank sebagai *buffer* likuiditas. Total dana bank yang berhasil dihimpun pada tahun 2010 mencapai Rp 1.324,09 miliar tumbuh 27,61% dibandingkan tahun sebelumnya yaitu Rp 1.037,64 miliar. Peningkatan ini masih didominasi oleh deposito bank yang meningkat sebesar Rp 264,75 miliar atau 26,78% dibandingkan tahun lalu.

Untuk memperkuat struktur modal perusahaan menggunakan Sukuk Mudharabah Subordinasi. Total pinjaman subordinasi per 31 Desember 2010 adalah Rp 313,12 miliar.

Nilai Ekuitas Bank Muamalat per 31 Desember 2010 adalah sebesar Rp 1.749,16 miliar. Terjadi peningkatan sebesar 94,78% dibandingkan dengan posisi Ekuitas per 31 Desember 2009 yang tercatat sebesar Rp 898,03 miliar. Peningkatan Ekuitas Bank Muamalat diperoleh dari tambahan modal hasil Penawaran Umum Terbatas (PUT) IV. Jumlah modal ditempatkan dan disetor penuh sebesar Rp 782,67 miliar atau meningkat 58,82% dibandingkan tahun 2009. Sedangkan tambahan modal disetor (*agio*) juga meningkat 287,73% dari Rp 132,50 miliar menjadi Rp 513,73 miliar di tahun 2010.

Sedangkan untuk laba yang mampu dihasilkan, maka dapat dilihat komponen-komponen pendapatan dan pengeluaran Bank Muamalat Indonesia Tbk sebagai berikut:

Tabel 4.5 Laba Rugi dan Neraca BMI tahun 2010

Dalam miliar Rupiah						In IDR billion
KETERANGAN	2010	2009	2008	2007	2006	DESCRIPTION
Neraca						
Total Aktiva	21.400,79	16.027,18	12.610,85	10.578,66	8.370,59	Total Assets
Total Aktiva Produktif	19.881,17	15.083,20	11.644,55	9.944,92	7.874,32	Earning Assets
Pembiayaan	15.917,69	11.428,01	10.517,86	8.618,05	6.628,09	Financing Facilities
Penempatan Surat Berharga	530,41	154,05	29,85	14,85	14,85	Securities
Penyertaan	46,71	44,91	43,51	40,22	5,66	Placement
Dana Pihak Ketiga	17.393,44	13.316,90	10.073,96	8.691,33	6.837,43	Third Party Fund
Giro	2.192,90	1.188,44	754,48	929,72	679,25	Demand Deposits
Tabungan	5.258,47	4.492,19	3.921,30	3.407,78	2.505,61	Saving Deposits
Deposito	9.942,07	7.636,27	5.398,18	4.353,83	3.652,58	Time Deposits
Total Ekuitas	1.749,16	898,03	941,09	824,92	786,44	Total Equity
Labarugi						
Pendapatan Pengelolaan Dana oleh Bank sebagai Mudharib	1.608,14	1.517,15	1.320,90	1.165,65	1.049,31	Revenue from Fund Management as Mudharib
Hak Pihak Ketiga atas Bagi Hasil Dana Syirkah Temporer	(764,60)	(821,54)	(515,42)	(500,15)	(570,05)	Third Parties' Share On Return Of Temporary Syirkah Funds
Hak Bagi Hasil Milik Bank	843,54	695,60	805,48	665,50	479,26	Bank's Share in Profit Sharing
Pendapatan Operasional Lainnya-Bersih	279,70	231,15	147,13	117,87	92,17	Other Operating Revenue-Net
Beban Operasional Lainnya	(788,65)	(739,14)	(685,98)	(570,07)	(396,66)	Other Operating Expenses
Labarugi Operasional	238,28	78,71	300,69	213,30	174,77	Income from Operation
Labarugi Sebelum Pajak	231,08	64,76	294,80	203,97	161,47	Income Before Tax
Labarugi Bersih	170,94	50,19	203,36	139,78	108,36	Net Income
Labarugi Bersih Per Saham (dalam satuan Rupiah)	122,10	61,19	247,92	170,40	132,10	Basic Earning per Share (in full amount IDR)
Jumlah Saham Beredar (dalam juta)	1.400,00	820,25	820,25	820,25	820,25	Share Issued (in million)

Sumber: Annual Report tahun 2010 BMI

Dari sisi Pendapatan, pada akhir tahun 2010, Bank Muamalat mencatat Pendapatan dari Pengelolaan Dana oleh Bank Sebagai Mudharib sebesar Rp 1.608,14 miliar. Pencapaian tahun ini meningkat 6,00% dari pencapaian tahun 2009 sebesar Rp 1.517,15 miliar. Peningkatan pendapatan dari pengelolaan dana ini berasal dari pertumbuhan pembiayaan yang cukup baik di tahun 2010.

Pendapatan Operasional Lainnya berasal dari *fee based income* atau pendapatan yang berasal dari biaya pengelolaan dana nasabah Non Mudharib. Pendapatan ini meningkat sebesar 21% dibandingkan tahun 2009. Pada tahun 2010 Bank Muamalat mencatat Pendapatan Operasional Lainnya sebesar Rp 279,70 miliar, sedangkan pada tahun 2009 tercatat sebesar Rp 231,15 miliar. Peningkatan ini

disebabkan oleh strategi Perseroan yang memperluas segmen pasar serta peningkatan kuantitas dan kualitas produk.

Dari sisi beban operasional Bank tetap berhasil menumbuhkan pertumbuhan bisnisnya dengan terus menjaga efektifitas biaya dan menjaganya pada level yang lebih efisien. Hal ini diindikasikan oleh Beban Operasional Lainnya yang tercatat sebesar Rp 788,65 miliar, hanya meningkat 6,70% dibandingkan tahun 2009 sebesar Rp 739,14 miliar pada 2010. Peningkatan ini jauh lebih rendah dibandingkan pertumbuhan bisnis yang berhasil diraih yaitu sekitar 30%. Beban Operasional Lainnya terdiri dari Beban Karyawan, Beban Umum dan Administrasi, Beban Estimasi Kerugian Komitmen dan Kontijensi, Beban Bonus Giro Waidah, dan Beban Lain-lain.

Laba operasional Bank Muamalat pada tahun 2010 meningkat sangat signifikan sebesar 202,74%, dari Rp 78,71 miliar pada tahun 2009 menjadi Rp 238,28 miliar pada tahun 2010.

Peningkatan ini adalah buah strategi perusahaan yang telah dicanangkan pada tahun sebelumnya.

Bank Muamalat mencatat Laba Bersih tahun 2010 sebesar Rp 170,94 miliar, meningkat 240,57% dibandingkan tahun 2009 yang mencatat sebesar Rp 50,19 miliar. Terjadinya peningkatan laba bersih yang dibukukan oleh Bank Muamalat di tahun 2010, ikut meningkatkan laba bersih per saham dari Rp 61,19 per saham di tahun 2009 menjadi Rp 122,10 per saham pada 2010, sehingga peningkatan laba bersih per saham mencapai 99.54%.

Secara profitabilitas Rasio laba terhadap rata-rata ekuitas atau *Return On Equity (ROE)* 2010 mengalami peningkatan signifikan. ROE tercatat sebesar 17,78% pada tahun 2010, meningkat jika dibandingkan dengan 2009 sebesar 8,03%. Sedangkan rasio laba terhadap rata-rata aktiva atau *Return On Assets (ROA)* di tahun 2010 berada pada level yang baik yaitu 1,36%, meningkat dari tahun 2009 yang tercatat sebesar 0,45%.

4.2.2 Proses Penawaran Akuisisi Bank Muamalat Tbk

Bank Mandiri sebagai bank terbesar di Indonesia dalam hal asset pada akhir tahun 2010 mendapatkan tantangan baru yakni secara asset bank tersebut akan dilampaui oleh salah satu pesaingnya yakni Bank Rakyat Indonesia. Untuk itu Bank Mandiri perlu melakukan langkah-langkah strategis untuk tetap mempertahankan predikat sebagai bank terbesar. Salah satu langkah yang dilakukan ialah peninjauan untuk mengakuisisi bank kelas menengah, yakni bank dengan asset sebesar antara Rp. 10 triliun sampai dengan Rp. 20 triliun. (<http://www.indonesiafinancetoday.com/read/8200/Bank-Mandiri-Akan-Akuisisi-Bank-Menengah>, 24 Mei 2011).

PT Bank Muamalat Indonesia Tbk (BMI), perusahaan terbuka *non listed*, dimana pada tahun 2011 melalui pemegang sahamnya menyatakan akan menjual sahamnya sebesar 69% kepada investornya dan rencana ini telah disampaikan kepada BI sebagai regulator perbankan sebagaimana dikutip dalam vivanews.com sebagai berikut:

Bank Indonesia (BI) mengungkapkan bahwa pemegang saham PT Bank Muamalat Indonesia Tbk berniat melepas kepemilikan saham mereka diperbankan syariah tersebut. Menurut Direktur Direktorat Perbankan Syariah BI, Mulya Siregar, pemegang saham tersebut adalah Boubyan Bank Kuwait, Saudi Arabian Atwill Holdings Limited dan Islamic Development Bank (IDB). "Jadi, ada pemegang saham Bank Muamalat, yakni Boubyan Bank, Saudi Company, IDB, dan publik lain. Nah, diantaranya direncanakan akan ada perubahan," ujar Mulya di Bank Indonesia, Jakarta, Jumat 8 Juli 2011.

Menurut Mulya, pelepasan saham tersebut dilakukan Boubyan Bank karena di saat krisis tahun 2008 lalu, bank tersebut terkena imbasnya. "Oleh karena itu, mereka ingin melakukan pemulihan," kata dia. Boubyan Bank menguasai 24,9 persen saham Bank Muamalat. Sedangkan Saudi Company yang sudah tujuh tahun memegang saham Bank Muamalat, kata dia, berencana melepas karena memang sudah waktunya. "Mereka sudah selama tujuh tahun, mungkin sudah waktunya menjual dengan melepas 24,9 persen saham," tutur Mulya. Sementara itu, IDB

menurut Mulya, berencana melepas kepemilikannya di Bank Muamalat karena adanya ketentuan baru pihak IDB, yakni ada pembatasan jika ekspansi di perusahaan luar negeri. "IDB punya ketentuan baru. Kalau mereka menguasai bank tidak lebih dari 20 persen. Kan, sekarang di Muamalat sekitar 32 persen. Jadi sisanya dilepas, dia ingin turun ke bawah sampai 20 persen," kata dia. Mulya menuturkan, hingga saat ini, belum ada investor yang sepakat membeli saham-saham yang akan dilepas tersebut. (<http://bisnis.vivanews.com/news/read/231953-pemegang-saham-bank-muamalat-lepas-saham>, 8 Juli 2011, 16:07 WIB)

Adapun komposisi pemegang saham Bank Muamalat Indonesia per 20 Desember 2010 adalah sbb :

Tabel 4.6 Pemegang Saham BMI per 30 Desember 2010

Komposisi Kepemilikan Saham Desember 2010 Shareholdings Composition December 2010				
No.	Nama Name	Total Lembar Total Share	Nilai (Rp) Nominee (IDR)	%
1	Islamic Development Bank	459.492.232	242.991.925.500	32,82%
2	Boubyan Bank	349.100.562	174.550.281.000	24,94%
3	Atwill Holdings Limited	251.352.406	125.676.203.000	17,95%
4	Abdul Rohim	55.000.000	27.500.000.000	3,93%
5	IDF Foundation	48.874.078	24.437.039.000	3,49%
6	BMF Holdings Limited	48.874.078	24.437.039.000	3,49%
7	Rizal Ismael	45.000.000	22.500.000.000	3,21%
8	KOPKAPINDO	26.627.236	26.627.296.000	1,90%
9	Badan Pengelola Dana ONHI	19.990.000	19.990.000.000	1,43%
10	Masyarakat Lain	95.693.900	93.957.410.000	6,84%
Jumlah / Total		1.400.004.552	782.667.193.500	100,00%

Sumber: Annual Report BMI tahun 2010

Dalam proses penawaran ini Bank Mandiri merupakan salah satu bank yang disebut-sebut turut menilai harga Bank Muamalat disamping bank-bank lain seperti Standart Chartered, Permata Bank, Qatar Islamic Bank, Para Group, Panin Group. Disamping itu wacana untuk mengakuisisi Bank Muamalat juga sudah sampai ke Kementerian BUMN. Namun berdasarkan keputusan terakhir dari kementerian BUMN wacana ini tidak dilaksanakan karena harga belum cocoknya penawaran harga dari

pemegang saham lama, sebagaimana dikutip dari *website* vivanews.com sebagai berikut:

Pemerintah menegaskan tidak akan ikut ambil bagian dalam proses akuisisi salah satu bank syariah Indonesia, PT Bank Muamalat Indonesia Tbk. Pasalnya, penawaran sahamnya dinilai terlalu tinggi. Menurut Menteri Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Mustafa Abubakar, pihaknya telah memanggil PT Bank Rakyat Indonesia Tbk (BRI) bersama para pemegang saham perorangan untuk membahas kemungkinan pengambilalihan Bank Muamalat.

"Bank Muamalat pernah kita wacanakan. Saya sudah memanggil BRI beserta pemegang saham perorangan yang lama. Kelihatannya ketika dipelajari pada tahap awal, dinilai terlalu mahal," ujarnya di sela acara Fun Bike IPB di Parkir Timur Senayan, Jakarta, Minggu 10 Juli 2011. Saham yang ditawarkan Bank Muamalat, lanjutnya, berada di atas batas kenormalan penawaran harga saham. Bank Muamalat menawarkan sahamnya pada Price to Book Value (PBV) atau rasio harga saham terhadap nilai buku 3,2 kali.

"Kalau tidak salah, mereka minta PBV 3,2 kali, istilahnya. Normalnya itu berada di 2 sampai 2,2 kali. Itu bahasanya orang bank seperti itu. Bank BRI melihat itu tidak terjangkau," ungkapnya. Sejauh ini, menurut Mustafa, belum juga ada bank-bank BUMN yang berniat mengakuisisi bank syariah pertama di Indonesia tersebut. (<http://bisnis.vivanews.com/news/read/232243-pemerintah-tak-niat-akuisisi-bank-muamalat>, 10 Juli 2011, 13:17 WIB)

4.3 Variabel-Variabel Prediktor Rasio PBV

Sebagaimana yang telah diuraikan dalam Bab 2, maka terdapat beberapa variabel prediktor dari Rasio PBV. Adapun secara keseluruhan variabel-variabel prediktor yang diteliti dalam penelitian ini adalah:

1. *EPS growth.*
2. *Size.*
3. *Beta.*
4. *Return on Equity (ROE)*

5. Dividend Payout Ratio (DPO)

Data PBV perbankan yang listed diambil dari <http://www.ipotnews.com/i>

4.3.1 Korelasi

Untuk melihat apakah terjadi hubungan antar variabel prediktor, maka dapat dilakukan analisis korelasi. Selain itu analisis korelasi dalam penelitian ini juga akan dilakukan antara variabel prediktor dengan variabel respon, yang mana hal ini adalah Rasio PBV. Adapun hasil analisis correlation atas data yang ada adalah sebagai berikut:

Tabel 4.7 Korelasi antara EPS Growth, Size, Beta, ROE, DPO dan PBV

		PBV (kali)	EPS Growth (%)	Raw beta 1 thn	Size (Rp Milyar)	ROE (%)	DPO (%)
Pearson Correlation	PBV (kali)	1.000	-.553	.169	.303	-.232	-.014
	EPS Growth (%)	-.553	1.000	.213	.187	.764	.135
	Raw beta 1 thn	.169	.213	1.000	.712	.455	.200
	Size (Rp Milyar)	.303	.187	.712	1.000	.543	.332
	ROE (%)	-.232	.764	.455	.543	1.000	.322
	DPO (%)	-.014	.135	.200	.332	.322	1.000
Sig. (1-tailed)	PBV (kali)		.001	.199	.062	.123	.473
	EPS Growth (%)	.001	.	.143	.175	.000	.251
	Raw beta 1 thn	.199	.143	.	.000	.009	.159
	Size (Rp Milyar)	.062	.175	.000	.	.002	.045
	ROE (%)	.123	.000	.009	.002	.	.051
	DPO (%)	.473	.251	.159	.045	.051	.

Sumber : Data olahan dengan SPSS

Hipotesis untuk analisis korelasi adalah:

H_0 = tidak ada korelasi antar variabel ($r = 0$)

H_1 = ada korelasi antar variabel ($r \neq 0$)

Hipotesis awal (H_0) ditolak apabila sig. kurang dari 0,05

Dari hasil analisis korelasi di atas, maka dapat diketahui bahwa antara:

1. ROE dengan *size*
2. DPO dengan *size*
3. ROE dengan *beta*
4. ROE dengan *EPS growth*
5. PBV dengan *size*
6. PBV dengan *EPS growth*

Secara statistik memiliki korelasi karena memiliki *sig. value* kurang dari 0,05. Dengan memasukkan *EPS growth*, *size*, *beta*, ROE dan DPO sebagai variabel prediktor dan Rasio PBV sebagai variabel respon, maka diperoleh model regresi sebagai berikut:

Tabel 4.8 Analisis Regresi

		Coefficients ^a					Collinearity Statistics	
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.		
Model		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1.952	.234		8.357	.000		
	EPS Growth (%)	-.681	.205	-.553	-3.322	.003	1.000	1.000
2	(Constant)	1.562	.249		6.272	.000		
	EPS Growth (%)	-.778	.185	-.632	-4.210	.000	.965	1.036
	Size (Rp Milyar)	4.758E-6	.000	.422	2.808	.010	.965	1.036

a. Dependent Variable: PBV (kali)

Sumber : Data olahan dengan SPSS

Berdasarkan hasil regresi di atas maka persamaan regresi menjadi sebagai berikut:

$$PBV = 1,56 - 0,778 \text{EPS growth} + 0,000004758 \text{Size}$$

Dari output regresi di atas diketahui bahwa 2 variabel prediktor yang mempunyai korelasi dengan variabel dependen (PBV). Variabel prediktor tersebut ialah EPS growth dan size. Besar koefisien masing-masing seperti tercantum dalam persamaan di atas yakni -0,778 dan 0,00000475. Untuk melihat apakah kedua

variable tersebut memiliki multikolinearitas dapat dilihat dari table 4.6. Dalam table tersebut terlihat bahwa korelasi antara EPS growth dan Size memiliki sig value sebesar 0.175 dimana lebih besar dari angka 0,05 maka dapat disimpulkan tidak terdapat hubungan yang signifikan antara variable predictor tersebut sehingga tidak terjadi multikolinearitas.

R^2 model tersebut adalah sebesar 48%. R^2 adalah proporsi dari variasi dari respon yang dapat dijelaskan dalam model. Semakin besar R^2 suatu model, maka semakin baik model merepresentasikan data yang ada. Di samping R^2 juga terdapat S yang merupakan standar deviasi dari error.

4.3.2 EPS growth

Dari hasil analisis, maka diketahui bahwa EPS *growth* memiliki hubungan negatif dengan Rasio PBV dan merupakan variabel yang paling mempengaruhi Rasio PBV. Hal ini dapat diketahui dari *p-value* yang bernilai 0,015 atau berada di bawah 0,05 sehingga H_0 yang menyatakan bahwa tidak ada korelasi antar variabel dapat ditolak.

4.3.3 Size

Dari hasil analisis regresi dapat diketahui bahwa size memiliki hubungan positif.

4.3.4 Beta

Dari model yang ada di atas dapat diketahui bahwa beta adalah variabel yang memiliki hubungan negatif dengan Rasio PBV.

4.3.5 ROE

Dari model yang ada di atas dapat diketahui bahwa beta adalah variabel yang memiliki hubungan positif dengan Rasio PBV.

4.4 Perhitungan Nilai Bank Muamalat Indonesia Tbk dengan *Dividend Discount Model* dan Rasio PBV

Dengan demikian maka dapat dilakukan perhitungan untuk mengetahui *value* Bank Muamalat Indonesia Tbk dengan menggunakan *Dividend Discount Model* dan Rasio PBV. Adapun hasil perhitungan dengan dua metode tersebut adalah sebagaimana yang akan diuraikan lebih lanjut di bawah ini.

4.4.1 *Dividend discount Model*

Dalam metode *Dividend Discount Model*, *value of equity* dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{Value of equity} = \frac{\text{Dividend paid}}{K_e - g}$$

Dengan:

Dividend paid = jumlah dividen yang dibayarkan

$k_e = \text{cost of equity} = r_f + \beta (r_m - r_f)$

$g = \text{growth}$

4.4.1.1 *Cost of Equity*

Untuk menghitung *cost of equity*, data-data yang dibutuhkan adalah *beta* BMI, *risk free rate* (r_f) dan *risk premium*. Karena *risk premium* yang digunakan berasal dari Damodaran dataset dimana *risk premium* yang diperoleh dalam USD maka terlebih dahulu dihitung *cost of equity* dalam USD ($k_{e \text{ USD}}$). Setelah diperoleh ($k_{e \text{ USD}}$) maka selanjutnya melakukan konversi menjadi *cost of equity* rupiah ($k_{e \text{ IDR}}$). Adapun masing-masing data untuk masing-masing faktor tersebut adalah sebagai berikut:

1. Untuk r_f , r_f yang digunakan adalah coupon rate Tbond Amerika Serikat yang memiliki tenor 30 tahun, yaitu sebesar 4,25% (http://www.treasurydirect.gov/indiv/research/indepth/tbonds/res_tbond_rates.ht)

- m). Digunakannya coupon rate ini dikarenakan *Divident Discount Model (DDM)* yang digunakan ialah DDM dengan pertumbuhan stabil.
- Dalam penelitian ini digunakan data *risk premium* yaitu *market return* yang dikurangi dengan *premium* Indonesia untuk Juli 2011 yang didapat dari Damodaran Dataset (<http://pages.stern.nyu.edu>) adalah sebesar 8,6% dengan country premium sebesar 3,6%.
 - Beta* BMI dihitung dengan metode *bottom up* sebagaimana yang dilakukan pada Bab 3 Tabel 3.8 yakni sebagai berikut:

Tabel 3.8 Skenario nilai *Bottom up* Betas BMI

skenario	<i>levered</i> BMI
Optimis	0,84639
Moderat	0,98720
Pesimis	1,01875

Sumber: data olahan sendiri

Sehingga diperoleh *cost of equity* (k_e USD) dengan perhitungan sebagai berikut: (Damodaran, 2002, hal 170)

$$\begin{aligned}
 k_{e\text{ USD}} &= r_f + \beta \times (\text{US risk premium}) + \text{country risk premium} \\
 &= 6,75\% + 0,84639 (8,6\%) + 3,6\% \\
 &= 15,13\%
 \end{aligned}$$

Selanjutnya dilakukan perhitungan untuk mendapatkan nilai k_e IDR dengan mengkonversi k_e USD menjadi k_e IDR dengan perhitungan sebagai berikut: (Damodaran, 2002, hal 170)

$$\begin{aligned}
 k_{e\text{ IDR}} &= 1.1513 (1.0538/1.0317) \\
 &= 17,60\%
 \end{aligned}$$

Dengan menggunakan tingkat inflasi Amerika Serikat (yoy) tahun 2011 sebesar 3.17 % (http://inflationdata.com/Inflation/Inflation_Rate/CurrentInflation.asp) dan tingkat inflasi Indonesia (yoy) tahun 2011 sebesar 5.38% (<http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/Inflasi/Data+Inflasi/#>).

Sehingga diperoleh Tabel 4.9. Skenario *cost of equity* (K_e) sebagai berikut:

Tabel 4.9 Skenario *cost of equity* (K_e) BMI

scenario	levered BMI	$k_{e\text{ USD}}$ (%)	$k_{e\text{ IDR}}$ (%)
Optimis	0.84639	15.13%	17.60%
Moderat	0.98720	16.34%	18.60%
Pesimis	1.01875	16.61%	18.88%

Sumber: data olahan sendiri

4.4.1.2 Growth

Pembahasan mengenai *growth* dalam *valuation* menitikberatkan pada masalah *reinvestment*. *Reinvestment* merupakan kegiatan menanamkan kembali dana untuk diinvestasikan ke dalam operasional bisnis perusahaan. *Reinvestment* dapat dilihat dari *retention ratio*, yaitu rasio besarnya jumlah yang diinvestasikan kembali dibandingkan dengan net income yang diperoleh. *Dividend payout ratio* rata-rata dari tahun 2007 sampai dengan 2010 adalah sebesar 72% (lihat tabel Bab 3). Dengan diketahuinya *dividend payout ratio* maka dapat dihitung *retention ratio* adalah sebesar 0,28.

Untuk itu dalam menghitung *growth* digunakan rumus sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{Growth rate} &= \text{ROE} \times \text{Retention ratio} \\
 &= 0,129 \times 0,28 \\
 &= 3,62\%
 \end{aligned}$$

Dalam perhitungan *value of equity* tidak dibagi menjadi fase-fase *growth* dan hanya digunakan satu angka *growth* karena diasumsikan perusahaan sudah dalam keadaan stabil mengingat *growthnya* tidak termasuk *highgrowth*

Estimasi dividen untuk $t + 1$ adalah proyeksi *net income* dikalikan dengan *historical dividend payout ratio* yang selama ini telah menjadi kebijakan perusahaan. Proyeksi *net income* untuk $t + 1$ didapatkan dengan *net income* tahun t yang dikalikan dengan *growth rate*. Dengan net income t sebesar Rp. 170.938.736.000 dan *growth rate* sebesar 3,62% didapat proyeksi *net income* $t + 1$ sebesar Rp. 177,120,089,076

Dengan demikian dapat dihitung *value of equity* sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{Value of equity} &= \frac{\text{Dividend}}{k_e - g} \\
 &= \frac{0,72 \times \text{Rp. } 177,120,089,076}{17,6\% - 3,62\%} \\
 &= \text{Rp. } 912,271,073,396
 \end{aligned}$$

Namun dengan adanya beberapa skenario maka *value of equity* menjadi sebagai berikut :

Tabel 4.10 Skenario Value of Equity BMI

Skenario	<i>levered BMI</i>	<i>ke (%)</i>	<i>Value of equity (Rp)</i>
Optimis	0.84639	17.595%	912,271,073,396
Moderat	0.98720	18.599%	851,149,604,595
Pesimis	1.01875	18.876%	835,722,743,809

Sumber: data olahan sendiri

4.4.2 Rasio PBV

Dengan melakukan perhitungan menggunakan analisis regresi maka diperoleh persamaan sebagai berikut:

$$PBV = 1,56 - 0.778 \text{EPS growth} + 0.000004758 \text{Size}$$

Adapun nilai dari masing-masing variable tersebut telah diuraikan pada Bab III.

$$PBV = 1,56 - 0.778 \text{EPS growth} + 0.00000475 \text{Size}$$

$$PBV = 1,56 - 0.778 \times 0,0586 + 0.00000475 \times 21.400$$

$$= 1,56 - 0.00455 + 0.10165$$

$$= 1,657$$

Maka didapatlah PBV sebesar 1,657. Dengan *book value of equity* 2010 sebesar Rp.1,749.157.222.000,- maka didapat market *value of equity* sebesar Rp. 2.898.528.432.570,-. PBV yang sebesar 1,65 tersebut mencerminkan ekspektasi

positif pasar terhadap kemampuan Bank Muamalat Indonesia Tbk untuk menghasilkan *earnings* di masa yang akan datang.

4.5 Perhitungan nilai ekuitas

Perhitungan *value of equity* yang didapat dari *Dividend Discount Model* adalah sebesar Rp. Rp. 912,271,073,396,- dan *market value of equity* yang didapat dari Rasio PBV adalah sebesar Rp. 2.898.528.432.570,- Oleh karenanya untuk penawaran harga sebesar 69% dari nilai saham ialah maksimum sebesar Rp. 1.999.984.618.470,-

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa:

1. Berdasarkan informasi yang terdapat pada berita di internet (vivanews, tgl 11 Juli 2011) bahwa nilai penawaran saham BMI sebesar 3,2 kali dari book value. Dengan adanya perhitungan rasio PBV diatas yakni sebesar 1,65 kali maka dapat disimpulkan bahwa keputusan Bank Mandiri untuk mundur dalam rencana akuisisi BMI merupakan hal yang tepat..
2. Terdapat perbedaan yang cukup signifikan antara nilai yang dihasilkan dari metode *Dividend Discount Model* dengan nilai yang dihasilkan dari metode Rasio PBV. Namun demikian nilai yang dihasilkan kedua metode tersebut apabila dibandingkan dengan penawaran harga dari pemegang saham masih dibawah harga penawaran.
3. Berdasarkan metode *Dividend Discount Model* nilai akuisisi Bank Muamalat Indonesia Tbk adalah *overvalue* karena berada di atas nilai yang didapat dari perhitungan.
4. Berdasarkan metode Rasio PBV nilai akuisisi Bank Muamalat Indonesia Tbk adalah *overvalue* karena berada di atas nilai yang didapat dari perhitungan.

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Dari penelitian ini dapat diambil beberapa kesimpulan antara lain sebagai berikut :

1. Nilai intrinsik saham Bank Muamalat berdasarkan *Dividend Discount Model* adalah sebesar Rp. 912,271,073,396,- dan berdasarkan metode *Relative Valuation-Rasio Price to Book Value* adalah sebesar Rp. 2.898.528.432.570,- (1,65 kali *Book Value*). Terdapat perbedaan yang cukup signifikan antara nilai yang dihasilkan dari metode *Dividend Discount Model* dengan nilai yang dihasilkan dari metode Rasio PBV. Namun demikian nilai yang dihasilkan kedua metode tersebut apabila dibandingkan dengan penawaran harga dari pemegang saham yakni sebesar 3,2 kali *book value* (Rp. 5,6 Triliun), masih dibawah harga penawaran.
2. Berdasarkan informasi yang terdapat pada berita di internet (vivanews, tgl 11 Juli 2011) bahwa nilai penawaran saham BMI sebesar 3,2 kali dari *book value*. Dengan adanya perhitungan rasio PBV diatas yakni sebesar 1,65 kali maka dapat disimpulkan bahwa keputusan Bank Mandiri untuk mundur dalam rencana akuisisi BMI merupakan hal yang tepat.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan penelitian ini ialah hanya ada satu obyek yakni Bank Muamalat Indonesia Tbk. Jika dapat ditambahkan beberapa obyek lainnya yang dapat diperbandingkan, misalnya lima pemain utama dalam industri perbankan syariah tentunya dapat dilakukan komparasi valuasi untuk dapat menentukan perusahaan target yang paling sesuai dan diharapkan paling *valuable* bagi Bank Mandiri sebagai perusahaan yang akan mengakuisisi.

5.3 Saran

Saran-saran berdasarkan kesimpulan diatas adalah sebagai berikut :

a. Bagi Bank Muamalat Indonesia Tbk

Penilaian yang akurat atas saham perusahaan juga diperlukan oleh BMI. Penilaian saham ini dapat digunakan oleh BMI untuk mengetahui ekspektasi pasar atas nilai saham perusahaan sehingga dapat digunakan untuk pengambilan keputusan *capital structure* perusahaan. Berdasarkan kesimpulan yang diperoleh, ternyata ekspektasi pasar terhadap nilai saham perusahaan masih dibawah ekspektasi dari pemegang saham mayoritas yang ingin menjual sahamnya. Namun jika dilihat nilai PBV yang diperoleh yakni 1,65 kali nilai buku maka perusahaan masih memungkinkan melakukan *right issue* untuk mendanai kebutuhan perusahaan.

b. Bagi Bank Mandiri

Penilaian yang akurat atas *value of equity* perusahaan target dalam proses akuisisi sangatlah penting. Bank Mandiri dalam melakukan proses akuisisi ini tentunya akan melakukan penilaian atas saham BMI sehingga dapat diambil keputusan yang tepat dalam rencana proses akuisisi BMI. Berdasarkan kesimpulan yang diperoleh maka keputusan Bank Mandiri untuk mundur dalam penawaran saham BMI merupakan keputusan yang tepat. Sehingga penelitian ini dapat digunakan juga oleh Bank Mandiri untuk memperkuat keputusan tersebut. Adapun saran bagi Bank Mandiri dengan adanya keputusan mundur ini ialah agar alokasi dana untuk akuisisi BMI dapat digunakan untuk penambahan modal pada anak perusahaannya yakni Bank Syariah Mandiri yang juga bergerak dalam bisnis yang sama dengan BMI.

c. Bagi Penelitian selanjutnya

Seperti telah disampaikan pada keterbatasan penelitian diatas untuk penelitian lebih lanjut untuk memberikan nilai valuasi yang lebih utuh kepada investor dalam menilai ekuitas BMI ada baiknya dilakukan perbandingan nilai pada perusahaan sejenis yang merupakan lima pemain utama di industri perbankan syariah.

DAFTAR REFERENSI

- Annema, A., & Goedhart, M. H. (2003). A Better Beta. The McKinsey Quartely.
- Bodie, Z., Kane,A., Markus, A.J. (2008). Investments. 7th edition. New York: McGraw-Hill Companies.
- Damodaran, Aswath. (2002). Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining The Value of Any Asset (2nd ed). New York : John Wiley & Sons, Inc.
- Evans, F. C., & Bishop, D. M. (2001). Valuation for M & A. Builing Value in Private Companies. Canada: John Wiley & Sons, Inc.
- Hamsal, Mohammad. (2008), Growth Strategies: Mergers and Acquisitions. Materi Kuliah Manajemen Strategik pada Program Magister Manajemen Universitas Indonesia.
- James, M., & Koller, T.M. (2000). Valuation in Emerging Markets. The McKinsey Quarterly Number 4:Asia Revalued.
- Levine, S. N. (1989). The Acquisitions Manual. New York New York Institute of Finance.
- Palepu, K. G., Bernard, V.L., Healy, P.M, (2000). Business Analysis & Valuation Using Financial Statements. 2nd Edition United States of America: South Western College Publishing.
- Pangow, L. (2009). Analisis Nilai Akuisis Bank Sinar Harapan Bali Menggunakan Metode Dividend Discount Model dan Rasio Price to Book Value. Master Tesis
- Pettit, Justin. (2001). The Equity Risk Measurement Handbook. Evaluation. New York: Stern Stewart &Co.
- Ross, S. A.,Westerfield, R.W., Jaffe, J., Jordan, B.D. (2008). Modern Financial Management. 8th edition. New York McGrwa-Hill Companies.
- Sauders, A., & Cornett, M. M. (2000). Financial Institutions Management, 5th edition. Boston: McGraw-Hill Companies.

Sembel, R. (2008). Valuation: Introduction & Overview. Materi pada kuliah Analisis Sekuritas Ekuitas Pada Program Magister Manajemen Universitas Indonesia.

Sumber Data:

Damodaran, Aswath. Country Risk Premium Data set. 20 Juni 2011.

<http://pages.stern.nyu.edu>

Laporan Keuangan Bank-Bank *Go Public* tahun 2009-2010. www.idx.co.id.

PT. Bank Muamalat Indonesia Tbk (2010) Laporan Keuangan Bank Muamalat Indonesia Tbk 2010.

http://www.muamalatbank.com/index.php/home/investor/annual_report

US Treasury Departement

(http://www.treasurydirect.gov/indiv/research/indepth/tbonds/res_tbond_rates.htm)

Bank Indonesia

http://www.bi.go.id/web/id/Publikasi/Publikasi+Lain/Publikasi+Lainnya/ outlookperbankansyariah_2011.htm, 18 Januari 2011)

(<http://www.bi.go.id/web/id/Moneter/Inflasi/Data+Inflasi/#>).

Inflasi Amerika Serikat (yoy) tahun 2011

http://inflationdata.com/Inflation/Inflation_Rate/CurrentInflation.asp)

<http://www.indonesiainancetoday.com/read/8200/Bank-Mandiri-Akan-Akuisisi-Bank-Menengah>

(<http://bisnis.vivanews.com/news/read/232243-pemerintah-tak-niat-akuisisi-bank-muamalat>, 10 Juli 2011, 13:17 WIB)

(<http://bisnis.vivanews.com/news/read/231953-pemegang-saham-bank-muamalat-lepas-saham>, 8 Juli 2011, 16:07 WIB)