



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**PENGGUNAAN METODE *FREE CASH FLOW TO EQUITY*  
DAN *RELATIVE VALUATION* DALAM PENILAIAN SAHAM  
PT. BANK RAKYAT INDONESIA TBK**

**SKRIPSI**

**EKA RISKI NINGTIYAS  
0906609830**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM EKSTENSI MANAJEMEN  
JAKARTA  
JULI 2012**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**PENGGUNAAN METODE *FREE CASH FLOW TO EQUITY*  
DAN *RELATIVE VALUATION* DALAM PENILAIAN SAHAM  
PT. BANK RAKYAT INDONESIA TBK**

**SKRIPSI**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana**

**EKA RISKI NINGTIYAS  
0906609830**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM EKSTENSI MANAJEMEN  
KEKHUSUSAN MANAJEMEN PERBANKAN  
JAKARTA  
JULI 2012**

**HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS**

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

**Nama : Eka Riski Ningtiyas**

**NPM : 0906609830**

**Tanda Tangan :**



**Tanggal : 6 Juli 2012**

## LEMBAR PENGESAHAN

Nama : Eka Riski Ningtyas  
Nomor Mahasiswa : 0906609830  
Program Studi : Ekstensi Manajemen  
Kekhususan : Manajemen Perbankan  
Judul Skripsi  
Indonesia : Penggunaan Metode *Free Cash Flow To Equity*  
dan *Relative Valuation* dalam Penilaian Saham  
PT. Bank Rakyat Indonesia Tbk  
Inggris : *Use of Free Cash Flow to Equity and Relative  
Valuation Methods for Stock Valuation of PT.  
Bank Rakyat Indonesia Tbk*

Jakarta, 6 Juli 2012  
Pembimbing Skripsi  
Menyetujui,



Ratih Savitri Ali S.E., M.M..

**HALAMAN PENGESAHAN**

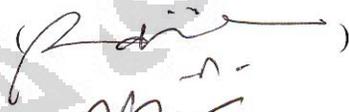
Skripsi ini diajukan oleh :

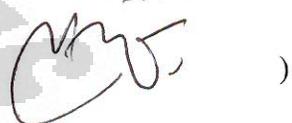
Nama : Eka Riski Ningtyas  
NPM : 0906609830  
Program Studi : Ekstensi Manajemen  
Kekhususan : Manajemen Perbankan  
Judul Skripsi : Penggunaan Metode *Free Cash Flow To Equity* dan  
*Relative Valuation* dalam Penilaian Saham PT. Bank  
Rakyat Indonesia Tbk

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi S1 – Ekstensi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia

**DEWAN PENGUJI**

Ketua : Eko Rizkianto, S.E., M.E. (  )

Penguji Skripsi : Ratih Savitri Ali S.E., M.M. (  )

Anggota : Muthia Pramesti S.E., M.M. (  )

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 6 Juli 2012

Ketua Program Studi Ekstensi Manajemen

**Imo Gandakusuma, S.E, Ak. MBA**

NIP. 19601003 199103 1 001

**Universitas Indonesia**

## KATA PENGANTAR

Alhamdulillahirrabilalamiin..Segala puji hanyalah untuk Allah SWT, dengan segala kuasaNyalah skripsi yang berjudul : “Penggunaan Metode *Free Cash Flow To Equity* dan *Relative Valuation* dalam Penilaian Saham PT. Bank Rakyat Indonesia Tbk” ini dapat diselesaikan. Penulisan skripsi ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Sarjana Ekonomi Program Studi Ekstensi Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Saya menyadari bahwa penulisan skripsi ini merupakan bentuk kerja keras yang tidak akan selesai begitu saja tanpa bimbingan, nasehat dan pertolongan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, saya sebagai penulis ingin menghaturkan ucapan terima kasih kepada :

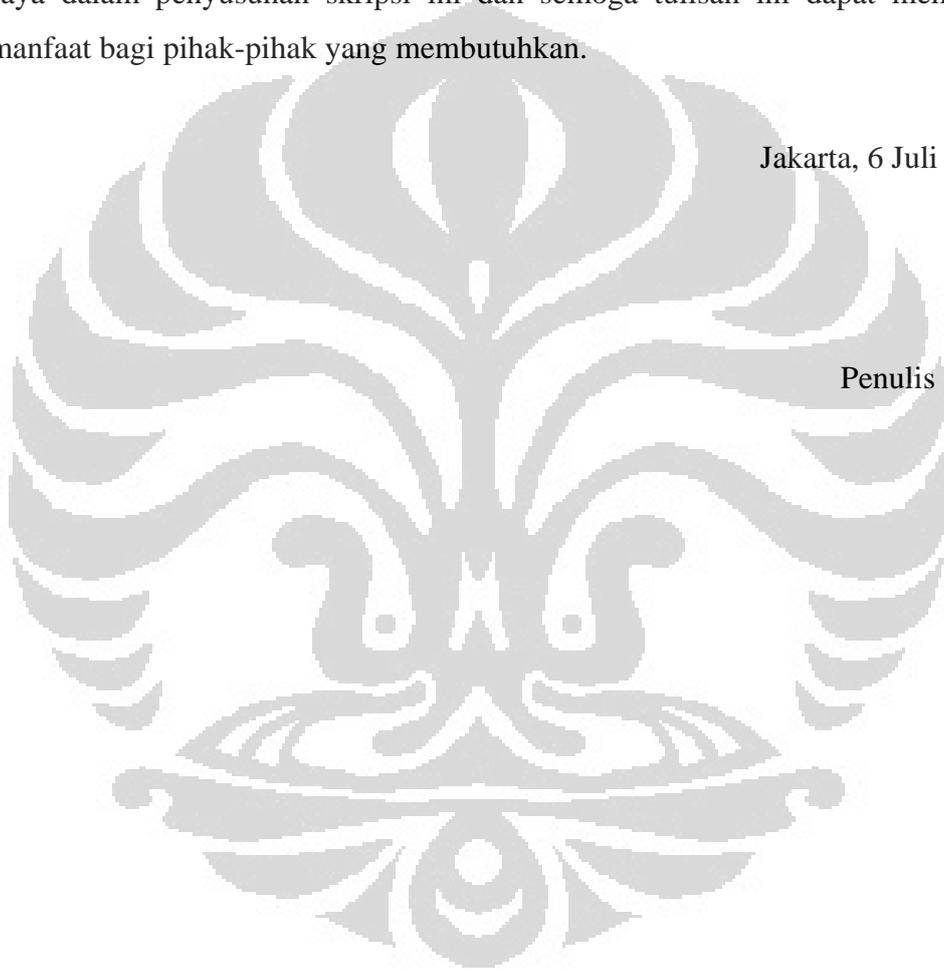
1. Bapak Imo Gandakusuma, S.E, Ak., MBA selalu Kepala Program Studi Ekstensi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
2. Ibu Ratih Savitri Ali S.E., M.M., sebagai dosen pembimbing yang telah dengan sabar mengajar dan membimbing penulis dalam menyelesaikan skripsi ini
3. Bapak Eko Rizkianto, S.E, M.E dan Ibu Muthia Pramesti, S.E., M.M, sebagai dewan penguji skripsi yang telah memberikan saran dan masukan untuk hasil skripsi yang lebih baik.
4. Para pengajar dan karyawan Program Studi Ekstensi Manajemen FEUI Salemba.
5. Orang tua dan adik saya yang telah memberikan bantuan dan dukungan material dan moral.
6. Suami tersayang, Roman Sutanto, yang selalu mengingatkan, menyemangati dan mendoakan saya agar cepat- cepat memiliki gelar di akhir nama
7. Rekan-rekan mahasiswa Ekstensi FEUI Salemba angkatan 2009 yang telah mendukung penyelesaian skripsi ini, untuk Maryam Fitria, makasi fit atas semua bantuannya.

8. Bapak Syafril Basir, Kasubditer , dan reka-rekan direktorat Alokasi Pendanaan Pembangunan Bappenas, yang selalu mendukung penyelesaian skripsi ini.
9. Semua pihak yang tidak bisa saya sebutkan satu persatu yang ikut membantu penyelesaian skripsi ini

Akhir kata, semoga Allah SWT senantiasa melimpahkan karunia-Nya dan membalas segala amal budi serta kebaikan pihak-pihak yang telah membantu saya dalam penyusunan skripsi ini dan semoga tulisan ini dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang membutuhkan.

Jakarta, 6 Juli 2012

Penulis



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

---

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

Nama : Eka Riski Ningtyas  
NPM : 0906609830  
Program Studi : Ekstensi Manajemen  
Fakultas : Fakultas Ekonomi  
Jenis Karya : Skripsi

demikian pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul : Penggunaan Metode *Free Cash Flow To Equity* dan *Relative Valuation* dalam Penilaian Saham PT. Bank Rakyat Indonesia Tbk. Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (database), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : 6 Juli 2012

Yang menyatakan



( Eka Riski Ningtyas )

## ABSTRAK

Nama : Eka Riski Ningtyas  
Program Studi : Manajemen Perbankan  
Judul Skripsi : Penggunaan Metode *Free Cash Flow To Equity* dan *Relative Valuation* dalam Penilaian Saham PT. Bank Rakyat Indonesia Tbk

Seiring dengan perkembangan usaha mikro, kecil dan menengah (UMKM), industri perbankan mikro pun mengalami perkembangan yang signifikan dengan banyaknya bank-bank besar yang terjun ke sektor ini. Salah satu bank milik pemerintah yang fokus pada pengembangan UMKM ini adalah PT Bank Rakyat Indonesia Tbk. Dengan proporsi target bisnis UMKM sebesar 80% dan *Corporate* sebesar 20% dan didukung dengan luasnya jaringan di seluruh Indonesia BRI menjadi *market leader* di sector ini.

Penilaian saham perlu dilakukan sebelum investor mengambil keputusan untuk membeli, mempertahankan atau menjual saham. Penilaian saham BRI ini menggunakan analisis fundamental dengan pendekatan *topdown approach*. Hasil dari analisis itu kemudian digunakan untuk perhitungan harga wajar saham dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* dan *Relative Valuation*. Hasil dari perhitungan tersebut menunjukkan bahwa saham BRI berada dalam kondisi *undervalued* jika dibandingkan dengan harga pasar. Untuk itu investor disarankan untuk membeli saham BRI tersebut.

**Kata kunci :** Analisis fundamental, BRI, harga wajar saham, *Free Cash Flow to Equity*, *Relative Valuation*

**ABSTRACT**

*Nama* : Eka Riski Ningtyas  
*Program Studi* : Banking Management  
*Judul Skripsi* : Free Cash Flow to Equity and Relative Valuation Methods for Stock Valuation of PT. Bank Rakyat Indonesia Tbk

Along with the development of micro, small and medium enterprises (SMEs), micro-banking industry also significantly growth with the number of major banks who involved into this sector. One of the government-owned bank that focuses on SMEs is PT Bank Rakyat Indonesia Tbk. With the proportion of SME business targets by 80% and 20% Corporate and supported by the extensive network throughout Indonesia BRI become market leader in this sector.

Stock valuation needs to be done before investors decide to buy, hold or sell stocks. BRI's valuation uses fundamental analysis approach with topdown approach. The results used for the calculation of fair prices of shares by using the Free Cash Flow to Equity (FCFE) and Relative Valuation. The results of these calculations indicate that the BRI's stock is in undervalued compared to market prices. It is advisable for investors to buy shares of the BRI

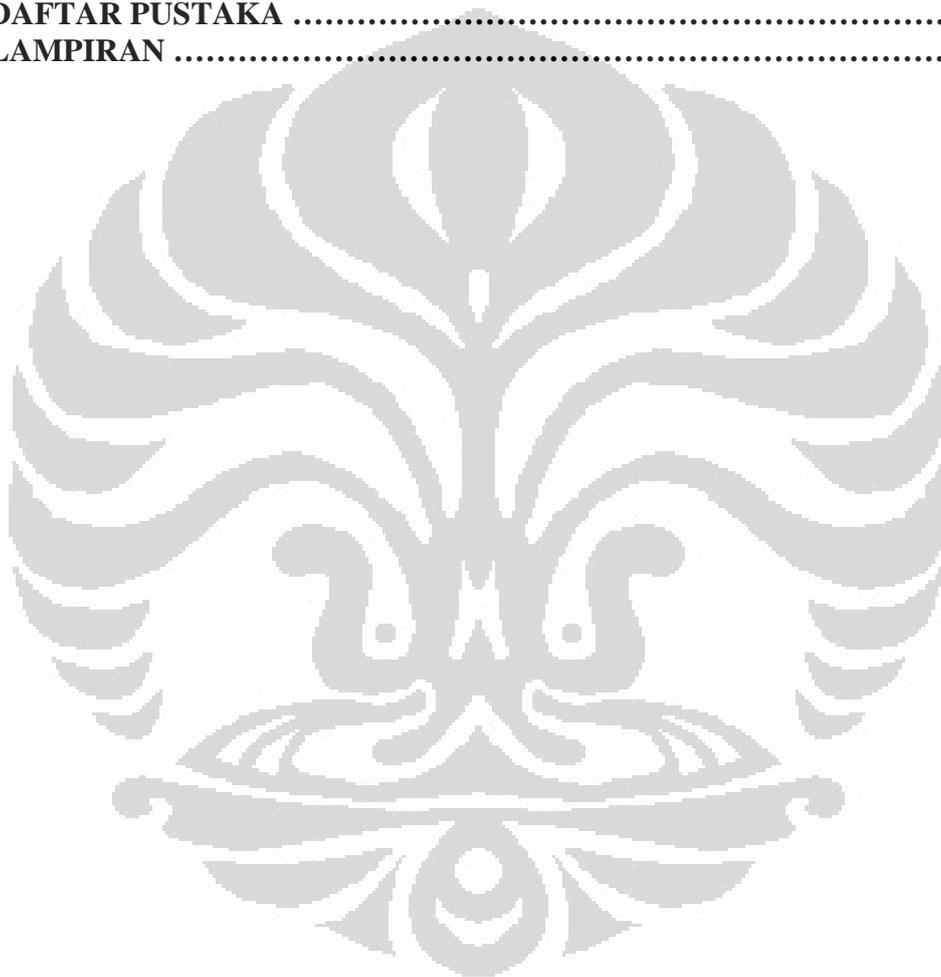
**Key words:** fundamental analysis, BRI, the fair price of shares, Free Cash Flow to Equity, Relative Valuation

## DAFTAR ISI

<b>HALAMAN JUDUL .....</b>	<b>i</b>
<b>HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS .....</b>	<b>ii</b>
<b>LEMBAR PENGESAHAN .....</b>	<b>iii</b>
<b>HALAMAN PENGESAHAN .....</b>	<b>iv</b>
<b>KATA PENGANTAR .....</b>	<b>v</b>
<b>LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH .....</b>	<b>vii</b>
<b>ABSTRAK .....</b>	<b>viii</b>
<b>DAFTAR ISI .....</b>	<b>x</b>
<b>DAFTAR GAMBAR .....</b>	<b>xiii</b>
<b>DAFTAR TABEL .....</b>	<b>xiv</b>
<b>DAFTAR LAMPIRAN .....</b>	<b>xv</b>
<b>1. PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	3
1.3 Tujuan Penelitian .....	3
1.4 Manfaat Penelitian .....	3
1.5 Kerangka Penulisan .....	4
<b>2. TINJAUAN PUSTAKA .....</b>	<b>5</b>
2.1 Valuasi Saham .....	5
2.2 Analisis Fundamental .....	7
2.3 Ekonomi Makro .....	8
2.3.1 Pertumbuhan Ekonomi .....	9
2.3.2 Inflasi .....	9
2.3.3 Nilai tukar .....	10
2.3.4 Tingkat Suku Bunga .....	10
2.4 Analisis Industri .....	10
2.4.1 Analisis Daur Hidup Industri ( <i>industri life cycle</i> ) .....	11
2.4.2 Analisis Siklus Bisnis ( <i>business cycle analysis</i> ) .....	13
2.4.3 Analisis Kondisi Persaingan .....	14
2.5 Analisis Perusahaan .....	16
2.5.1 Analisis Strategi Perusahaan .....	16
2.5.2 Analisis Laporan Keuangan .....	17
2.6 Perhitungan Nilai Wajar Saham .....	18
2.6.1 <i>Cash Flow Valuation</i> .....	18
2.6.1.1 <i>Dividend Discount Model</i> .....	19
2.6.1.2 <i>Free Cash Flow To Equity Model (FCFE)</i> .....	21
2.6.2 <i>Relative Valuation</i> .....	24
2.6.2.1 <i>Price to Earning Ratio (PER)</i> .....	25
2.7 Penelitian Sebelumnya .....	26
2.8 Usaha Mikro, Kecil dan Menengah (UMKM) .....	28
2.8.1 Pengertian Usaha Mikro, Kecil dan Menengah (UMKM) .....	28
2.8.2 Peranan UMKM di Perekonomian Indonesia .....	29
2.9 Lembaga Keuangan Mikro .....	31

2.9.1	Pengertian Lembaga Keuangan Mikro .....	31
2.9.2	Perbankan Mikro .....	32
<b>3.</b>	<b>METODOLOGI PENELITIAN</b> .....	<b>35</b>
3.1	Kerangka Penelitian .....	35
3.2	Objek Penelitian .....	36
3.3	Sumber Data dan Periode Penelitian .....	36
3.4	Teknik Pengolahan dan Analisis Data .....	37
<b>4.</b>	<b>ANALISIS DAN PEMBAHASAN</b> .....	<b>39</b>
4.1	Analisis Ekonomi Makro .....	39
4.1.1	Pertumbuhan Ekonomi .....	40
4.1.2	Inflasi .....	42
4.1.3	Nilai Tukar .....	43
4.1.4	Tingkat Suku Bunga .....	45
4.2	Analisis Industri .....	46
4.2.1	Analisis Industri Perbankan Indonesia .....	46
4.2.2	Analisis Perbankan Mikro di Indonesia .....	48
4.2.3	Kebijakan Pemerintah terkait Industri Perbankan Mikro .....	52
4.2.4	Kondisi Persaingan dalam Sektor Perbankan Mikro .....	56
4.2.4.1	Persaingan Diantara Bank yang Ada .....	56
4.2.4.2	Kekuatan Tawar Menawar Pembeli .....	59
4.2.4.3	Kekuatan Tawar Menawar Pemasok .....	60
4.2.4.4	Ancaman dari Produk Pengganti .....	61
4.2.4.5	Masuknya Pendatang Baru .....	62
4.3	Analisis Perusahaan .....	62
4.3.1	Gambaran Umum Perusahaan .....	62
4.3.2	Kegiatan Bisnis PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk .....	64
4.3.2.1	Bisnis Mikro, Kecil dan Menengah .....	64
4.3.2.2	Bisnis Konsumer .....	65
4.3.2.3	Bisnis Komersial .....	66
4.3.2.4	Bisnis Kelembagaan .....	66
4.3.2.5	Bisnis Internasional dan <i>Treasury</i> .....	67
4.3.3	Analisis Strategi Perbankan Mikro PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk .....	67
4.3.4	Analisis Laporan Keuangan .....	73
4.3.4.1	Pertumbuhan Pendapatan dan Laba .....	73
4.3.4.2	Pertumbuhan Aktiva, Kewajiban dan Ekuitas .....	75
4.3.4.3	Rasio Kecukupan Modal (CAR) .....	77
4.3.4.4	Rentabilitas .....	77
4.3.4.5	Batas Maksimum Pemberian Kredit (BMPK) .....	79
4.3.4.6	Rasio Antara Pinjaman dengan Dana Pihak Ketiga (LDR) .....	80
4.4	Kinerja Saham PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk .....	80
4.5	Perhitungan Nilai Wajar Saham PT. Bank Rakyat Indonesia dengan metode <i>Free Cash Flow to Equity</i> .....	82
4.5.1	Penetapan Asumsi Dasar .....	82
4.5.2	Proyeksi Laporan Keuangan .....	83

4.5.3	Perhitungan <i>Cost of Equity</i> .....	83
4.5.4	Perhitungan Proyeksi FCFE dan Nilai Wajar Saham .....	84
4.6	Perhitungan Nilai Wajar Saham PT. Bank Rakyat Indonesia dengan metode <i>Relative Valuation</i> .....	86
4.6.1	Perbandingan Nilai PER BRI dengan PER Industri Perbankan .....	86
4.6.2	Perhitungan Nilai Wajar Saham dengan PER Historis .....	88
<b>5.</b>	<b>KESIMPULAN DAN SARAN</b> .....	<b>90</b>
5.1	Kesimpulan .....	90
5.2	Saran .....	91
	<b>DAFTAR PUSTAKA</b> .....	<b>93</b>
	<b>LAMPIRAN</b> .....	<b>95</b>



## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham .....	7
Gambar 2.2	Siklus hidup industri berdasarkan Hill dan Jones .....	12
Gambar 2.3	<i>Five Force Michael Porter</i> .....	14
Gambar 3.1	Kerangka penelitian .....	35
Gambar 4.1	Pertumbuhan ekonomi Indonesia tahun 2003-2011 .....	40
Gambar 4.2	Rasio investasi terhadap PDB Tahun 1996-2010 .....	41
Gambar 4.3	Ekspor Migas- Non Migas 2004 – 2010 .....	41
Gambar 4.4	Perkembangan inflasi Indonesia (y-o-y) tahun 2003-2011 .....	43
Gambar 4.5	Perkembangan SBI 3 bulan rata-rata tahun 2003-2011 .....	45
Gambar 4.6	Jumlah bank di Indonesia tahun 1992-2011 .....	47
Gambar 4.7	Perkembangan KUR BRI tahun 2008-2011 .....	71
Gambar 4.8	Kredit BRI tahun 2007-2011 (Triliun Rupiah) .....	72
Gambar 4.9	Rincian NPL BRI Tahun 2007-2011 .....	73
Gambar 4.10	Pertumbuhan pendapatan dan beban bunga BRI tahun 2003-2011 (Miliar Rupiah) .....	74
Gambar 4.11	Pertumbuhan laba BRI tahun 2003-2011 (Miliar Rupiah) .....	75
Gambar 4.12	Pertumbuhan aktiva, kewajiban dan ekuitas BRI tahun 2003-2011 (Miliar Rupiah) .....	76
Gambar 4.13	Proporsi jumlah aset bank umum tahun 2011 .....	76
Gambar 4.14	Perkembangan CAR BRI dan industri tahun 2003-2011 .....	77
Gambar 4.15	Perkembangan ROA BRI dan industry tahun 2003-2011 .....	78
Gambar 4.16	Perkembangan ROE BRI tahun 2003-2011 .....	79
Gambar 4.17	Pertumbuhan LDR BRI tahun 2004-2011 .....	80
Gambar 4.18	Perkembangan saham IHSG tahun 2007-2011 .....	81
Gambar 4.19	Perkembangan saham BBRI tahun 2007-2011 .....	82

## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Hasil Penelitian M. Rivai (2003) .....	26
Tabel 2.2	Hasil Penelitian Tambunan (2004) .....	27
Tabel 2.3	Hasil Penelitian Pratama (2010) .....	27
Tabel 2.4	Kriteria Usaha Mikro, Kecil dan Menengah menurut Undang-Undang No. 20 Tahun 2008 .....	29
Tabel 4.1	Pertumbuhan ekonomi dunia 2003-2011 .....	39
Tabel 4.2	Indikator Kinerja Perbankan tahun 2007-2011 .....	48
Tabel 4.3	Penerima dana perbankan berdasarkan sektor 2007-2011 .....	48
Tabel 4.4	Pertumbuhan PDB Atas Harga Berlaku Berdasarkan Jenis Usaha tahun 2007-2010 (Miliar Rupiah) .....	50
Tabel 4.5	Pertumbuhan penyerapan tenaga kerja berdasarkan jenis usaha tahun 2007-2010 (juta orang) .....	51
Tabel 4.6	Kredit Perbankan dan Kredit UMKM Tahun 2007-2011 (Miliar Rupiah) .....	51
Tabel 4.7	Pinjaman Usaha Mikro, Kecil dan Menengah berdasarkan kategori dari Bank Sentral (Miliar Rupiah) .....	52
Tabel 4.8	<i>Non Performing Loan</i> (NPL) Kredit UMKM Tahun 2007-2011 ..	52
Tabel 4.9	Tugas dan fungsi stakeholder KUR .....	55
Tabel 4.10	Kredit UMKM Menurut Kelompok Bank Tahun 2007-2011 .....	56
Tabel 4.11	Segmentasi Bisnis UMKM BRI .....	64
Tabel 4.12	Rasio NPL Kredit BRI Tahun 2007-2011 (%) .....	72
Tabel 4.13	Rasio ROA dan ROE 4 bank besar tahun 2011 .....	79
Tabel 4.14	<i>Free Cash Flow to Equity</i> Tahun 2012-2016 .....	84
Tabel 4.15	Perhitungan Nilai Wajar Saham 2011 dengan FCFE .....	86
Tabel 4.16	Nilai PER Industri Perbankan Tahun 2011 .....	87
Tabel 4.17	Perbandingan PER industri perbankan dan PER BRI tahun 2007-2011 .....	88
Tabel 4.18	Proyeksi PER BRI tahun 2012 .....	89
Tabel 4.19	Nilai Wajar Saham BRI Tahun 2012 .....	89

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Neraca PT Bank Rakyat Indonesia, Tbk Tahun 2007-2011 .....	95
Lampiran 2	Laporan Rugi Laba PT Bank Rakyat Indonesia, Tbk Tahun 2007-2011 .....	97
Lampiran 3	Proyeksi Neraca PT Bank Rakyat Indonesia, Tbk Tahun 2012-2016 .....	98
Lampiran 4	Proyeksi Laporan Rugi Laba PT Bank Rakyat Indonesia, Tbk Tahun 2012-2016 .....	100
Lampiran 5	Proyeksi Laporan Arus Kas PT Bank Rakyat Indonesia, Tbk Tahun 2012-2016 .....	101
Lampiran 6	Perhitungan Proyeksi Aset Tetap dan Jadwal Penyusutan Tahun 2012-2016 .....	103
Lampiran 7	Perhitungan <i>Capital Expenditure</i> Tahun 2012-2016 .....	105
Lampiran 8	Perhitungan <i>Market Return</i> BRI .....	106
Lampiran 9	Perhitungan Nilai Wajar Saham Dengan Metode <i>Free Cash Flow To Equity</i> .....	107
Lampiran 10	Perhitungan <i>Working Capital</i> Tahun 2012-2016 .....	109



# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang**

Usaha Mikro, Kecil dan Menengah (UMKM) memegang peranan penting dalam perekonomian Indonesia. Selain menyerap tenaga kerja yang besar, saat ini UMKM disebut sebagai ujung tombak stabilisator dan penopang pertumbuhan perekonomian Indonesia. Menurut data Kementerian Negara Koperasi dan UKM, pada tahun 2010 UMKM dapat menyerap sebanyak 99,4 juta tenaga kerja atau sekitar 97,26 persen dari total tenaga yang terserap. Data menunjukkan bahwa terdapat sekitar 52,8 juta unit usaha mikro, kecil dan menengah (UMKM) atau mencapai 99,99 persen dari total usaha nasional dan memberikan kontribusi yang besar terhadap Produk Domestik Bruto yaitu sebesar 57,1 persen. Potensi UMKM yang besar tersebut ternyata mendapat banyak hambatan khususnya dalam hal permodalan dari sektor perbankan. Sampai akhir 2011 nilai kredit yang diberikan kepada sector UMKM sebesar Rp 458,2 miliar atau hanya sekitar 20,8 persen dari total nilai kredit bank di Indonesia (publikasi Bank Indonesia pada Januari 2012).

Potensi pasar UMKM yang besar inilah yang membuat institusi perbankan beramai-ramai terjun ke segmen bisnis mikro. Keterlibatan bank besar dalam segmen bisnis mikro ini tentu saja mengundang pro kontra dari banyak pihak. Terjunnya bank-bank besar dengan jaringan luas ke segmen bisnis mikro ini, sebenarnya bisa dilihat positif sebagai aspek penting demokratisasi ekonomi. Artinya keberadaan bank dengan jaringan luas yang disertai dukungan modal dan teknologi yang kuat memberikan akses kepada pelaku ekonomi mikro, khususnya di daerah, untuk mendapatkan dukungan permodalan. Namun, bermainnya perbankan besar di segmen perbankan mikro ini juga memunculkan anggapan negatif. Yaitu besarnya tingkat suku bunga yang dikenakan bagi para debitur yang merupakan pelaku ekonomi kecil dengan kemampuan dan modal yang terbatas.

Diantara banyaknya bank besar yang terjun di sektor perbankan mikro ini, Bank Rakyat Indonesia (BRI) merupakan bank pertama yang bergerak di sektor mikro. Dari awal berdiri tahun 1895, BRI telah menempatkan diri sebagai lembaga keuangan yang fokus pada usaha kecil (pada saat itu untuk nelayan dan

petani). Sampai saat ini pun BRI tidak mengubah fokus bisnisnya dengan proporsi target bisnis mikro dan kecil dan menengah sebesar 80% dan *Corporate* sebesar 20% yang dikelola di lebih dari 7.000 kantor BRI seluruh Indonesia. Dengan luasnya jaringan BRI di seluruh Indonesia, dan didukung dengan strategi bisnis fokus pada sektor mikro BRI terus berkembang menjadi sebagai salah satu bank terbesar di Indonesia yang banyak dilirik oleh investor. Hal ini dibuktikan dengan terpilihnya BRI sebagai 5 (lima) emiten berkinerja terbaik sepanjang 2010 versi *Indonesian Financial Review (IFR) Earnings Scorecard*. Bahkan pada tahun 2012 BRI dinobatkan sebagai perusahaan nasional yang paling *profitabel* oleh *Forbes Internasional*.

Berbagai prestasi yang dicapai BRI tersebut secara tidak langsung dapat mendorong investor untuk berinvestasi di BRI. Namun masih diperlukan suatu penelitian untuk menilai saham BRI dengan mempertimbangkan kondisi ekonomi, kondisi industri perbankan dan kondisi internal BRI itu sendiri. Penilaian ini sangat penting dilakukan sebelum investor mengambil keputusan untuk membeli, mempertahankan atau menjual saham BRI sebagai salah satu bank yang bergerak di sektor mikro.

Industri keuangan, khususnya perbankan, memiliki karakteristik yang menarik dalam penilaian yaitu sulitnya dalam mendefinisikan *reinvestment* dimana perusahaan meminjam dana dari pihak ketika (*depositors*) dan meminjamkan kembali dana tersebut kepada pihak lain (*borrowers*). Untuk itu diperlukan pendekatan valuasi dengan menilai ekuitas dan pengukuran *cash flow* yang tidak membutuhkan estimasi *reinvestment*. Metode *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* memenuhi kedua persyaratan tersebut sehingga metode ini merupakan metode ideal untuk penilaian BRI. Sebagai pembanding akan digunakan pula metode *Relative Valuation* dengan melakukan pengukuran *Price to Earning Ratio (PER)* dalam melakukan penilaian saham BRI. Metode ini merupakan metode yang banyak digunakan oleh investor karena kesederhanaan dan kemudahan dalam perhitungannya.

## 1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas maka permasalahan yang dibahas dalam penelitian ini adalah :

1. Bagaimanakah penilaian PT Bank Rakyat Indonesia, Tbk dengan menggunakan analisis fundamental?
2. Berapakah nilai wajar saham dari PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* dan *Relative Valuation*?
3. Bagaimanakah rekomendasi yang dapat diberikan terkait keputusan investasi pada PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk dengan melihat hasil penilaian nilai wajar saham tersebut?

## 1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk :

1. Menilai PT Bank Rakyat Indonesia, Tbk dengan menggunakan analisis fundamental.
2. Mengetahui nilai wajar saham PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* dan *Relative Valuation*.
3. Memberikan rekomendasi terkait keputusan investasi pada PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk dengan melihat hasil penilaian nilai wajar saham

## 1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat antara lain :

1. Bagi investor dan calon investor, hasil penelitian dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi saham pada PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk.
2. Bagi kalangan akademisi, hasil penelitian dapat dijadikan sebagai bahan masukan untuk mendukung dasar teori penelitian yang sejenis.
3. Bagi pihak lain yang terkait, misalnya manajer dan analis pasar modal, hasil penelitian dapat memberikan gambaran umum dan masukan terkait penilaian saham PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk.

## 1.5 Kerangka Penulisan

Penulisan hasil penelitian ini terdiri dari 5 bab, yaitu pendahuluan, tinjauan pustaka, metodologi penelitian, analisis dan pembahasan serta kesimpulan dan saran.

### **Bab I. Pendahuluan**

Bab ini menjelaskan latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, metode penelitian dan kerangka penulisan.

### **BAB II. Tinjauan Pustaka**

Bab ini menjelaskan mengenai landasan teori yang digunakan dalam penelitian ini yang berisi penjelasan metode analisis dan beberapa model penilaian yang sering digunakan dalam menentukan nilai wajar saham perusahaan, serta penjelasan mengenai perbankan mikro dan usaha mikro, kecil dan menengah (UMKM)

### **Bab III. Metodologi Penelitian**

Bab ini menjelaskan objek, data-data dan model penelitian yang digunakan dalam melakukan analisis fundamental pada PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk

### **Bab IV. Analisis dan Pembahasan**

Bab ini menjelaskan proses analisis fundamental pada PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk yang dimulai dari analisis ekonomi makro, analisis industri dan analisis perusahaan, serta perhitungan nilai wajar saham perusahaan dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity (FCFE)* dan *Relative Valuation*.

### **Bab V. Kesimpulan dan Saran**

Bab ini merupakan penutup dari penelitian ini yang berisi kesimpulan dan saran terkait analisis yang dilakukan pada PT. Bank Rakyat Indonesia yang didasari atas hasil pembahasan sebelumnya.

## BAB II TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1 Valuasi Saham

Setiap aset, baik itu aset finansial maupun aset riil memiliki nilai atau *value* (Damodaran, 2002). Mengetahui nilai suatu aset dan faktor-faktor yang mempengaruhi nilai suatu aset merupakan syarat dalam suatu pengambilan keputusan bisnis yang baik, misalnya memilih investasi yang tepat dalam suatu portfolio, menentukan harga yang layak dalam suatu penjualan atau pembelian perusahaan dan saham, atau dalam merestrukturisasi suatu perusahaan.

Pada dasarnya nilai saham dapat dibagi menjadi 3 (tiga) jenis, yaitu :

1. Nilai buku merupakan nilai aktiva bersih (*net assets*) yg dimiliki pemilik dengan memiliki satu lembar saham. Nilai buku bisa dilihat dari laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan, melalui persamaan

$$\text{Nilai buku} = \frac{\text{Total Ekuitas}}{\text{Jumlah saham biasa yang beredar}} \quad (2.1)$$

2. Nilai pasar merupakan harga saham di bursa saham pada saat tertentu yang ditentukan oleh permintaan dan penawaran saham yang bersangkutan di pasar bursa.
3. Nilai wajar adalah nilai sebenarnya seharusnya dari suatu saham. Calon investor biasanya menghitung nilai wajar saham untuk memutuskan strategi investasinya. Apabila nilai pasar > nilai wajar maka saham disebut dalam kondisi *overvalued* dan keputusan paling tepat adalah dengan menjual saham. Sebaliknya jika nilai pasar < nilai wajar maka saham dalam kondisi *undervalued* dan calon investor disarankan untuk membeli saham tersebut.

Harga yang tercipta di bursa efek adalah harga yang terjadi berdasarkan permintaan dan penawaran pembeli dan penjual. Harga saham suatu perusahaan, terkadang tidak mencerminkan kondisi perusahaan sebenarnya. Harga saham bisa diperjualbelikan di atas atau di bawah atau bahkan sama dengan harga wajarnya. Oleh karena itu, sangat penting untuk mengetahui harga wajar suatu saham yang sesuai dengan kondisi perusahaannya.

Menurut Keown (2003), penilaian harga wajar saham adalah proses membandingkan nilai riil suatu saham dengan harga yang berlaku di pasar dengan memperhatikan faktor fundamental. Di dalam pasar yang tidak sempurna, penilaian saham dapat melokalisir *variances* (perbedaan) antara nilai wajar dengan harga permintaan menurut pasar. Hal ini bisa dilakukan karena faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi nilai, biasanya lebih lambat perubahannya dibandingkan perubahan harga pasar.

Sedangkan menurut Tambunan (2003), penilaian saham (valuasi) adalah nilai sekarang (*present value*) dari arus kas imbal hasil yang di harapkan (*expected cash flows*). Dengan kata lain, hal yang melatarbelakangi *value* sebagai penyebab dilakukannya investasi adalah bahwa suatu aset dibeli atas dasar *expected cash flow* dari aset tersebut di masa yang akan datang. Sebagai contohnya, untuk aset yang berbentuk investasi saham, maka salah satu bentuk *cash flow* yang diharapkan oleh investor di masa yang akan datang adalah dividen dan *capital gain* dari saham yang dimiliki. Investor berharap bahwa saham dapat memberikan *cash flows* selama dimiliki, dan untuk mengkonversi *cash flows* menjadi harga saham, maka didiskonto dengan tingkat bunga yang diinginkan (*required rate of return*).

Perhitungan nilai suatu aset (valuasi) dapat dilakukan dengan bermacam-macam model. Meski model-model valuasi yang ada bersifat kuantitatif, namun dalam prosesnya tetap membutuhkan asumsi yang subjektif dari tiap pelaku valuasi. Asumsi-asumsi yang digunakan dalam valuasi sangat ditentukan oleh informasi-informasi spesifik tentang perusahaan dan informasi tambahan lainnya dari pasar. Akan tetapi perlu diingat, bahwa hasil akhir yang diperoleh tetap mengandung ketidakpastian dari proyeksi tentang masa depan perusahaan maupun kondisi industri dan ekonomi makro.

Secara umum terdapat dua model yang digunakan untuk melakukan analisis dan penilaian terhadap suatu saham, yakni analisis fundamental dan analisis teknikal. Dalam penelitian ini hanya akan dibahas mengenai analisis fundamental saja.

## 2.2 Analisis Fundamental

Dengan menggunakan analisis fundamental dapat diketahui performa perusahaan secara utuh; termasuk kondisi perusahaan dimasa yang akan datang. Kondisi perusahaan inilah yang akan mempengaruhi pergerakan harga sahamnya. Sebagai perumpamaan, bila investor memiliki pertimbangan dan perhitungan bahwa pada masa yang akan datang perusahaan mempunyai prospek yang bagus maka harga saham perusahaan tersebut akan naik. Analisis fundamental ini lebih bersifat kualitatif karena dalam melakukan penilaian dengan pendekatan ini peneliti perlu mengamati kondisi perusahaan secara utuh dan menyeluruh.

Dalam pelaksanaan analisis fundamental ini, akan dilakukan analisis faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham, yaitu kondisi ekonomi makro, persaingan usaha dalam industri, manajemen perusahaan dalam menghasilkan laba dan lain-lain. Gambar di bawah ini menunjukkan factor-faktor apa saja yang mempengaruhi harga suatu saham (*Brigham, 1997*).



Gambar 2.1 Faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham

Sumber : *Brigham (1997)* diolah kembali oleh penulis

Dari faktor-faktor tersebut terlihat bahwa penggunaan informasi merupakan faktor yang memegang peranan penting dalam penilaian perusahaan. Analisis fundamental menggunakan semua informasi yang tersedia serta prospek

profitabilitas perusahaan dalam memperkirakan harga wajar suatu saham (*Bodie, Kane, & Marcus, 2005*).

Dasar pemikiran dari analisis fundamental adalah adanya keyakinan bahwa setiap saham memiliki nilai wajar (nilai intrinsik). Untuk menghitung nilai wajar ini digunakan beberapa variabel pokok perusahaan yang dapat diperoleh dari laporan keuangannya. Variabel-variabel ini kemudian dikombinasikan dengan faktor-faktor di luar perusahaan yang mempengaruhi kinerja perusahaan. Nilai wajar yang diperoleh ini dapat digunakan oleh investor untuk melihat apakah harga saham di pasar adalah *undervalued* atau *overvalued*. Hal inilah yang dijadikan bahan terkait pengambilan keputusan untuk membeli atau tidak saham tersebut.

### 2.3 **Ekonomi Makro**

Dalam melakukan analisis fundamental dengan pendekatan *top-down approach*, langkah pertama yang dilakukan adalah analisis kondisi ekonomi makro. Hal ini perlu dilakukan karena kondisi ekonomi nasional yang tumbuh, didukung stabilitas keamanan dan politik yang stabil, serta kepastian hukum, merupakan kondisi yang kondusif bagi pasar modal dan investor untuk melakukan investasi karena hal tersebut akan mengurangi tingkat risiko yang dihadapi oleh investor. Dengan memperhatikan kondisi ekonomi makro, investor dapat melihat peluang dan ancaman bagi kelangsungan usaha perusahaan tersebut. Peluang dan ancaman inilah yang menjadi salah satu pertimbangan dalam mengambil keputusan investasi karena berkaitan dengan kemajuan dan kemunduran hasil yang akan diperoleh.

Analisis ekonomi makro ini menyangkut beberapa variabel ekonomi makro yang mempengaruhi kondisi suatu perusahaan. Dari sekian banyak variabel ekonomi makro, terdapat beberapa variabel pokok yang harus diperhatikan, diantaranya pertumbuhan ekonomi, inflasi, tingkat suku bunga dan nilai tukar rupiah.

### 2.3.1 Pertumbuhan Ekonomi

Salah satu variabel yang dapat digunakan untuk menganalisis pertumbuhan ekonomi adalah *Gross Domestic Product* (GDP) atau Produk Domestik Bruto (PDB). PDB memberikan informasi mengenai jumlah agregat barang dan jasa yang dihasilkan oleh ekonomi nasional untuk suatu periode tertentu biasanya satu tahun. Ada 2 (dua) bentuk PDB yang lazim digunakan yaitu PDB nominal dan PDB riil. PDB nominal mengukur pertumbuhan ekonomi yang disebabkan oleh bertambahnya barang dan jasa yang dihasilkan oleh ekonomi dan inflasi. Sedangkan PDB riil mengukur pertumbuhan ekonomi dengan menggunakan harga konstan dimana menghilangkan pengaruh dari inflasi pada PDB nominal.

Pertumbuhan PDB dipengaruhi oleh beberapa variabel yaitu konsumsi (C) dan investasi swasta (I), konsumsi dan investasi pemerintah (G), ekspor (X) dan impor (M).

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (2.2)$$

Tingkat pertumbuhan PDB yang tinggi mengindikasikan kegiatan perekonomian sedang tumbuh dimana memberikan peluang untuk investasi yang memiliki prospek baik.

### 2.3.2 Inflasi

Inflasi adalah tingkat kenaikan harga barang – barang secara umum. Inflasi yang tinggi biasanya dikaitkan dengan perekonomian yang terlalu panas (*overheated*), yaitu perekonomian dimana permintaan atas barang dan jasa melampaui kapasitas output di suatu negara. Inflasi yang tinggi umumnya akan mengakibatkan turunnya daya beli masyarakat dan pada titik tertentu dapat mengakibatkan resesi. Dalam situasi inflasi yang tinggi biasanya pemegang otoritas moneter suatu negara atau bank sentral akan menaikkan suku bunga acuan. Hal ini dilakukan untuk menyerap likuiditas di pasar sehingga di harapkan dapat meredam laju inflasi. Bagi perusahaan, inflasi yang tinggi dapat memberikan dampak yang negatif ketika kenaikan harga jual produk perusahaan akibat naiknya biaya produksi tidak dapat diserap oleh pasar. Atau apabila peningkatan biaya produksi lebih tinggi dibandingkan peningkatan harga jual

produk perusahaan maka hal ini akan mempengaruhi tingkat margin yang akan diperoleh perusahaan.

### **2.3.3 Nilai tukar**

Nilai tukar merupakan harga dari mata uang suatu negara terhadap mata uang negara lainnya. Dalam hal ini nilai tukar Rupiah adalah harga Rupiah terhadap mata uang negara lain. Nilai tukar Rupiah ini dapat berfluktuasi nilainya terhadap mata uang lainnya yang menyebabkan resiko bagi perusahaan yang memiliki ketergantungan bahan baku yang berasal dari luar negeri. Pada akhirnya nilai tukar yang tinggi akan mendorong tingginya harga – harga barang yang akan menyebabkan turunnya daya beli masyarakat.

### **2.3.4 Tingkat Suku Bunga**

Tingkat suku bunga adalah tingkat keuntungan yang di dapat oleh investor atas investasi yang ditanamkan atau merupakan biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk menggunakan dana investor tersebut. Bank Indonesia menggunakan tingkat suku bunga sebagai alat untuk mengendalikan jumlah uang beredar. Pada kondisi inflasi yang tinggi Bank Indonesia akan mengeluarkan kebijakan uang ketat dengan menurunkan suku bunga. Sementara pada kondisi inflasi yang proporsional Bank Indonesia akan mendorong laju investasi dengan menurunkan tingkat suku bunga. Bagi perusahaan tingkat bunga yang tinggi mengurangi nilai sekarang dari arus kas masa depan, sehingga mengurangi daya tarik peluang sebuah investasi (*Bodie, Kane, & Marcus, 2005*). Tingkat bunga yang rendah akan mendorong laju investasi dan konsumsi. Sehingga karena ini tingkat bunga riil menjadi penentu kunci dari pengeluaran investasi bisnis. Bagi perusahaan yang memiliki *leverage* tinggi, meningkatnya suku bunga akan mengakibatkan beban bunga yang semakin menggerus profitabilitas perusahaan.

## **2.4 Analisis Industri**

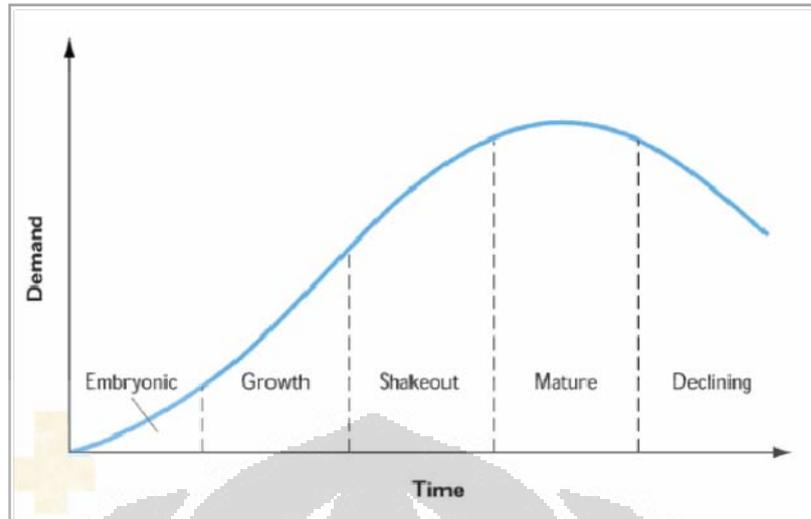
Analisis industri ini dilakukan untuk menilai pengaruh dari tingkat pertumbuhan dan persaingan dalam industri tempat perusahaan berada terhadap

tingkat profitabilitas di masa datang, serta untuk mengetahui tingkat risiko usaha dalam industri tersebut. Sehingga pada akhirnya, kita dapat mengidentifikasi apakah suatu industri memiliki kinerja yang baik di masa depan. Untuk menganalisis industri, langkah pertama yang perlu dilakukan adalah dengan mengamati tingkatan dalam daur hidupnya (*industri life cycle*) untuk menilai kondisi kesehatan dan posisi industri secara umum. Langkah kedua adalah dengan melakukan analisis siklus bisnis (*business cycle analysis*), yang kemudian dilanjutkan dengan analisis kualitatif atas faktor-faktor penting yang mempengaruhi industri (Jones, 2000). Analisis kualitatif tersebut akan dilakukan dengan menggunakan salah satu pendekatan yang sering digunakan dalam analisis industri mengenai kondisi persaingan, yaitu model *five forces* yang diperkenalkan oleh Michael E. Porter.

#### **2.4.1 Analisis Daur Hidup Industri (*industri life cycle*)**

Pemahaman mengenai tahap pertumbuhan industri diperlukan untuk dapat menentukan keadaan dan potensi profit investasi pada industri tersebut di masa yang akan datang. Karena investasi yang baik adalah, investasi yang dilakukan pada perusahaan yang sedang dalam tahap pertumbuhan dan pertumbuhan yang dialaminya lebih baik dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi yang sedang terjadi. Sehingga investasi pada perusahaan dalam jenis ini akan memberikan keuntungan yang lebih baik. Dalam perjalanan waktu suatu industri berevolusi melalui suatu seri tahapan, mulai dari tahap permulaan hingga sampai akhirnya akan melewati tahap penurunan. Setiap tahapan memiliki peluang dan masalah yang berbeda serta memberikan implikasi yang berbeda terhadap persaingan, sehingga dengan mengidentifikasi tahapan suatu industri seorang investor akan dapat mengetahui kondisi dan prospek yang dihadapi oleh perusahaan.

Model yang digunakan untuk menganalisis siklus hidup industri adalah model Charles W.L Hill dan Gareth R. Jones , karena berguna untuk menganalisis dampak dari evolusi industri pada kekuatan-kekuatan kompetitif. Hill dan Jones membagi siklus hidup industri ke dalam lima lingkungan industri, antara lain :



Gambar 2.2 Siklus hidup industri berdasarkan Hill dan Jones

Sumber : <http://www.mingorp.hr/UserDocsImages/CARDSanalyze24052006/Furniture-ENG.pdf>

1. *Embrionic industry environment.* Ini adalah awal dari industri dimana pertumbuhan pada tahap ini masih lambat karena disebabkan oleh berbagai faktor seperti pembeli yang belum familiar dengan produknya, harga yang masih mahal sebagai akibat dari produsen yang belum mampu berproduksi pada skala ekonomi yang optimal. Hambatan untuk masuk pada tahap ini tergantung dari kemampuan untuk menguasai teknologinya.
2. *Growth industry environment.* Pada tahap ini permintaan akan meningkat dengan cepat, dimana perkembangan ini dipicu oleh konsumen yang mulai mengenal produk yang dihasilkan dan harga yang mulai turun sebagai akibat dari produsen yang mampu berproduksi pada skala ekonomi. Biasanya control terhadap teknologi yang digunakan menjadi alat untuk menghambat masuknya pemain baru.
3. *Shakeout industry environment.* Pada tahap ini permintaan akan produk ini telah mendekati titik kejenuhan. Pada pasar yang mulai jenuh tidak ada penambahan pembeli potensial sebab permintaan yang ada hanya sebagai pengganti. Pada titik ini persaingan antar kompetitor semakin sengit, hal ini disebabkan perusahaan yang ada telah terbiasa pada periode pertumbuhan yang tinggi dan tetap berproduksi pada tingkatan

tersebut sehingga terjadi kelebihan penawaran yang mendorong persaingan sengit untuk mendapatkan pasar.

4. *Mature industry environment*. Pada tahapan ini pasar telah benar-benar jenuh dan permintaan terbatas hanya untuk menggantikan barang yang telah rusak/digunakan. Pada saat ini pertumbuhan rendah dan bahkan tidak ada pertumbuhan. Sebagai akibatnya industri pada tahap *maturity* melakukan konsolidasi dan menjadi oligopoli.
5. *Declining industry environment*. Pada tahap ini pertumbuhan menjadi negatif. Hal ini disebabkan oleh berbagai hal yang mana diantaranya adanya teknologi baru, perubahan sosial, dan lain sebagainya.

#### 2.4.2 Analisis Siklus Bisnis (*business cycle analysis*)

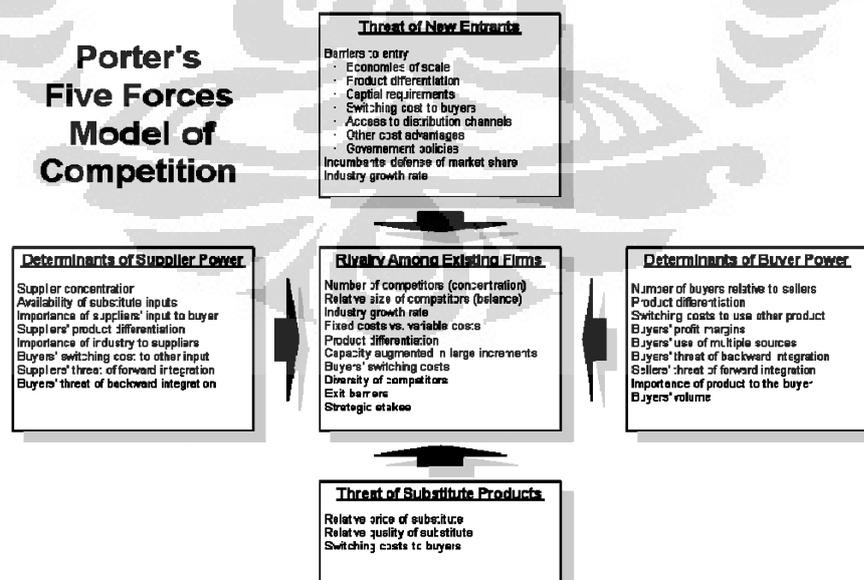
Analisis siklus bisnis dilakukan untuk menganalisis hubungan antara kemampuan operasi industri dengan kondisi perekonomian makro. Berdasarkan pendekatan reaksi industri terhadap perubahan perekonomian, secara garis besar, industri dapat dikategorikan menjadi tiga, yaitu:

1. *Growth industry*, yaitu industri dimana laba yang dihasilkannya memiliki pertumbuhan yang secara signifikan berada di atas rata-rata industri.
2. *Defensive industry*, yaitu industri yang memiliki kecenderungan untuk lebih bisa bertahan dalam ekonomi yang sedang mengalami resesi dibandingkan dengan industri lain, karena memiliki sensitivitas atau beta yang lebih kecil dibandingkan dengan industri lain. Yang termasuk dalam industri ini adalah perusahaan yang menghasilkan produk yang penjualan dan laba yang dihasilkannya memiliki sensitivitas atau beta yang kecil atas kondisi ekonomi, sehingga kinerjanya relatif tidak terpengaruh oleh kondisi pasar secara keseluruhan. Contoh dari industri ini adalah industri dan prosesor makanan farmasi, dan utilitas umum (Bodie, Kane, & Marcus, 2005)
3. *Cyclical industry*, yaitu industri yang sangat peka terhadap kondisi ekonomi. Industri ini biasanya memiliki kinerja yang baik ketika ekonomi mengalami ekspansi dan akan sangat terpuak ketika ekonomi sedang mengalami krisis. Contoh dari industri ini adalah industri

otomotif dan elektronik. Pada saat persepsi mengenai kondisi ekonomi baik (optimis), harga dari sebagian besar saham akan meningkat sejalan dengan peningkatan perkiraan tingkat laba. Karena perusahaan dalam cyclical industry memiliki sensitivitas yang tinggi terhadap kondisi ekonomi, maka harga sahamnya akan meningkat pada saat ekonomi sedang mengalami ekspansi. Oleh karena itu perusahaan dalam industri ini cenderung memiliki beta yang tinggi. Secara umum, saham dari perusahaan *cyclical* akan menunjukkan hasil terbaiknya ketika terdapat berita positif tentang kondisi ekonomi dan akan menunjukkan hasil terburuknya ketika terdapat berita negatif.

### 2.4.3 Analisis Kondisi Persaingan

Michael Porter mengembangkan kerangka kerja dalam menelusuri faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan dalam suatu industri. Kerangka kerja tersebut digambarkan pada gambar 2.3 yang menyatakan bahwa terdapat 5 faktor yang mempengaruhinya yaitu: persaingan dalam industri, ancaman pendatang baru, produk substitusi dan komplementer, kekuatan pemasok, dan kekuatan pembeli.



Sumber: Gambar 2.3 *Five Force Michael Porter*

[http://www.strategy4u.com/assessment\\_tools/porters\\_five\\_forces/porters\\_five\\_forces\\_lg.gif](http://www.strategy4u.com/assessment_tools/porters_five_forces/porters_five_forces_lg.gif)

### 1. Persaingan Dalam Industri

Persaingan dalam industri dapat digambarkan dalam bentuk seperti perang harga dan perang promosi atau produk baru, Perang harga dapat menekan profit perusahaan karena kompetisi tersebut membuat perusahaan cenderung mengurangi harga jual. Sedangkan perang non harga seperti promosi dan pengembangan produk baru menekan profit dengan naiknya biaya tetap dan marginal.

### 2. Ancaman Pendetang Baru

Adanya pendatang baru berpotensi menurunkan tingkat keuntungan perusahaan yang sudah terlebih dahulu eksis. Pendatang baru akan membawa kapasitas baru pada industri tersebut sehingga harga jual dapat menjadi turun. Adanya ancaman dari pendatang baru tergantung dari hambatan masuk ke industri itu sendiri yang terdiri dari faktor skala ekonomis, diferensiasi produk, proteksi pemerintah terhadap *incumbents*, akses pendatang baru pada sumber daya kunci termasuk teknologi, *know how*, bahan baku distribusi dan lokasi, dan *experience curve*.

### 3. Produk Substitusi dan Komplementer

Sama halnya dengan pendatang baru, produk substitusi berpotensi menurunkan profit dengan cara merebut pasar dan meningkatkan persaingan pada industri. Sedangkan pada situasi tertentu produk komplementer berpotensi dapat meningkatkan permintaan perusahaan. Baik produk substitusi dan produk komplementer berpeluang untuk merubah permintaan yang akhirnya dapat mempengaruhi tensi persaingan. Identifikasi produk substitusi dapat dilakukan dengan mencari produk lain yang memberikan fungsi yang sama dengan produk yang ditawarkan industri. Jika produk substitusi dapat digunakan tanpa menimbulkan biaya peralihan bagi konsumen maka produk tersebut akan memberikan nilai sehingga dalam hal ini permintaan terhadap produk industri berpeluang untuk turun.

### 4. Kekuatan Pemasok

Kekuatan pemasok dapat mempengaruhi industri melalui kemampuan mereka menaikkan harga atau mengurangi kualitas produk atau jasa. Pemasok memiliki posisi tawar yang kuat apabila beberapa kondisi berikut terpenuhi:

jumlah pemasok sedikit, produk dan jasa yang ada adalah unik dan mampu menciptakan *switching cost* yang cukup besar, tidak tersedia produk substitusi, mampu melakukan integrasi kedepan (*vertical*) dan mengolah produk yang dihasilkan menjadi produk yang sama dengan yang dihasilkan perusahaan.

## 5. Kekuatan Pembeli

Terdapat 2 faktor utama yang menentukan posisi tawar pembeli terhadap industri yaitu faktor sensitivitas harga dan kekuatan tawar menawar relatif. Sensitivitas harga dipengaruhi oleh diferensiasi produk dan *switching cost*. Pembeli akan lebih sensitif pada harga ketika produk tidak terdeferensiasi dan terdapat *switching cost* yang rendah. Sedangkan kekuatan tawar menawar pembeli ditentukan oleh jumlah pembeli terhadap pemasok, volume pembelian, jumlah alternatif produk yang tersedia, dan *switching cost* pembeli dari satu produk ke produk yang lain.

## 2.5 Analisis Perusahaan

### 2.5.1 Analisis Strategi Perusahaan

Kinerja yang dihasilkan oleh sebuah perusahaan tidak lepas dari strategi dan implementasi dari strategi tersebut dilapangan. Umumnya perusahaan menerapkan strategi tersendiri yang disesuaikan dengan kelebihan dan kelemahan yang dimiliki oleh perusahaan tersebut serta melihat keadaan lingkungan yang memberikan peluang dan ancaman bagi perusahaan. Menurut Michael Porter ada tiga bentuk strategi bersaing yang umumnya digunakan oleh perusahaan untuk mendapatkan keunggulan bersaing dalam industrinya yaitu: *cost leadership strategy*, *differentiation product*, dan *focus*.

Perusahaan yang menggunakan strategi *cost leadership* akan berusaha menghasilkan produk barang atau jasa dengan biaya yang lebih rendah dibandingkan pesaingnya. Dengan biaya yang rendah tersebut dan harga jual barang mengikuti harga pasar maka perusahaan akan mendapatkan keuntungan yang lebih besar dibanding pesaingnya. Sementara itu perusahaan yang menggunakan strategi *differentiation product* akan berusaha menghasilkan produk barang dan jasa yang unik dibandingkan produk barang dan jasa pesaingnya. Produk yang unik dan berbeda ini akan memberikan perusahaan keunggulan

kompetitif jangka panjang bagi perusahaan. Sedangkan perusahaan yang menggunakan strategi *focus* akan berkonsentrasi melayani segmen pasar atau ceruk pasar tertentu bisa berdasarkan geografis, demografis, dan tipe lainnya.

### 2.5.2 Analisis Laporan Keuangan

Analisis terhadap laporan keuangan sangat diperlukan untuk mengetahui kinerja perusahaan, prediksi kondisi keuangan di masa yang akan datang, dan analisis kebijakan keuangan di masa datang

Salah satu metode yang digunakan dalam melakukan analisis laporan keuangan adalah analisis rasio. Analisis ini menggunakan angka hasil perbandingan dari satu pos laporan keuangan dengan pos lainnya yang mempunyai hubungan yang relevan dan signifikan, seperti: hutang dengan modal, laba dengan penjualan, dan sebagainya. Salah satu model yang biasa digunakan dalam analisis rasio adalah DuPont Model. Model ini menghubungkan antara tingkat profitabilitas dan manajemen aset dengan menggunakan *Return on Assets* (ROA) yang kemudian dimodifikasi menjadi *Return on Equity* (ROE). Model ROE ini mempunyai cakupan yang lebih luas yaitu meliputi operasional, investasi, kebijakan pendanaan perusahaan.

$$ROA = \text{Net Profit Margin} \times \text{Asset Turnover} \quad (2.3)$$

$$ROE = ROA \times \text{Financial Leverage} \quad (2.4)$$

$$ROE = (\text{NPM} \times \text{Asset Turnover}) \times \text{Financial Leverage}$$

- **Net Profit Margin.** Angka ini menunjukkan berapa besar persentase pendapatan bersih yang diperoleh dari setiap penjualan. Semakin besar rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba semakin tinggi.

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{net income}}{\text{sales}} \quad (2.5)$$

- **Assets Turnover.** Rasio ini mengukur tingkat efisiensi perusahaan dalam menggunakan total aktiva yang dimilikinya untuk menghasilkan penjualan. Semakin tinggi angka yang didapatkan semakin baik efisiensi

perusahaan dalam pengelolaan aktiva yang digunakan dalam menghasilkan pendapatan.

$$\text{Total Assets Turnover} = \frac{\text{sales}}{\text{average total asset}} \quad (2.6)$$

- **Financial Leverage.** *Financial leverage* terkait kebijakan pendanaan perusahaan karena merupakan nilai yang menunjukkan seberapa besar penggunaan modal ekuitas dalam membiayai asetnya. *Financial leverage* juga termasuk dalam analisis terhadap likuiditas dan struktur modal dan solvabilitas. Masing-masing dapat ditunjukkan dengan rasio likuiditas dan rasio solvabilitas. Rasio likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban lancar jangka pendeknya. Rasio ini dihitung berdasarkan komponen dari modal kerja, yaitu aktiva lancar dan hutang lancar.

## 2.6 Perhitungan Nilai Wajar Saham

Terdapat 2 (dua) pendekatan dalam melakukan perhitungan nilai wajar saham yang digunakan dalam melakukan analisis fundamental, yaitu *cashflow valuation* dan *relative valuation*.

### 2.6.1 Cash Flow Valuation

*Cashflow valuation* dapat disebut juga penilaian dengan menggunakan nilai sekarang. Pendekatan nilai sekarang menganggap bahwa harga wajar saham merupakan total nilai sekarang dari seluruh aliran kas yang akan diterima selama periode pemegangan saham (*holding period*). Pendekatan nilai sekarang juga disebut dengan metode kapitalisasi laba (*capitalization income method*), karena melibatkan proses kapitalisasi nilai-nilai masa depan yang didiskontokan menjadi nilai sekarang. Jika investor percaya bahwa nilai dari perusahaan tergantung dari prospek perusahaan tersebut di masa mendatang dan prospek ini merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan aliran kas di masa depan, maka nilai perusahaan tersebut dapat ditentukan dengan mendiskontokan nilai-nilai arus kas (*cash flow*) di masa depan menjadi nilai sekarang. Metode yang masuk dalam *cashflow valuation* antara lain adalah *Dividend Discount Model* dan *Free Cash Flow to Equity (FCFE) Model*.

### 2.6.1.1 Dividend Discount Model

Arus kas merupakan komponen di dalam penentuan nilai perusahaan. Arus kas merupakan kas yang diterima oleh perusahaan emiten. Sebagai alternatif dari arus kas, laba perusahaan (*earnings*) juga dapat digunakan untuk menghitung nilai wajar saham. Earnings yang diperoleh perusahaan dapat ditahan sebagai sumber dana internal (*retained earnings*) atau dibagikan dalam bentuk dividen. Arus dividen dapat dianggap sebagai arus kas yang diterima oleh investor. Dengan alasan bahwa dividen merupakan satu-satunya arus pendapatan yang diterima oleh investor, model diskonto dividen (*Dividend Discount Model*) dapat digunakan sebagai pengganti model diskonto arus kas untuk menghitung nilai intrinsik saham.

Perhitungan nilai wajar saham dengan menggunakan pendekatan dividen ini dapat dibedakan menjadi 3 (tiga) model, yaitu :

#### 1. Model Tanpa Pertumbuhan (*zero growth model*)

Model ini berasumsi bahwa dividen yang dibayarkan perusahaan tidak akan mengalami pertumbuhan. Dengan kata lain, jumlah dividen yang dibayarkan akan tetap sama dari waktu ke waktu. Jika perusahaan membayar dividen secara konstan yang nilainya sama dari waktu ke waktu, yaitu sebesar  $D$ , maka nilai wajar harga saham menjadi :

$$P_0 = \frac{D}{(1+k)} + \frac{D}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D}{(1+k)^\infty} \quad (2.7)$$

dan dapat disederhanakan menjadi :

$$P_0 = \frac{D}{k} \quad (2.8)$$

dimana :

$P_0$  = nilai wajar saham

$D$  = dividen yang diharapkan

$k$  = *required rate of return*.

#### 2. Model Pertumbuhan Konstan (*Constant Growth Model*)

Model ini dipakai untuk menentukan nilai saham, jika dividen yang akan dibayarkan mengalami pertumbuhan secara konstan selama waktu tak terbatas. Jika dividen periode awal adalah  $D_0$ , maka dividen periode kesatu adalah  $D_0(1+g)$  dan periode kedua adalah  $D_0(1+g)(1+g)$  atau  $D_0(1+g)^2$  dan seterusnya. Untuk

kasus pembayaran dividen yang bertumbuh secara konstan ini, rumus nilai intrinsik saham menjadi :

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+k)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k)^\infty} \quad (2.9)$$

Rumus ini disederhanakan menjadi :

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(k-g)}$$

dimana :

$P_0$  = nilai wajar saham

$D$  = dividen yang diharapkan

$k$  = *required rate of return*

$g$  = tingkat pertumbuhan dividen yang diasumsikan konstan.

### 3. Model Pertumbuhan Berganda atau *Supernormal (multiple growth model)*

Asumsi perusahaan akan membayarkan dividen secara konstan dalam kenyataannya kadangkala kurang tepat karena pada beberapa tahun awal selama masa pertumbuhan fantastis, perusahaan mungkin akan mampu membayarkan dividen dengan pertumbuhan di atas normal dan setelah melewati masa pertumbuhan fantastis di tahun awal tersebut, pertumbuhan tingkat dividen ( $g$ ) yang akan dibayarkan perusahaan mungkin akan menjadi lebih rendah dibanding masa sebelumnya dan selanjutnya akan bertumbuh secara tetap. Proses ini menghitung nilai saham dengan menggunakan model pertumbuhan dividen tidak konstan adalah sebagai berikut :

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+g_t)^t}{(1+k)^t} + \frac{D_n(1+g_c)}{k-g_c} \left\{ \frac{1}{(1+k)^n} \right\} \quad (2.10)$$

dimana :

$P_0$  = harga wajar saham

$D_0$  = dividen saat ini

$g_t$  = tingkat pertumbuhan dividen di atas normal

$g_c$  = tingkat pertumbuhan dividen normal

$k$  = *required rate of return*

$n$  = periode pertumbuhan dividen di atas normal

$D_n$  = dividen pertumbuhan normal

### 2.6.1.2 *Free Cash Flow To Equity Model (FCFE)*

Tidak semua arus kas yang dihasilkan perusahaan dibayarkan sebagai dividend di akhir tahun sehingga yang dinyatakan dalam Dividend Discount Model. Perusahaan bisa saja menginvestasikan kembali sebagian dari arus kas tersebut untuk kepentingan perluasan usaha. Untuk itu penilaian nilai intrinsic perusahaan yang tidak semua arus kasnya diberikan sebagai dividend dapat dilakukan dengan pendekatan *Free Cash Flow to Equity Model*.

*Free cash Flow to Equity Model* mendefinisikan arus kas sebagai sisa arus kas yang tertinggal setelah perusahaan memenuhi pembayaran bunga dan pokok pinjaman, serta pengeluaran modal baik untuk menjaga aset yang ada sekarang maupun untuk membeli aset baru guna pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Besarnya FCFE dapat dinyatakan dalam :

$$\begin{aligned}
 FCFE &= Net\ Income \\
 & (+) Depresiasi \\
 & (-) Pengeluaran\ modal\ (capital\ spending) \\
 & (-) \Delta\ Modal\ Kerja\ (working\ capital) \\
 & (-) Pembayaran\ pokok\ pinjaman\ (principal\ repayments) \\
 & (+) Jumlah\ pinjaman\ baru\ yang\ dikeluarkan\ (new\ debt\ issues)
 \end{aligned}
 \tag{2.11}$$

Dalam suatu keadaan dimana pengeluaran modal (*capital spending*) dan modal kerja diharapkan akan dibiayai dengan suatu rasio hutang  $\delta$ , dan pembayaran pokok pinjaman dilakukan dengan pinjaman baru, maka besarnya FCFE dapat dihitung dengan cara sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 FCFE &= Net\ Income \\
 & (+) (1-\delta)\ (Pengeluaran\ modal- depresiasi) \\
 & (-) (1-\delta)\ \Delta\ Modal\ Kerja
 \end{aligned}
 \tag{2.12}$$

Karena perkiraan dari arus kas tidak dapat dianggap sama untuk selamanya (*infinity*), ada beberapa model FCFE yang dikembangkan berdasarkan perbedaan asumsi mengenai pertumbuhan di masa mendatang, yaitu :

## 1. Stable-Growth FCFE Model

Jika investor menggunakan asumsi pertumbuhan yang stabil terhadap suatu perusahaan, nilai intrinsic dapat dihitung dengan menggunakan formula sebagai berikut :

$$P_0 = \frac{FCFE_t}{r - g_n} \quad (2.13)$$

Dimana :

$P_0$  = nilai saham saat ini

$FCFE_t$  = FCFE tahun depan yang diharapkan

$r$  = *required rate of return to equity* yang diharapkan investor

$g_n$  = tingkat pertumbuhan FCFE selamanya dari perusahaan

Hasil dari model ini sangat bergantung pada penggunaan asumsi tingkat pertumbuhan dari perusahaan. Tingkat pertumbuhan yang digunakan harus wajar, relative terhadap tingkat pertumbuhan ekonomi dan industri dimana perusahaan berada. Besarnya tingkat pertumbuhan itu sebaiknya tidak melebihi tingkat pertumbuhan ekonomi atau paling tinggi sekitar satu atau dua persen di atas pertumbuhan ekonomi.

Model ini akan cocok digunakan untuk perusahaan yang memiliki pertumbuhan sama atau lebih kecil dibandingkan dengan pertumbuhan nominal dari perekonomian di suatu Negara. Oleh karena itu model ini dapat digunakan untuk perusahaan yang stabil dengan rasio pembayaran dividend yang tidak selalu tinggi atau dalam jumlah yang jauh di bawah FCFE. Jika perusahaan stabil dan membayar dividend sebesar FCFE, maka besarnya nilai intrinsic perusahaan adalah sama dengan nilai yang diperoleh dengan menggunakan *Dividend Discount Model* (DDM)

## 2. Two-Stage FCFE Model

Model ini digunakan pada perusahaan yang pada awalnya dapat tumbuh lebih cepat dibandingkan rata-rata perusahaan sejenis dan kemudian pada tahap berikutnya diikuti dengan pertumbuhan yang stabil. Hal ini bisa saja terjadi pada perusahaan yang mulai berkembang pesat, setelah itu produknya memasuki tahap maturity serta ada pesaing lainnya yang memproduksi barang yang sama sehingga menyebabkan pertumbuhan perusahaan melambat. Dalam kondisi seperti ini maka nilai intrinsic dapat dinyatakan dengan rumus sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{Value} &= \text{PV of FCFE} + \text{PV of terminal price} \\ &= \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \end{aligned} \quad (2.14)$$

Dimana :

$FCFE_t$  = FCFE pada tahun t

$P_n$  = harga pada akhir periode pertumbuhan yang tinggi

$r$  = *required rate of return to equity* yang diharapkan investor pada saat pertumbuhan yang tinggi

*Required rate of return to equity* (  $r$  ) dapat diestimasi dengan menggunakan konsep Capital Asset Pricing Model (CAPM). Sementara itu harga pada akhir periode ( $P_n$ ) dihitung dengan cara :

$$P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{(r_n - g_n)} \quad (2.15)$$

Dimana :

$g_n$  = tingkat pertumbuhan setelah akhir periode pertumbuhan yang tinggi

$r_n$  = *required rate of return to equity* yang diharapkan investor pada periode pertumbuhan yang stabil

### 3. Three-Stage FCFE Model

Model penelitian dengan menggunakan FCFE ini dapat digunakan untuk kondisi dimana suatu perusahaan memiliki tiga tahap pertumbuhan. Pada awalnya perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan lebih besar dari rata-rata perusahaan di dalam industri, kemudian tingkat pertumbuhan tersebut mulai melambat, dan tahap akhir adalah tingkat pertumbuhannya lebih kecil dari rata-rata perusahaan di dalam suatu industri. Besarnya nilai intrinsik untuk perusahaan yang mengalami kontraksi seperti ini dapat dihitung dengan menggunakan formula :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n_1+1}^{t=n_2} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{P_{n_2}}{(1+r)^{n_2}} \quad (2.16)$$

dimana :

$P_0$  = nilai dari saham saat sekarang

$FCFE_t$  = FCFE pada tahun t

$r$  = *required rate of return to equity* yang diharapkan investor

$P_{n_2}$  = harga akhir (terminal price) pada akhir periode transisi

$n_1$  = akhir periode pertumbuhan yang tinggi

$n_2$  = akhir periode transisi

Sementara itu harga akhir pada akhir periode transisi ( $P_{n_2}$ ) dihitung dengan cara :

$$P_{n+2} = \frac{FCFE_{n_2+1}}{(r - g_n)} \quad (2.17)$$

Dimana :

$FCFE_{n_2+1}$  = FCFE pada tingkat pertumbuhan yang stabil

$r$  = *required rate of return to equity* yang diharapkan investor

$g_n$  = tingkat pertumbuhan pada periode yang stabil

### 2.6.2 *Relative Valuation*

Metode perhitungan nilai wajar saham yang lain, *Relative valuation* bertujuan untuk menilai suatu asset berdasarkan kemiripan dengan aset-aset yang ada. Penilaian ini dapat dilakukan dengan membandingkan rasio atau *multiple* dengan *multiple* perusahaan lain, atau dengan membandingkan rasio atau *multiple historis* pada perusahaan yang sama. Metode yang pertama (membandingkan dengan perusahaan lain) adalah yang paling luas digunakan, sedangkan metode yang terakhir membutuhkan data historis perusahaan yang panjang untuk mencapai kepuasan hasil valuasi (Damodaran 2002).

Kelebihan dari metode *relative valuation* ini adalah mudah digunakan, tidak menghabiskan waktu, dan tidak menuntut banyak asumsi dibandingkan dengan *cashflow valuation*. Fakta bahwa *relative valuation* sangat mudah digunakan telah membuatnya menjadi metode yang kuat. Kelebihan lain dari metode ini adalah dimana data kunci dalam bentuk rasio keuangan yang berbeda-beda telah tersedia (McClure 2006). Kelebihan lainnya lagi adalah metode ini sangat disukai dalam hal menafsirkan mood pasar saat ini, namun dalam beberapa kasus metode ini juga bisa menjadi masalah, contohnya adalah adanya risiko terhadap keseluruhan industri, akan dinilai *undervalued* ketika *relative valuation* digunakan untuk memvaluasi sebuah perusahaan yang baru melakukan *Initial Public Offering (IPO)* (Damodaran 2002).

Kelemahan lain dari *relative valuation* adalah metode ini terlihat terlalu sederhana dan terlalu langsung untuk sebuah penilaian. Valuasi ini juga dihitung dengan *estimasi value* yang tidak konsisten dan tanpa memikirkan faktor penting dibawahnya seperti asumsi risiko, pertumbuhan, dan potensi aliran kas. Lemahnya

transparansi terhadap asumsi-asumsi itu dapat menjadi masalah selama hal tersebut memungkinkan untuk dimanipulasi (Damodaran 2002). Salah satu model dari relative valuation ini adalah *Multiple Earning* yaitu dengan menggunakan pendekatan *Price to Earning Ratio (PER)*.

### 2.6.2.1 *Price to Earning Ratio (PER)*

Salah satu metode yang umum digunakan dalam melakukan penilaian saham dengan pendekatan *relative valuation* adalah *Price to Earning Ratio (PER)*. Pendekatan ini dilakukan dengan membagi harga pasar saham dengan perkiraan laba bersih yang dapat dihasilkan oleh tiap saham, dan dapat dinyatakan dengan :

$$PER = \frac{\text{harga pasar saham}}{\text{perkiraan laba bersih per saham}} \quad (2.18)$$

Banyak investor yang lebih suka menggunakan *Price Earning Ratio (PER)* untuk memprediksi harga saham. Hal ini berdasarkan pada konsep dasar dari nilai suatu investasi merupakan nilai tunai sekarang (*present value*) dari arus kas di masa yang akan datang. Untuk saham, pengembalian yang akan diterima oleh investor merupakan laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan. Untuk itu, satu cara investor untuk mengestimasi nilai saham, adalah dengan menentukan berapa rupiah seorang investor ingin membayar untuk setiap rupiah yang akan dihasilkan perusahaan.

Nilai PER suatu saham biasanya dibandingkan dengan PER rata-rata perusahaan yang berada dalam industri yang sama. Semakin kecil nilai PER saham suatu perusahaan berarti menunjukkan semakin sedikit rupiah yang harus dibayarkan seorang investor untuk mendapatkan satu rupiah laba perusahaan. Dengan kata lain, semakin kecil nilai PER saham maka semakin murah saham tersebut dibanding dengan perusahaan yang lain (*undervalued*) dan layak untuk dibeli.

## 2.7 Penelitian Sebelumnya

Ada 2 (dua) penelitian sebelumnya yang telah membahas penilaian saham terhadap PT Bank Rakyat Indonesia (BRI), yaitu penelitian yang dilakukan oleh :

1. Sitorus, Melanty Veronica (1999) : Analisis Fundamental dengan Pendekatan *Free Cash Flow to Equity Model* (FCFE) untuk Menentukan Nilai Intristik Saham (Studi Kasus : Bank Rakyat Indonesia (BRI). Penelitian yang dilakukan terkait rencana BI untuk melakukan *Initial Public Offering (IPO)* pada tahun 2003 ini menghasilkan perkiraan nilai wajar saham BRI sebesar Rp 3.808,49/lembar. Untuk itu disarankan kepada investor untuk membeli saham BRI apabila nilai pasarnya lebih tinggi daripada nilai wajar tersebut. Sebaliknya, investor disarankan menjual saham BRI apabila nilai pasarnya lebih rendah daripada nilai wajarnya.
2. Rivai, M. (2003) : Analisis Valuasi Harga Saham dengan Metode *Free Cash Flow to Equity* dan *Relative Valuation* (Studi Kasus pada PT Bank Rakyat Indonesia, Tbk). Penelitian ini mengambil periode penelitian tahun 2000-2003, dimana BRI baru 1 (satu) tahun menjual sahamnya di pasar. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa kedua metode yang digunakan menghasilkan nilai wajar saham yang berbeda pada tahun 2004

Tabel 2.1 Hasil Penelitian M. Rivai (2003)

Metode	Nilai wajar saham/lembar	Nilai pasar saham/lembar	Kondisi
FCFE	Rp 1.820,0	Rp 1.525,0	<i>Undervalued</i>
<i>Relative Valuation</i>	Rp 1.729,5	Rp 1.525,0	<i>Undervalued</i>

Sumber : Rivai, M. (2003)

Dari tabel 2.1 diatas dapat dilihat bahwa harga saham BRI tahun 2004 berada dalam kondisi *undervalued*, artinya layak dibeli oleh investor.

Penelitian lain yang melakukan analisis valuasi saham dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity* dan *Relative Valuation* dengan mengambil perusahaan yang bergerak di industri perbankan antara lain dilakukan oleh :

1. Tambunan ,F. (2004) : Analisis Valuasi Harga Saham Model *Free Cash Flow to Equity* dan *Relative Valuation* (Studi Kasus: PT Bank Mandiri (Persero), Tbk). Hasil nilai wajar saham Bank Mandiri tahun 2004 yang didapatkan dari penelitian ini adalah :

Tabel 2.2 Hasil Penelitian Tambunan (2004)

Metode	Nilai wajar saham/lembar	Nilai pasar saham/lembar	Kondisi
FCFE	Rp 1.319	Rp 1.000	<i>Undervalued</i>
<i>Relative Valuation</i>	Rp 1.052	Rp 1.000	<i>Undervalued</i>

Sumber : Tambunan (2004)

Dari tabel 2.2 diatas dapat dilihat bahwa harga saham Bank Mandiri tahun 2004 berada dalam kondisi *undervalued*, artinya layak dibeli oleh investor.

2. Pratama, Aditya Surya (2010) : Analisis Valuasi Harga Saham PT Bank Negara Indonesia, Tbk dengan Metode *Free Cash Flow To Equity* dan *Relative Valuation*. Hasil nilai wajar saham BNI tahun 2010 yang didapatkan dari penelitian ini adalah :

Tabel 2.3 Hasil Penelitian Pratama (2010)

Metode	Nilai wajar saham/lembar	Nilai pasar saham/lembar	Kondisi
FCFE	Rp 2.405	Rp 1.980	<i>Undervalued</i>
<i>Relative Valuation</i>	Rp 2.031	Rp 1.980	<i>Undervalued</i>

Sumber : Pratama (2010)

Dari tabel 2.3 diatas dapat dilihat bahwa harga saham BNI tahun 2010 berada dalam kondisi *undervalued*, artinya layak dibeli oleh investor.

## **2.8 Usaha Mikro, Kecil dan Menengah (UMKM)**

### **2.8.1 Pengertian Usaha Mikro, Kecil dan Menengah (UMKM)**

Pengertian tentang usaha kecil dan menengah tidak selalu sama, tergantung konsep yang digunakan. Berikut ini ada beberapa pengertian dan kriteria Usaha Mikro Kecil Menengah antara lain :

1. Menurut pasal 1 Undang Undang No. 20 Tahun 2008 Tentang Usaha Mikro, Kecil dan Menengah (UMKM) :
  - a. Usaha mikro adalah usaha produktif milik orang perorangan dan/atau badan usaha perorangan yang memenuhi kriteria usaha mikro sebagaimana di atur dalam Undang-Undang ini.
  - b. Usaha kecil adalah usaha ekonomi produktif yang berdiri sendiri, yang dilakukan oleh orang perorangan atau badan usaha yang bukan merupakan anak perusahaan atau bukan cabang perusahaan yang dimiliki, dikuasai, atau menjadi bagian baik langsung maupun tidak langsung dari usaha menengah atau usaha besar yang memenuhi kriteria usaha kecil sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang ini.
  - c. Usaha menengah adalah usaha ekonomi produktif yang berdiri sendiri, yang dilakukan oleh orang perseorangan atau badan usaha yang bukan merupakan anak perusahaan atau cabang perusahaan yang dimiliki, dikuasai, atau menjadi bagian baik langsung maupun tidak langsung dengan usaha kecil atau usaha besar dengan jumlah kekayaan bersih atau hasil penjualan tahunan sebagaimana diatur dalam Undang-Undang ini.

Jika dilihat dari besarnya kekayaan bersih dan omzetnya, maka kriteria Usaha Mikro, Usaha Kecil, dan Usaha Menengah berdasarkan Undang-Undang No. 20 Tahun 2008 dapat dilihat pada tabel 2.4.

Tabel 2.4 Kriteria Usaha Mikro, Kecil dan Menengah menurut  
Undang-Undang No. 20 Tahun 2008

NO	URAIAN	KRITERIA	
		ASET	OMZET
1	Usaha Mikro	Maks. 50 Juta	Maks. 300 Juta
2	Usaha Kecil	50 Juta - 500 Juta	300 Juta - 2,5 Miliar
3	Usaha Menengah	500 Juta - 10 Miliar	2,5 Miliar - 50 Miliar

Sumber : [www.depkop.go.id](http://www.depkop.go.id)

2. Menurut Adler (2008), Usaha kecil adalah kegiatan ekonomi yang memenuhi kriteria sebagai berikut:
  - a. Usaha yang memiliki kekayaan bersih paling banyak Rp 200.000.000,00 (dua ratus juta rupiah) , tidak termasuk tanah dan bangunan tempat usaha.
  - b. Usaha yang memiliki penjualan tahunan paling banyak Rp 1.000.000.000,00 (satu milyar rupiah).
  - c. Usaha yang berdiri sendiri, bukan perusahaan atau cabang perusahaan yang dimiliki, dikuasai, baik langsung maupun tidak langsung, dengan usaha menengah atau berskala besar.
  - d. Berbentuk usaha yang dimiliki orang perorangan, badan usaha yang tidak berbadan hukum atau badan usaha yang berbadan hukum, termasuk koperasi

### 2.8.2 Peranan UMKM di Perekonomian Indonesia

Peran usaha mikro, kecil dan menengah (UMKM) dalam perekonomian Indonesia (Urata dalam Sulistyastuti, 2004) adalah:

1. Usaha mikro merupakan pemain utama dalam kegiatan ekonomi di Indonesia.
2. Penyediaan kesempatan kerja.
3. Pemain penting dalam pengembangan ekonomi lokal dan pengembangan masyarakat.

4. Penciptaan pasar dan inovasi melalui fleksibilitas dan sensitivitas atas keterkaitan dinamis antar kegiatan perusahaan.
5. Memberikan kontribusi terhadap peningkatan ekspor non migas.

Sementara itu, (Tambunan, 2001) menyebutkan bahwa UMKM juga mampu mereduksi ketimpangan pendapatan (*reducing income inequality*) terutama di negara-negara berkembang. Keberadaan usaha mikro di Indonesia lebih dikaitkan dengan peranannya secara klasik yaitu untuk mengatasi pengangguran dan pemerataan pendapat.

. Peranan penting UMKM tersebut diatas tidak lepas dari posisi UMKM yang strategis dalam berbagai aspek, yaitu:

1. Aspek permodalan. Usaha mikro tidak memerlukan modal yang besar sehingga pembentukan usaha ini tidak sesulit perusahaan besar.
2. Tenaga kerja. Usaha mikro tidak menuntut tenaga kerja dengan pendidikan formal atau tinggi tertentu (Tambunan, 2001 dalam Sulistyastuti, 2004)
3. Lokasi. Sebagian besar usaha mikro berlokasi di pedesaan dan tidak memerlukan infrastruktur sebagaimana perusahaan besar (Sulistyastuti, 2004).
4. Ketahanan. Peranan usaha mikro ini telah terbukti bahwa usaha mikro memiliki ketahanan yang kuat (*strong survival*) ketika Indonesia dilanda krisis ekonomi (Sandee, 2000)

Walaupun UMKM memiliki peranan yang strategis di berbagai aspek, namun UMKM juga memiliki masalah klasik yaitu kebutuhan permodalan dalam pengembangan usaha. Menurut Lestari (2007) untuk memenuhi kebutuhan permodalan tersebut, usaha mikro paling tidak menghadapi 4 masalah, yaitu:

1. Masih rendahnya atau terbatasnya akses usaha mikro terhadap berbagai informasi, layanan, fasilitas keuangan yang disediakan oleh lembaga keuangan formal, baik bank maupun non bank misalnya dan BUMN, ventura.
2. Prosedur dan persyaratan perbankan yang terlalu rumit sehingga pinjaman yang diperoleh tidak sesuai kebutuhan baik dalam hal jumlah maupun waktu, kebanyakan perbankan masih menempatkan agunan

material sebagai salah satu persyaratan dan cenderung mengesampingkan kelayakan usaha.

3. Tingkat bunga yang dibebankan dirasa masih tinggi.
4. Kurangnya pembinaan, khususnya dalam manajemen keuangan, seperti perencanaan keuangan, penyusunan proposal dan lain sebagainya.

Untuk mengatasi masalah tersebut salah satu solusi yang dapat dilakukan adalah membangun kerjasama antara kalangan perbankan dengan koperasi dan lembaga-lembaga keuangan mikro.

## **2.9 Lembaga Keuangan Mikro**

### **2.9.1 Pengertian Lembaga Keuangan Mikro**

Lembaga Keuangan Mikro (LKM) di Indonesia menurut Bank Pembangunan Asia dan Bank Dunia (Gunawan Sumodiningrat, 2007) memiliki ciri: (1) Menyediakan beragam jenis pelayanan keuangan yang relevan atau sesuai dengan kebutuhan riil masyarakat; (2) Melayani kelompok masyarakat berpenghasilan rendah; (3) Menggunakan prosedur dan mekanisme yang kontekstual dan fleksibel agar lebih mudah dijangkau oleh masyarakat miskin yang membutuhkan.

Selama ini LKM merupakan lembaga yang mampu untuk memenuhi modal UMKM karena LKM mampu menyesuaikan pelayanan dengan karakter UMKM yang cenderung dianggap tidak bankable oleh sektor perbankan komersial. Selain itu LKM mampu memberikan kredit dalam skala besar tanpa jaminan, tanpa aturan yang ketat. LKM juga dapat menjadi perpanjangan tangan dari lembaga keuangan formal.

Dalam implementasinya LKM dianggap lebih efisien dari lembaga keuangan lain karena kedekatannya kepada masyarakat yang dilayani. Kedekatan ini akan mengurangi biaya-biaya transaksi. LKM dalam operasional memberikan fasilitas bantuan non keuangan. Misalnya bantuan untuk membuat rencana usaha, pencatatan dan pembukuan keuangan kelompok. Kelemahan LKM yang beroperasi di Indonesia adalah beroperasi tanpa dasar hukum.

Pola-pola keuangan mikro di Indonesia terdiri dari :

1. *Saving Ledd*, microfinance yang berbasis anggota (membership based). Pada pola ini pendanaan atau pembiayaan yang beredar berasal dari pengusaha mikro sendiri. Contoh Kelompok Swadaya Masyarakat (KSM), Credit Union (CU) Koperasi Simpan Pinjam (KSP).
2. *Credit Ledd microfinance*, pada pola ini sumber keuangan bukan dari usaha mikro tetapi sumber lain seperti Badan Kredit Desa (BKD), Lembaga Dana Kredit Pedesaan (LDKP) Grameen Bank, Asa Model (Bangladesh).
3. *Micro Banking*, pada pola ini bank difungsikan untuk pelayanan keuangan mikro seperti telah dilaksanakan BRI, BPR, Danamon Simpan Pinjam.
4. Pola hubungan bank dan kelompok swadaya masyarakat (PHBK), integrasi antara bank dan kelompok swadaya masyarakat.

### 2.9.2 Perbankan Mikro

Bank adalah suatu lembaga yang lahir karena fungsinya sebagai agent of trust dan agent development. Yang dimaksud sebagai *agent of trust* adalah suatu lembaga perantara (*intermediary*) yang dipercaya untuk melayani segala kebutuhan dari dan untuk masyarakat. Sedangkan sebagai *agent of development* bank adalah sebagai lembaga perantara yang dapat mendorong kemajuan pembangunan melalui fasilitas kredit dan kemudahan-kemudahan pembayaran serta penarikan dalam proses transaksi yang dilakukan oleh para pelaku ekonomi (Rimsky K Judisseno, 2002:94-95). Berdasarkan definisi tersebut bank merupakan salah satu lembaga keuangan yang berfungsi untuk menyalurkan dana kepada masyarakat. Salah satunya adalah penyaluran dana kepada sektor mikro, atau disebut dengan microbanking.

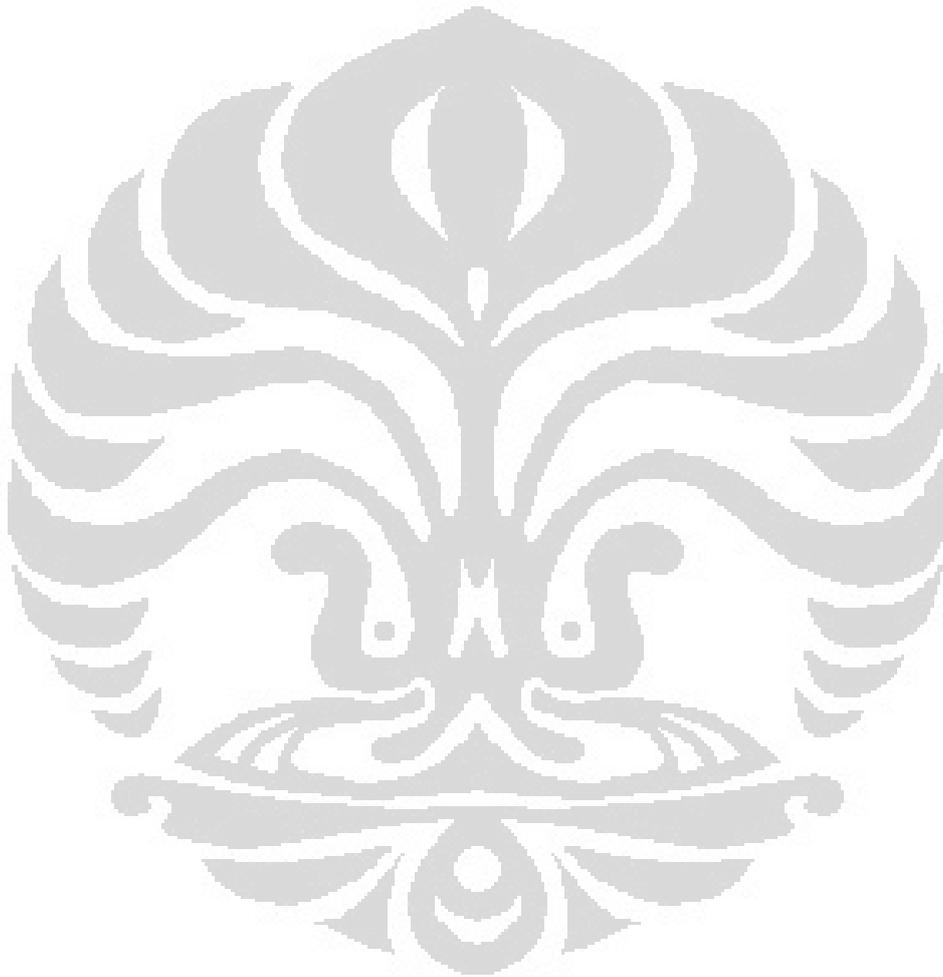
Perbankan mikro (*microbanking*) merupakan layanan lembaga keuangan mikro yang dilakukan oleh sektor perbankan. *Microbanking* adalah bagaimana perbankan yang merupakan lembaga keuangan formal harus bisa melayani sektor mikro, yang umumnya bersifat informal, atau bagaimana sektor mikro yang informal bisa masuk dalam sektor perbankan yang formal.

Keadaan perbankan di Indonesia tidak jauh berbeda dari perbankan di banyak negara di dunia, yaitu belum begitu banyak yang melayani kebutuhan kredit dari pengusaha-pengusaha mikro. Bank-bank di Indonesia baik milik Pemerintah maupun swasta apalagi swasta asing, pada umumnya tidaklah dimaksudkan untuk melayani perusahaan kecil khususnya perusahaan mikro. Tata letak perkantoran, struktur organisasi, program-program pendidikan, manajemen, sistem administrasi, cara dan prosedur pelayanan serta falsafah perusahaan diarahkan untuk melayani orang-orang yang sudah mapan dan berada. Dengan demikian telah dapat diduga bahwa perbankan di Indonesia belum berperan dalam pemerataan kesempatan berusaha dan pemerataan pendapatan.

Namun kebijakan untuk memperbaiki disparitas di atas sudah banyak dilakukan. Bank Sentral telah merintis kearah itu melalui berbagai kredit program, seperti Kredit Bimas, Kredit Investasi Kecil (KIK), Kredit Modal Kerja Permanen (KMKP), Kredit Keppres 14A, KIK/KMKP sampai dengan Rp. 75 juta, Kredit Keppres 29, Kredit Mini, Kredit Midi, Kredit Candak Kulak (KCK), Kredit Perkebunan Inti Rakyat (PIR), Kredit Intensifikasi Tebu Rakyat (TRI), Kredit Pencetakan Sawah, Kredit Profesi Guru (KPG), Kredit Mahasiswa (KMI), Kredit Asrama Mahasiswa, Kredit Perumahan Rakyat (KPR) dan lain-lain. Kredit-kredit program yang tidak mementingkan jaminan dalam pemberian kredit tersebut disalurkan melalui Bank Umum milik Pemerintah dan sebagian saja yang disalurkan melalui Bank Umum milik Swasta dan Koperasi Unit Desa (KUD).

Kredit-kredit program tersebut diatas dibiayai dengan kredit likuiditas Bank Indonesia. Dengan diterbitkannya serangkaian peraturan mengenai keuangan, moneter dan perbankan pada tanggal 27 Oktober 1988, yang dikenal dengan Pakto 27, 1988 diadakan deregulasi perbankan yang antara lain membuka kesempatan untuk pendirian bank-bank baru termasuk BPR, dan pembukaan kantor-kantor cabang baru. Selain itu perbankan diberi kebebasan untuk memobilisasi dana dan memperluas jasa-jasa pelayanan perbankan kepada masyarakat, kemudian diterbitkan ketentuan lanjutan Pakto, pada tanggal 29 Januari 1989 tentang Penyempurnaan Sistem Perkreditan. Dalam ketentuan tersebut ditetapkan jenis dan jumlah kredit likuiditas dikurangi.

Dalam Ketentuan Lanjutan Pakto tersebut ditetapkan pula bahwa dalam rangka mendukung pengembangan usaha kecil, maka 20% kredit yang diberikan oleh setiap bank disediakan bagi usaha kecil. Jenis kredit ini selanjutnya dikenal sebagai Kredit Usaha Kecil (KUK). Diluar kredit program yang dibiayai dengan kredit likuiditas BI, terdapat pula Kredit Umum Pedesaan (KUPEDES) yang diberikan oleh Bank Rakyat Indonesia (BRI) kepada penduduk didaerah pedesaan, dan kredit bank Perkreditan Rakyat (BPR).

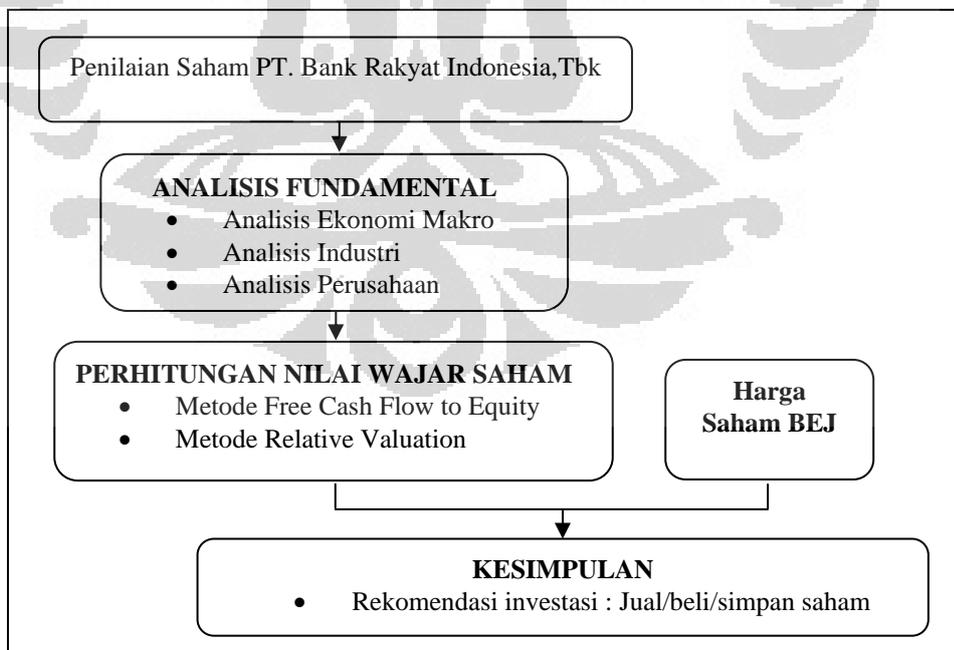


## BAB III METODOLOGI PENELITIAN

### 3.1 Kerangka Penelitian

Penelitian ini didasari atas keinginan untuk mengetahui harga wajar saham PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk sebagai bahan pertimbangan investor dalam pengambilan keputusan investasi. Penelitian dimulai dengan melakukan analisis fundamental dengan pendekatan *top-down approach*. Analisis ini dimulai dengan menganalisis perekonomian secara makro, kemudian analisis industri dimana perusahaan tersebut berada, dan analisis perusahaan itu sendiri untuk melihat posisi perusahaan di dalam industri tersebut.

Dengan memperhitungkan hasil dari analisis fundamental tersebut kemudian dilakukan perhitungan nilai wajar saham dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity* dan *Relative Valuation*. Hasil dari perhitungan tersebut akan diperbandingkan dengan harga saham yang sebenarnya terdapat pada Bursa Efek Indonesia (BEI) sehingga dapat ditarik kesimpulan, saran dan akhirnya dapat digunakan oleh investor sebagai acuan dalam mengambil keputusan.



Gambar 3.1 Kerangka penelitian

Sumber : diolah penulis

### 3.2 Objek Penelitian

Objek penelitian ini adalah PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk (BRI). Pemilihan BRI sebagai objek penelitian dilakukan secara *purposive* (disengaja). Pemilihan ini dikarenakan saham perusahaan tersebut merupakan saham yang banyak dibeli oleh para investor, dan fokus bisnisnya adalah bisnis usaha mikro, kecil dan menengah yang sedang berkembang dengan pesat.

### 3.3 Sumber Data dan Periode Penelitian

Data-data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data-data sekunder (data historis) yang diperoleh dari berbagai sumber dalam periode tahun 2007-2011. Pemilihan periode tersebut dilihat dari 5 tahun dari tahun terakhir mengeluarkan laporan tahunannya.

Sedangkan data-data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Beberapa variable ekonomi makro Indonesia, seperti pertumbuhan ekonomi, tingkat suku bunga, inflasi dan data-data lainnya mulai tahun 2003 sampai 2011, yang diperoleh dari terbitan BPS, Bank Indonesia, Bappenas dan media massa lainnya.
2. Beberapa data terkait perkembangan Usaha Mikro, Kecil dan Menengah yang diperoleh dari BPS dan Kementerian Koperasi dan UKM tahun 2003-2010.
3. Laporan keuangan BRI untuk periode 2007 sampai dengan 2011 yang digunakan untuk melihat kinerja perusahaan dan perhitungan nilai wajar saham BRI.
4. Data statistik saham yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Jakarta tahun 2007-2011.
5. Data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dari bulan Januari 2007 sampai dengan Desember 2011 yang digunakan untuk melihat return dari pasar
6. Beberapa publikasi lainnya yang berkaitan dengan BRI sebagai salah satu perusahaan perbankan mikro di Indonesia

### 3.4 Teknik Pengolahan dan Analisis Data

Penelitian ini dimulai dengan melakukan studi kepustakaan dan pengumpulan data yang diperlukan. Data-data tersebut diolah menggunakan *Microsoft Excel* dan dianalisis dengan menggunakan 2 (dua) metode analisis yang saling menunjang, yaitu analisis yang bersifat kualitatif dan yang bersifat kuantitatif.

1. Analisis kualitatif, digunakan dalam menganalisis lingkungan eksternal perusahaan berupa kondisi ekonomi makro Indonesia dan kondisi industri perbankan, khususnya perbankan mikro.
  - Analisis ekonomi makro ini menyangkut beberapa variable ekonomi makro di Indonesia yang mempengaruhi kondisi suatu perusahaan, yaitu pertumbuhan ekonomi, inflasi, tingkat suku bunga dan nilai tukar rupiah periode tahun 2003-2011.
  - Analisis industri ini dilakukan dengan melakukan analisis daur hidup industri (*industry life cycle*), analisis siklus bisnis (*business cycle analysis*) dan analisis kondisi persaingan. Untuk melihat kondisi persaingan di industri perbankan mikro digunakan model *Five Force Porter* dengan memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi industri yaitu persaingan dalam industri, ancaman pendatang baru, produk substitusi dan komplementer, kekuatan pemasok, dan kekuatan pembeli. Dalam melakukan analisis persaingan industri penelitian ini mengambil beberapa bank yang bergerak di usaha perbankan mikro, yaitu Bank Mandiri, Bank Bukopin, dan Bank Danamon.
2. Analisis kuantitatif digunakan untuk melihat kinerja serta membuat penilaian terhadap perusahaan berdasarkan laporan keuangan perusahaan selama periode penelitian dengan cara :
  - Menghitung rasio-rasio tingkat kesehatan bank seperti: CAR, ROA, LDR dengan menggunakan data-data laporan keuangan BRI
  - Menghitung nilai wajar saham BRI dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity* dan *Relative Valuation*.

Perhitungan nilai wajar saham dengan menggunakan metode *Free Cash flow to Equity* dilakukan mengikuti langkah-langkah sebagai berikut :

1. Membuat proyeksi laporan keuangan berdasarkan asumsi dan perkiraan kondisi makro tahun 2012-2014
2. Melakukan perhitungan *cost of equity*
3. Melakukan perhitungan nilai wajar

Sedangkan penilaian dengan metode *Relative Valuation* dilakukan dengan mengukur *Price to Earning Ratio*. Langkah-langkah perhitungannya adalah sebagai berikut :

1. Membandingkan nilai PER perusahaan dengan nilai PER industry perbankan pada periode Mei 2012 untuk melihat posisi perusahaan di industri perbankan.
2. Menentukan nilai *relative* rata-rata PER perusahaan dengan PER industri perbankan
3. Menghitung nilai wajar saham berdasarkan nilai *relative* tersebut

Selanjutnya hasil nilai wajar saham dari masing-masing metode tersebut dibandingkan dengan harga pasar yang sebenarnya. Sebagai pembanding diambil data harga pasar pada tanggal 30 Mei 2012 dengan pertimbangan merupakan data saham terakhir ketika penelitian ini disusun.

## BAB IV

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Analisis Ekonomi Makro

Kondisi ekonomi makro Indonesia tidak lepas dari pengaruh kondisi ekonomi dunia. Krisis *subprime mortgage* pada pertengahan tahun 2007 yang terjadi di Amerika Serikat telah memicu krisis ekonomi global. Puncaknya, pada September 2008 beberapa lembaga finansial raksasa dunia seperti Bearn Stern dan Lehman Brothers mengumumkan kebangkrutannya. Selain di Amerika Serikat, krisis juga terjadi di kawasan Eropa. Di Inggris lembaga pembiayaan sekaliber Northern Rock juga diambang kebangkrutan dan memaksa pemerintah Inggris untuk melakukan *financial rescue* senilai £ 28 miliar. Limbungnya nama – nama besar dalam industri finansial dunia tersebut telah menimbulkan kepanikan luar biasa dikalangan investor, yang membuat turunnya indeks harga saham di beberapa negara.

Dalam kondisi perekonomian global yang pada tahun 2008 diterpa krisis keuangan tersebut, perekonomian Indonesia juga turut terpengaruh. Namun, Indonesia cukup baik dalam menghadapi krisis tersebut. Terbukti Indonesia masuk dalam daftar negara di dunia yang memiliki pertumbuhan positif pada masa krisis tersebut, sehingga banyak orang memperkirakan bahwa kekuatan ekonomi dunia saat ini telah bergeser ke Asia.

Tabel 4.1 Pertumbuhan ekonomi dunia 2003-2011

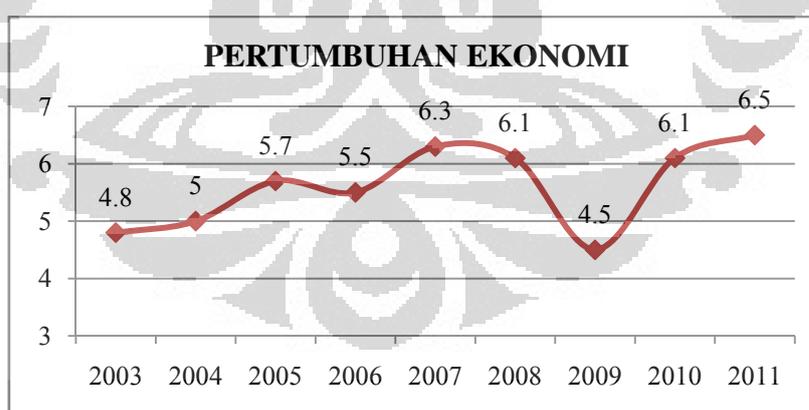
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Dunia</b>	<b>3,6</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,0</b>
Amerika Serikat	2,5	3,6	3,1	2,7	1,9	-0,3	-3,5	3,0	1,5
Kawasan Eropa	0,7	2,2	1,7	3,2	3,0	0,4	-4,3	1,8	1,6
Asia	8,1	8,5	9,5	10,3	11,5	7,7	7,2	9,5	8,2
Cina	10,0	10,1	10,4	11,6	13,0	9,0	8,7	10,3	9,5
<b>Indonesia</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>6,3</b>	<b>6,1</b>	<b>4,5</b>	<b>6,1</b>	<b>6,5</b>
Timteng dan Afrika Utara	7,3	5,9	5,4	6,0	6,7	4,6	2,6	4,4	4,0
AmerikaLatin	2,1	6,0	4,6	5,6	5,8	4,3	-1,7	6,1	4,5

Sumber: IMF, WEO, Oktober 2010 dan Update September 2011

Memasuki pertengahan tahun 2012 ini, seorang Profesor New York University, Nouriel Roubini, menganalisis bahwa "badai besar" akan menghadang pertumbuhan ekonomi pada 2013. Menurut Roubini, dampak bencana fiskal Amerika Serikat (AS), perlambatan di China, restrukturisasi utang di Eropa, dan stagnasi di Jepang akan berkumpul menjadi satu "badai besar" ekonomi. Badai ini tentunya akan membawa pengaruh pada perekonomian Indonesia, salah satu indikasinya adalah IHSG terkoreksi seirama dengan keterpurukan indeks bursa global, dan hal ini akan terus berlangsung hingga 2013.

#### 4.1.1 Pertumbuhan Ekonomi

Secara umum, kegiatan ekonomi Indonesia pada tahun 2003-2011 mengalami peningkatan yang dapat dilihat dari pertumbuhan ekonomi tahun 2003 sebesar 4,8%, meningkat menjadi 6,5% pada tahun 2011. Namun peningkatan ini bukan berarti tanpa hambatan, krisis global yang mempengaruhi perekonomian dunia pada pertengahan tahun 2008 membawa dampak yang cukup besar pada kondisi perekonomian Indonesia. Pada tahun 2008, pertumbuhan ekonomi turun dari 6,3% pada tahun 2007 menjadi 6,1% pada tahun 2008, dan berlanjut tahun 2009 sampai dengan 4,5%.

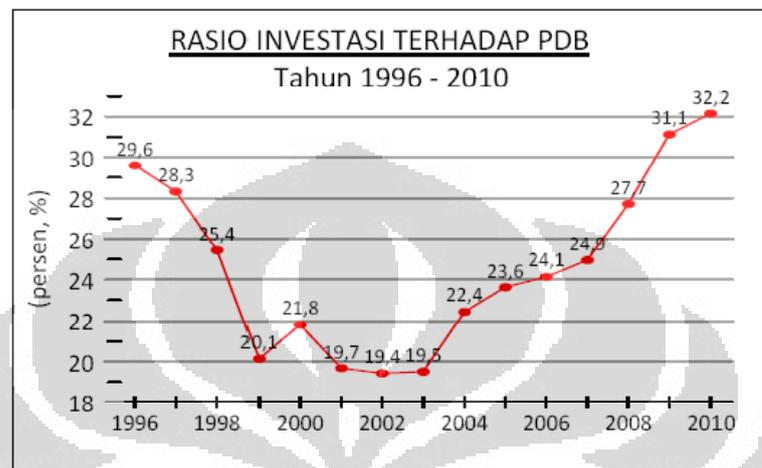


Gambar 4.1 Pertumbuhan ekonomi Indonesia tahun 2003-2011

Sumber : Badan Pusat Statistik (diolah)

Perekonomian Indonesia mulai membaik pada tahun 2010, dan terus berlanjut pada tahun 2011 dengan pertumbuhan sebesar 6,5 dibanding tahun 2010. Pertumbuhan pesat tersebut terutama ditopang oleh ketahanan domestik berupa investasi yang meningkat dan daya beli masyarakat yang terjaga serta ekspor

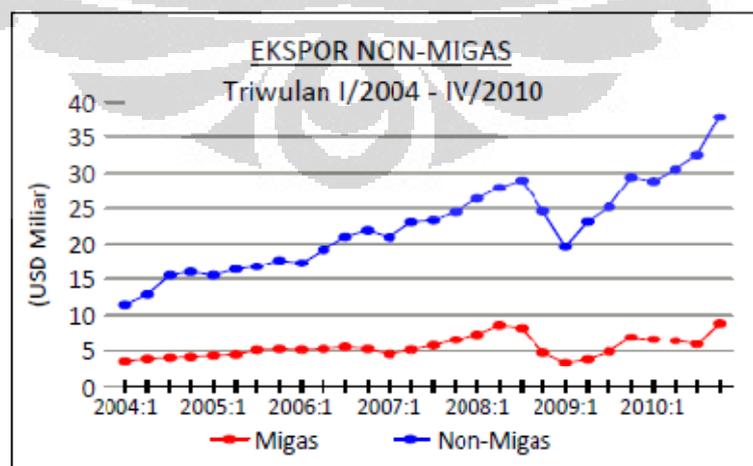
barang dan jasa yang tetap tumbuh. Data menunjukkan bahwa sampai awal tahun 2011, rasio investasi terus mengalami kenaikan sejak tahun 2003. Hal ini menunjukkan semakin meningkatnya peranan investasi dalam memperkuat daya tahan perekonomian Indonesia dari berbagai gejolak.



Gambar 4.2 Rasio investasi terhadap PDB Tahun 1996-2010

Sumber : Badan Pusat Statistik (diolah)

Sementara itu, ekspor barang dan jasa pun terus tumbuh sejak tahun 2003, walaupun sempat turun pada awal tahun 2009 akibat krisis global. Namun sejak tahun 2010 ekspor barang dan jasa mengalami kenaikan, khususnya untuk ekspor non migas yang terdiri atas ekspor di bidang industri, pertambangan dan pertanian.



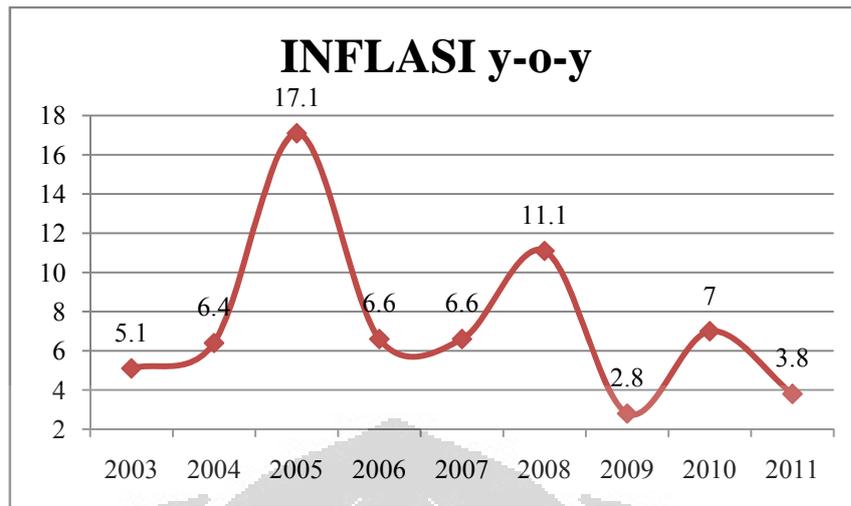
Gambar 4.3 Ekspor Migas-Non Migas 2004 - 2010

Sumber : Badan Pusat Statistik (diolah)

Dengan mengamati berbagai kecenderungan yang terjadi sampai tahun 2011 yang semakin membaik, diperkirakan kinerja perekonomian Indonesia pada tahun 2012 akan mencapai 6,7 persen dan akan terus meningkat di tahun-tahun mendatang dengan target 7 persen pada tahun 2014. Proyeksi ini dibuat oleh Bappenas dalam RPJMN 2010-2014 yang dituangkan dalam Rencana Kerja Pemerintah (RKP) Tahun 2012 sebagai rencana tahunan pemerintah, dengan keyakinan bahwa kestabilan makro ekonomi tahun-tahun sebelumnya akan menciptakan iklim yang kondusif bagi perekonomian Indonesia. Pemulihan kondisi perekonomian ini terutama disebabkan oleh berhasilnya intervensi pemerintah di berbagai negara yang telah (i) mendorong sisi permintaan dan (ii) mengurangi ketidakpastian dan terjadinya resiko sistemik pada pasar keuangan. Meskipun pemulihan telah terjadi, perekonomian global masih menghadapi tantangan dalam lima tahun ke depan, yaitu: (i) utang negara maju yang meningkat sejalan dengan upaya peningkatan stimulus fiskal; (ii) tingkat pengangguran yang tinggi di Negara-negara maju; (iii) ketidakpastian harga minyak di pasar dunia.

#### **4.1.2 Inflasi**

Inflasi merupakan suatu indikator ekonomi yang menunjukkan proses kenaikan harga-harga yang berlaku umum dalam suatu perekonomian. Pemerintah mempunyai perhatian besar terhadap laju inflasi karena inflasi dapat mempengaruhi tingkat daya beli masyarakat serta pertumbuhan ekonomi. Inflasi tertinggi terjadi pada tahun 2005 sebesar 17,1 % dan kembali berulang pada tahun 2008 sebesar 11,1% dikarenakan adanya krisis global. Untuk mengatasi hal ini pemerintah berusaha menekan laju inflasi antara lain dengan mengambil kebijakan untuk memperketat kebijakan moneter. Ketatnya kebijakan moneter itu berpengaruh kepada menurunnya konsumsi masyarakat dan kegiatan investasi.



Gambar 4.4 Perkembangan inflasi Indonesia (y-o-y) tahun 2003-2011

Sumber : Badan Pusat Statistik (diolah)

Pada keseluruhan tahun 2011, laju inflasi dapat terjaga rendah yaitu sebesar 3,8 persen (y-o-y). Rendahnya inflasi pada tahun 2011 didukung oleh inflasi inti sebesar 4,3 persen, inflasi harga barang dan jasa yang bergejolak (*volatile*) sebesar 3,4 persen, dan inflasi barang dan jasa yang harganya ditentukan oleh Pemerintah (*administered prices*) sebesar 2,8 persen. Inflasi inti yang stabil selain didukung oleh kebijakan moneter juga dipengaruhi oleh stabilitas nilai tukar, rendahnya daya dorong inflasi dari barang impor, serta terjaganya ekspektasi inflasi.

Dengan nilai tukar Rupiah yang stabil serta pasokan kebutuhan pokok masyarakat yang terjaga, laju inflasi pada tahun 2012 diperkirakan sekitar 5,0 – 6,0 persen sesuai dengan target pemerintah dalam RKP 2012.

#### 4.1.3 Nilai Tukar

Perkembangan nilai tukar Rupiah dalam delapan tahun terakhir relatif stabil bergerak di kisaran Rp. 9.000 sampai dengan Rp. 9.500. Bahkan rentang tersebut masih berlanjut pada Triwulan IV-2011. Hal tersebut terkait dengan factor fundamental yang kondusif sebagaimana tercermin dari semakin meningkatnya cadangan devisa, menurunnya *country risk* serta berbagai capaian positif yang mampu diraih perekonomian Indonesia dalam beberapa tahun terakhir ini.

Pada tahun 2008 sempat terjadi fluktuasi nilai tukar Rupiah khususnya pada Triwulan IV. Hal ini disebabkan krisis keuangan yang terjadi di Amerika Serikat yang dipicu oleh kebangkrutan Lehman Brothers bersamaan dengan Merrill Lynch, Washington Mutual, Fannie Mae, Freddie Mac, Bear Stearns. Kepanikan yang terjadi di Amerika menyebabkan terjadinya *outflow* mata uang US Dollar di Indonesia sehingga Rupiah merosot sampai ke level di atas Rp. 12.000. Munculnya kegagalan sistemik pada perbankan di Indonesia sempat menjadi kekhawatiran pemerintah. Namun pada akhirnya Indonesia bisa selamat keluar dari situasi krisis global ini ditandai dengan menguatnya (secara bertahap) nilai tukar menjadi Rp 9.400,00/USD pada akhir 2009. Penguatan nilai tukar rupiah didukung oleh neraca pembayaran yang surplus, imbal hasil rupiah yang menarik, premi resiko yang menurun, melemahnya mata uang dollar AS terhadap beberapa mata uang utama dunia, serta meningkatnya keyakinan investor global terhadap kinerja perekonomian Indonesia.

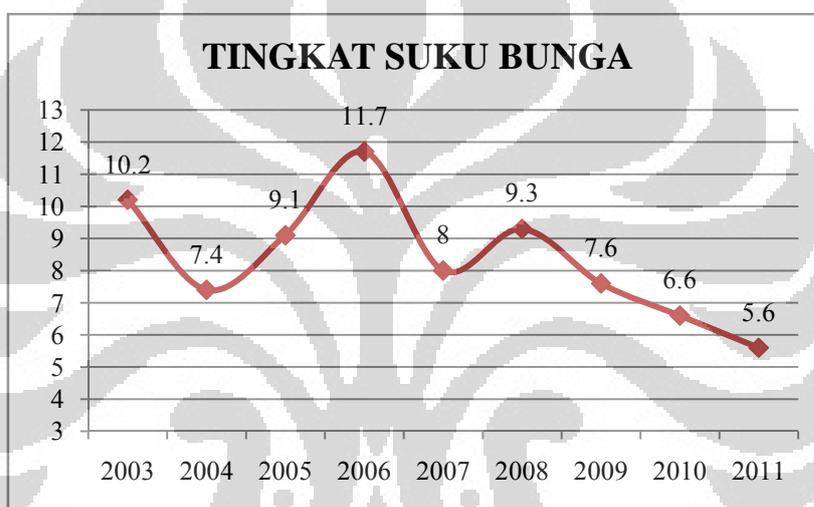
Memasuki tahun 2010, kecenderungan penguatan nilai tukar rupiah terus berlanjut. Rata-rata bulanan nilai tukar rupiah menguat dari Rp 9.458 per USD pada bulan Desember 2009, menjadi Rp 9.027 per USD pada bulan April 2010. Pada bulan Mei 2010, rata-rata bulanan nilai tukar rupiah melemah hingga mencapai Rp 9.183 per USD akibat kekhawatiran krisis finansial di Eropa. Meredanya kekuatiran pada ketahanan fiskal di Eropa dan meningkatnya arus modal ke negara-negara emerging termasuk Indonesia selanjutnya menguatkan kembali rata-rata bulanan nilai tukar Rupiah hingga mencapai Rp 9.018 per USD pada bulan Desember 2010.

Penguatan nilai tukar terus berlangsung seiring dengan meningkatnya kegiatan ekonomi dan masuknya dana luar negeri. Rata-rata bulanan nilai tukar Rupiah menguat dari Rp 9.018,- per dolar AS pada bulan Desember 2010 menjadi Rp 8.578,- per dolar AS pada bulan Agustus 2011. Pada bulan September 2011 nilai tukar Rupiah melemah didorong oleh sentimen negatif terhadap keberlanjutan krisis utang Eropa serta kebutuhan pembiayaan impor dan pelunasan utang oleh perusahaan-perusahaan di dalam negeri. Pada akhir tahun rupiah melemah menjadi Rp 9.068,- per dolar AS. Pada tahun 2012 efektivitas

kebijakan moneter akan terus ditingkatkan guna menjaga kepercayaan masyarakat terhadap rupiah sehingga nilai tukar rupiah dapat terjaga stabil.

#### 4.1.4 Tingkat Suku Bunga

Tingkat suku bunga BI rate merupakan indikator utama tingkat suku bunga di Indonesia, dimana arah kebijakan suku bunga (*BI rate*) disesuaikan dengan perkembangan harga-harga di dalam negeri. Tingkat SBI 3 bulan rata-rata mengalami naik turun selama kurun waktu 2003-2011, dimana tingkat SBI rata-rata 3 bulan berada di posisi paling tinggi sebesar 11,7 persen pada tahun 2006.



Gambar 4.5 Perkembangan SBI 3 bulan rata-rata tahun 2003-2011

Sumber : Badan Pusat Statistik (diolah)

Memasuki tahun 2011 inflasi mencapai 7,0 persen (y-o-y) diantisipasi dengan kenaikan BI rate dari 6,50 persen menjadi 6,75 persen pada bulan Februari 2011. Dengan kecenderungan penurunan harga bahan pangan dan komoditas inti, serta inflasi yang mencapai 4,4 persen (y-o-y) pada bulan Oktober 2011, BI *rate* diturunkan bertahap menjadi 6,5 persen pada bulan Oktober 2011, 6,0 persen pada bulan November 2011 dan 5,75 persen pada bulan Februari 2012. Kebijakan penurunan BI *rate* mendorong penurunan suku bunga kredit dan peningkatan fungsi intermediasi perbankan yang tercermin pada peningkatan penyaluran kredit menjadi Rp 2.200,1 triliun pada tahun 2011 atau tumbuh sebesar 24,6 persen (y-o-y).

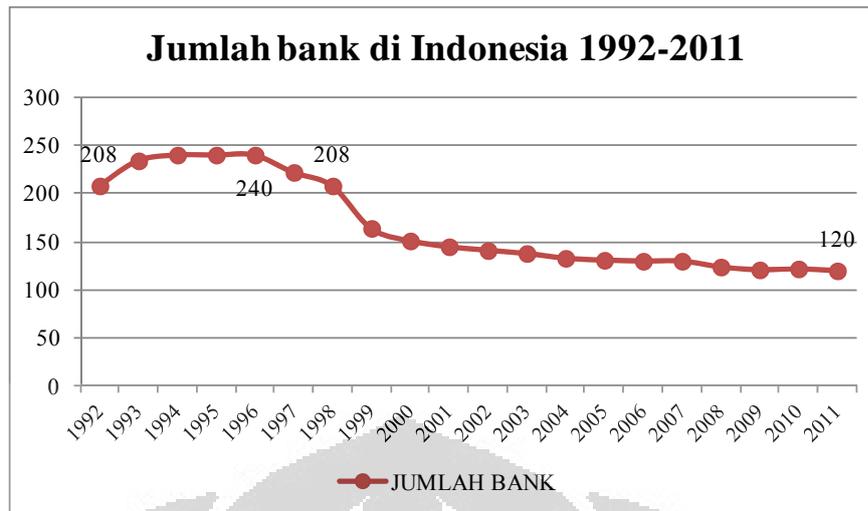
## 4.2 Analisis Industri

Setelah melakukan analisis terhadap perekonomian makro Indonesia, tahap selanjutnya dalam melakukan analisis fundamental adalah analisis industri perbankan dimana PT. Bank Rakyat Indonesia berada. Analisis industri ini bertujuan untuk menilai pengaruh dari tingkat pertumbuhan dan persaingan dalam industri perbankan berada terhadap tingkat profitabilitas di masa datang, serta untuk mengetahui tingkat risiko usaha dalam industri tersebut. Hal ini sangat penting dilakukan mengingat tidak mungkin perusahaan itu mempunyai kinerja yang baik apabila industrinya mengalami masalah.

### 4.2.1 Analisis Industri Perbankan Indonesia

Secara umum industri perbankan dapat dikategorikan sebagai industri siklikal dimana kinerja industri sangat bergantung pada kondisi ekonomi. Perusahaan yang berada dalam kategori ini akan mengalami perubahan dalam tingkat pengembalian (*return*) yang lebih besar dari perubahan yang terjadi dalam pasar secara keseluruhan. Perusahaan yang terdapat dalam industri ini juga akan memiliki nilai beta yang tinggi.

Industri perbankan Indonesia mengalami proses naik dan turun dikaitkan dengan kondisi perekonomian dan kebijakan pemerintah pada sektor ini. Pada tahun-tahun sebelum krisis terjadi, jumlah bank yang beroperasi di Indonesia sangat banyak. Hal ini didukung dengan kebijakan deregulasi perbankan pada tahun 1988 yang antara lain mempermudah persyaratan pendirian bank oleh masyarakat. Seiring dengan krisis moneter yang melanda Indonesia, jumlah bank yang beroperasi pun mengalami penurunan. Hal ini lebih disebabkan karena banyaknya kredit macet dan ketidakmampuan bank untuk mengatasi *spread* antara tingkat suku bunga pinjaman dan tingkat suku bunga kredit yang tinggi.



Gambar 4.6 Jumlah bank di Indonesia tahun 1992-2011

Sumber : Bank Indonesia (diolah)

Banyaknya bank yang beroperasi sampai dengan tahun 2011 seperti data yang dilihat di atas, menyebabkan jumlah penghimpunan dana dan jumlah kredit yang disalurkan pun meningkat dengan cepat. Jumlah penghimpunan dana mengalami peningkatan sebesar 19,1 persen yaitu dari Rp 2.338,8 triliun pada 2010 menjadi Rp 2.784,9 triliun pada akhir 2011. Sedangkan jumlah kredit yang diberikan oleh seluruh bank umum di Indonesia pun mengalami peningkatan. Tercatat jumlah kredit yang diberikan sampai dengan Desember 2011 mencapai Rp 2.200,1 triliun atau sekitar 24,6 persen lebih besar dibandingkan dengan kredit yang diberikan pada tahun 2010 yaitu sebesar Rp 1.765,8 triliun.

Secara umum kondisi perbankan Indonesia pada tahun 2011 masih tetap stabil di tengah perlambatan ekonomi global dan berlarutnya penyelesaian krisis utang Eropa. Hal itu tercermin dari indikator utama perbankan yang menunjukkan perkembangan yang tetap solid. CAR pada tahun 2011 tercatat sebesar 16,05 persen, jauh berada di atas level minimal yang ditetapkan Bank Indonesia (8 persen). Sementara itu, kualitas kredit cukup terkendali, tercermin dari kondisi kredit bermasalah (NPL) pada tahun 2011 yang relatif rendah yaitu 2,17 persen. Indikator kinerja perbankan lain yaitu ROA relatif masih tinggi yaitu mencapai 3,03 persen pada akhir 2011, dengan NIM tetap stabil pada level 5,91 persen.

Tabel 4.2 Indikator Kinerja Perbankan tahun 2007-2011

Indikator	2007	2008	2009	2010	2011
Aktiva Produktif (Rp Miliar)	1.852	2.242	2.464	2.832	3.426
Rasio <i>Non Performing Earning Asset</i> (%)	2,38	2,37	2,3	1,86	1,53
Kredit (Rp Miliar)	1.002	1.308	1.438	1.766	2.200
Rasio <i>Non Performing Loan</i> (%)	4,07	3,2	3,31	2,56	2,17
CAR (%)	19,3	16,76	17,42	17,18	16,05
ROA (%)	2,78	2,33	2,6	2,86	3,03
LDR (%)	66,32	74,58	72,88	5,21	78,77
NIM (%)	5,7	5,66	5,56	5,73	5,91

Sumber : Bank Indonesia

Sementara penyaluran kredit ke sektor-sektor produktif terlihat menunjukkan peningkatan, seperti ke sektor-sektor seperti jasa dunia usaha, sektor listrik, air dan gas (LAG) dan sektor industri pengolahan meningkat seperti pada tabel 4.3 dibawah ini.

Tabel 4.3 Penerima dana perbankan berdasarkan sektor 2007-2011

SEKTOR	2007	2008	2009	2010	2011
Pertanian, perburuan dan sarana pertanian	56.901	67.202	77.412	90.999	114.725
Pertambangan	26.212	32.215	42.894	61.365	87.780
Perindustrian	205.610	271.187	247.440	275.404	344.597
Listrik, gas dan air	7.920	18.475	24.560	34.116	45.841
Konstruksi	44.088	58.753	64.225	63.500	75.395
Perdagangan, restoran dan hotel	216.874	259.632	301.382	339.639	405.442
Pengangkutan, pergudangan dan komunikasi	36.807	62.579	73.213	75.142	95.206
Jasa Dunia usaha	109.748	152.302	150.843	179.398	224.146
Jasa sosial/masyarakat	13.882	15.747	17.038	44.232	57.980
Lain-lain	283.970	369.596	438.923	602.049	748.983
<b>Jumlah</b>	<b>1.002.012</b>	<b>1.307.688</b>	<b>1.437.930</b>	<b>1.765.844</b>	<b>2.200.095</b>

Sumber : Bank Indonesia

#### 4.2.2 Analisis Perbankan Mikro di Indonesia

Perbankan mikro (*microbanking*) merupakan layanan perbankan yang memfokuskan diri pada pembiayaan usaha mikro, kecil dan menengah (UMKM).

Seperti diketahui, UMKM saat ini disebut memegang peranan penting dalam perekonomian Indonesia. Selain menyerap tenaga kerja yang besar, saat ini UMKM disebut sebagai ujung tombak stabilisator dan penopang pertumbuhan perekonomian Indonesia.

Pada tahun 1997, ketika krisis mengguncang Indonesia dan banyak usaha besar gulung tikar karena terkena badai krisis, namun UMKM tetap bertahan. Hal ini bisa disebabkan banyak hal, diantaranya : **Pertama**, sebagian besar UMKM menghasilkan barang-barang konsumsi (*consumer goods*), khususnya yang tidak tahan lama (*non-durable consumer goods*). Kelompok barang ini dicirikan oleh elastisitas permintaan terhadap perubahan pendapatan (*income elasticity of demand*) yang relatif rendah. Artinya, seandainya terjadi peningkatan pendapatan masyarakat, permintaan atas kelompok barang ini tak akan meningkat banyak; sebaliknya, jika pendapatan masyarakat merosot sebagai akibat dari krisis sebagaimana yang terjadi dalam lima tahun terakhir ini maka permintaan tak akan banyak berkurang. Dengan demikian secara rata-rata tingkat kemunduran usaha kecil tidak separah yang dialami oleh kebanyakan usaha besar. **Kedua**, mayoritas UMKM lebih mengandalkan pada *non-banking financing* dalam aspek pendanaan usaha. Hal ini terjadi karena akses UMKM pada fasilitas perbankan sangat terbatas. Maka ketika sektor perbankan terpuruk akibat krisis, UMKM tak banyak terpengaruh. **Ketiga**, pada umumnya usaha kecil melakukan spesialisasi produksi yang ketat dalam artian hanya memproduksi barang atau jasa tertentu saja (kebalikan dari konglomerasi) dikarenakan modal yang terbatas. Di lain pihak, mengingat struktur pasar yang dihadapi UKM mengarah pada persaingan sempurna (banyak produsen dan banyak konsumen), tingkat persaingan sangatlah ketat. Akibatnya, jumlah pemain yang keluar dari arena usaha relatif banyak, namun pemain baru yang masuk pun cukup banyak pula, sehingga secara netto jumlah pelaku tidak akan mengalami pengurangan ataupun penambahan yang berarti. Spesialisasi dan struktur pasar persaingan sempurna inilah yang membuat usaha kecil cenderung lebih fleksibel dalam memilih dan berganti jenis usaha, apalagi mengingat bahwa usaha kecil tidak membutuhkan kecanggihan teknologi dan kualitas sumber daya manusia yang tinggi.

Dilihat dari sektor perekonomian makro, UMKM juga berperan dalam penciptaan PDB Indonesia Pada tahun 2010 PDB UMKM sebesar 3.466,4 miliar meningkat sekitar 15,8 persen dari tahun 2009. Jumlah PDB UMKM tersebut memberikan kontribusi sebesar 57,1 persen terhadap penciptaan PDB Indonesia sebesar Rp 6.068,8 miliar. Kontribusi yang besar ini dikarenakan UMKM memiliki keunggulan dalam bidang usaha yang memanfaatkan sumber daya alam dan sektor-sektor tersier seperti pertanian tanaman bahan makanan, perkebunan, peternakan, dan perikanan, perdagangan, hotel dan restoran.

Tabel 4.4 Pertumbuhan PDB Atas Harga Berlaku Berdasarkan Jenis Usaha tahun 2007-2010 (Miliar Rupiah)

JENIS USAHA	TAHUN 2007		TAHUN 2008		TAHUN 2009		TAHUN 2010	
	JUMLAH	(%)	JUMLAH	(%)	JUMLAH	(%)	JUMLAH	(%)
<b>Usaha Mikro</b>	1.209,6	32,3	1.510,1	32,2	1.751,6	33,1	2.051,9	33,8
<b>Usaha Kecil</b>	386,4	10,3	472,9	10,1	528,2	10,0	597,8	9,9
<b>Usaha Menengah</b>	511,8	13,7	630,3	13,4	713,3	13,5	816,7	13,5
<b>UMKM</b>	<b>2.107,9</b>	<b>56,3</b>	<b>2.613,3</b>	<b>55,7</b>	<b>2.993,2</b>	<b>56,5</b>	<b>3.466,4</b>	<b>57,1</b>
<b>Usaha Besar</b>	<b>1.637,7</b>	<b>43,7</b>	<b>2.080,6</b>	<b>44,3</b>	<b>2.301,7</b>	<b>43,5</b>	<b>2.602,4</b>	<b>42,9</b>
<b>PDB Nasional</b>	<b>3.745,5</b>		<b>4.693,9</b>		<b>5.294,9</b>		<b>6.068,8</b>	

Sumber : BPS, Kementerian Koperasi dan UKM (diolah)

Dalam hal penyerapan tenaga kerja, UMKM juga memiliki peran yang penting dalam menciptakan lapangan pekerjaan. Tercatat pada tahun 2010 UMKM dapat menyerap kurang lebih 99,4 juta orang, sekitar 97,2 persen dari total tenaga kerja yang diserap. Sedangkan usaha besar pada tahun yang sama hanya menyerap 2,8 juta orang yaitu sekitar 2,8 persen (Tabel 4.5).

Tabel 4.5 Pertumbuhan penyerapan tenaga kerja berdasarkan jenis usaha tahun 2007-2010 (juta orang)

JENIS USAHA	TAHUN 2007		TAHUN 2008		TAHUN 2009		TAHUN 2010	
	JUMLAH	(%)	JUMLAH	(%)	JUMLAH	(%)	JUMLAH	(%)
Usaha Mikro	84,5	90,8	87,8	90,7	90,0	91,0	93,0	91,0
Usaha Kecil	3,3	3,5	3,5	3,6	3,5	3,6	3,6	3,6
Usaha Menengah	2,8	3,0	2,7	2,8	2,7	2,7	2,8	2,7
UMKM	90,5	97,3	94,0	97,2	96,2	97,3	99,4	97,2
Usaha Besar	2,5	2,7	2,8	2,8	2,7	2,7	2,8	2,8
Tenaga Kerja	93,0		96,8		98,9		102,2	

Sumber : Sumber : BPS, Kementerian Koperasi dan UKM (diolah)

Salah satu hambatan yang dialami oleh sektor UMKM adalah dalam hal memperoleh akses dana perbankan dan sering dibiayai melalui program pemerintah yang cenderung bersifat subsidi atau sumber dana relatif murah dari para donor. Dalam perkembangannya, penyaluran kredit UMKM semakin lama semakin meningkat sejalan dengan meningkatnya portofolio perbankan untuk pemberian kredit UMKM. Pada tahun 2007 kredit yang diberikan kepada sektor UMKM sebesar Rp 502,8 triliun atau setara dengan 50,2 persen dari total kredit perbankan nasional. Angka ini meningkat sampai dengan 129 persen pada tahun 2011 menjadi Rp 1.151,4 triliun atau sekitar 52,3 persen dari total kredit perbankan nasional.

Tabel 4.6 Kredit Perbankan dan Kredit UMKM Tahun 2007-2011 (Miliar Rupiah)

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Kredit Perbankan</b>	<b>1.002.012</b>	<b>1.307.688</b>	<b>1.437.930</b>	<b>1.765.845</b>	<b>2.200.094</b>
Kredit UMKM	502.796	633.945	737.385	926.782	1.151.392
Pangsa (%)	50,2	48,5	51,3	52,5	52,3
<b>Total</b>	<b>502.796</b>	<b>1.941.681</b>	<b>2.175.366</b>	<b>2.692.679</b>	<b>3.351.538</b>

Sumber : Bank Indonesia

Berdasarkan data statistik yang dikeluarkan Bank Indonesia pada bulan Januari 2012, jumlah kredit yang diberikan kepada sector UMKM hanya sebesar Rp 458,2 miliar atau hanya 20,8 persen dari total kredit perbankan. Hal ini imbas langsung dari perubahan definisi kategori kredit UMKM oleh BI. Kategori kredit

UMKM di perbankan kini tidak lagi berdasarkan besar plafon yakni sampai Rp 5 miliar. Kategori kredit UMKM sekarang mengacu pada Undang-Undang Nomor 20/2008 tentang UMKM, yaitu kredit yang mengalir ke usaha produktif. Pengetatan kategori UMKM ini bertujuan agar perbankan lebih fokus menyalurkan kredit produktif, dimana terdapat gejala tingginya kredit konsumtif ketimbang kredit produktif terjadi di semua kelompok bank. Pada tahun 2011, pinjaman kredit kepada UMKM sebesar Rp 1.151.392 miliar tersebut sekitar dari 37,1% untuk kebutuhan modal kerja, 10,2% untuk kebutuhan investasi, dan 52,7% untuk konsumsi (termasuk kredit tanpa agunan).

Tabel 4.7 Pinjaman Usaha Mikro, Kecil dan Menengah berdasarkan kategori dari Bank Sentral (Miliar Rupiah)

Purpose of Loan Tujuan Pinjaman	2007	2008	2009	2010	2011
Modal Kerja	204.765	247.442	279.264	353.218	427.154
Investasi	44.578	54.209	63.762	84.590	117.247
Konsumsi	253.453	332.294	394.359	488.974	606.991
<b>Total</b>	<b>502.796</b>	<b>633.945</b>	<b>737.385</b>	<b>926.782</b>	<b>1.151.392</b>

Sumber : Bank Indonesia

Kredit perbankan kepada sector UMKM ini dapat dikatakan pada kondisi yang cukup bagus. Hal ini bisa dilihat dari *Non Performing Loan* (NPL) kredit UMKM yang terus mengalami penurunan sejak tahun 2007. Pada tahun 2011 sebesar Rp 26,1 miliar atau sekitar 2,27 persen dari total kredit yang diberikan.

Tabel 4.8 *Non Performing Loan* (NPL) Kredit UMKM Tahun 2007-2011

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Kredit UMKM</b>	<b>502.796,0</b>	<b>633.945,0</b>	<b>737.385,0</b>	<b>926.782,0</b>	<b>1.151.392,0</b>
NPL (Nominal)	17.581,0	18.803,0	22.720,0	24.075,0	26.115,0
NPL (%)	3,50	2,97	3,08	2,60	2,27

Sumber : Bank Indonesia

#### 4.2.3 Kebijakan Pemerintah terkait Industri Perbankan Mikro

Kebijakan pemerintah terhadap industri perbankan secara umum diatur dalam Undang-Undang No. 7 Tahun 1992 tentang Perbankan dan perubahannya

dalam Undang-Undang No 10 tahun 1998. Dalam peraturan perundang-undangan tersebut disebutkan bahwa dalam system perbankan Indonesia terdapat 2 (dua jenis) bank, yaitu bank umum dan Bank Perkreditan Rakyat.

Bank umum menawarkan produk keuangan yang lengkap. Mereka memiliki akses pada sistem pembayaran dan menyediakan jasa-jasa perbankan pada umumnya, serta jasa pertukaran mata uang asing. Bank umum diharuskan memiliki modal disetor sebesar Rp 3 triliun untuk Bank Umum Konvensional dan Rp 1 triliun untuk Bank Umum Syariah. Kategori bank kedua adalah Bank Perkreditan Rakyat (BPR). Pendirian untuk modal disetor adalah Rp. 50 juta, ketentuan ini ditingkatkan pada tahun 1999 menjadi Rp 500 juta (USD 50,000) untuk area lokal. Persyaratan modal minimum juga ditingkatkan untuk BPR yang beroperasi di daerah Jakarta, dari Rp 50 juta menjadi Rp 5 Miliar, dan untuk ibukota propinsi sebesar Rp 2 Miliar.

Kebijakan perbankan Indonesia terkait penyaluran kredit UMKM tertuang dalam Undang-Undang No 6 Tahun 2009 tentang Bank Indonesia. Dalam peraturan perundangan tersebut disebutkan bahwa BI dalam mendorong pengembangan UMKM mengalami perubahan yaitu BI tidak lagi memberikan bantuan berupa kredit namun mengarah kepada kebijakan untuk menjembatani kesenjangan informasi (*asymmetric information*) antara UMKM dengan perbankan dalam rangka meningkatkan akses keuangan UMKM kepada perbankan. Kebijakan BI tersebut secara garis besar terbagi atas kebijakan dari Sisi Permintaan dan dari Sisi Penawaran.

Sisi Permintaan yaitu upaya peningkatan kelayakan dan kapabilitas UMKM sehingga mampu memenuhi persyaratan dari perbankan (*bankable*). Upaya tersebut dilakukan melalui penelitian terkait UMKM, pelatihan atau pemberian bantuan teknis, penyediaan informasi, dan koordinasi dengan pemerintah.

Sisi penawaran berupa upaya penguatan infrastruktur keuangan untuk meningkatkan akses pembiayaan oleh pelaku UMKM berupa kegiatan sebagai berikut:

1. Memfasilitasi percepatan pendirian Perusahaan Penjaminan Kredit Daerah melalui partisipasi dalam sosialisasi PMK No. 99/PMK.010/2011

tentang Perubahan atas PMK No. 222/PMK.010/2008 tentang Perusahaan Penjaminan Kredit dan Perusahaan Penjaminan Ulang Kredit, yang dikoordinasikan oleh Kementerian Keuangan-Bapepam LK, Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian, Kementerian Koperasi dan UKM, dan Kementerian Dalam Negeri.

2. Merencanakan pendirian Lembaga Pemeringkat UMKM dalam rangka persiapan menghadapi Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) 2015 sebagai *multi years project* sejak tahun 2010.

Selain mengatur mengenai pengembangan kredit UMKM, pemerintah juga membuat kebijakan mengenai system perkreditan mikro. Pada tanggal 5 November 2007, Presiden RI Susilo Bambang Yudhoyono meluncurkan Kredit Usaha Rakyat (KUR) dengan maksud untuk meningkatkan kemampuan Usaha Mikro, Kecil dan Menengah (UMKM) dan Koperasi yang layak namun mengalami kesulitan dalam menyediakan agunan dalam mengakses kredit/pembiayaan perbankan. Untuk membantu UMKM dan Koperasi yang mengalami kesulitan agunan, pemerintah menyediakan dana penjaminan melalui pola Penyertaan Modal Negara (PMN) sebesar Rp 1,45 triliun kepada PT Askrido dan Perum Jamkrindo. Selanjutnya, pada tahun 2009 program ini dilanjutkan dengan menambah Penyertaan Modal Negara sebesar Rp 500 milyar. Selain itu pemerintah juga menyediakan APBN dalam bentuk belanja subsidi Imbal Jasa Penjaminan (IJP) sebesar 1,5% dari 70% yang seharusnya dibayar oleh UMKM dan Koperasi. Melalui kebijakan penjaminan tersebut, pemerintah dapat membantu UMKM dan Koperasi mengakses kredit sebesar 10 kali lipat atau sebesar Rp 19,5 triliun.

Untuk menjamin kebijakan KUR, Pemerintah melakukan koordinasi dengan stakeholder dan membuat nota kesepahaman bersama dengan Bank Indonesia, Bank BRI, Bank Mandiri, Bank BNI, Bank Bukopin, Bank Syariah Mandiri dan Bank BTN dan PT Askrido serta Perum Jamkrindo, menerbitkan ketentuan pelaksanaan dalam bentuk Peraturan Menteri, Standar Operasional Prosedur (SOP) dan membentuk Komite Kebijakan Penjaminan yang dikoordinir oleh Menteri Koordinator Bidang Perekonomian.

Tabel 4.9 Tugas dan fungsi stakeholder KUR

STAKEHOLDER	FUNGSI
PEMERINTAH	
Kementerian Keuangan	a. Membantu dan mendukung pelaksanaan pemberian/kredit/pembiayaan berikut penjaminan kredit/pembiayaannya kepada UMKM dan koperasi b. Mempersiapkan UMKM dan Koperasi yang melakukan usaha produktif yang bersifat individu, kelompok, kemitraandan/atau cluster untuk dapat dibiayai dengan kredit/pembiayaan c. Menetapkan kebijakan dan prioritas bidang usaha yang akan menerima jaminan kredit/pembiayaan d. Melakukan pembinaan dan pendampingan selama masa kredit/pembiayaan e. Memfasilitasi hubungan antara UMKM dan Koperasi dengan pihak lainnya seperti perusahaan inti/off taker yang memberikan kontribusi dukungan kelancaran usaha
Kementerian Pertanian	
Kementerian Kehutanan	
Kementerian Kelautan dan Perikanan	
Kementerian Perindustrian	
Kementerian KUKM	
PERBANKAN	
BRI, Bank Mandiri, BNI, BTN, Bukopin, Bank Syariah Mandiri	Melakukan penilaian kelayakan usaha dan memutuskan pemberian kredit/pembiayaan sesuai dengan ketentuan yang berlaku
PERUSAHAAN PENJAMINAN KREDIT	
PT Askrindo dan Perum Sarana Pengembangan Usaha	Memberikan persetujuan penjaminan atas kredit/pembiayaan yang diberikan perbankan sesuai ketentuan asuransi

Sumber : Kementerian Koperasi dan UKM

KUR adalah Kredit Modal Kerja (KMK) dan atau Kredit Investasi (KI) dengan plafon kredit sampai dengan Rp500 juta yang diberikan kepada usaha mikro, kecil, menengah dan koperasi (UMKM-K) yang memiliki usaha produktif yang akan mendapat penjaminan dari Perusahaan Penjamin. UMK & K harus merupakan usaha produktif yang layak2 (feasible), namun belum bankable. KUR mensyaratkan bahwa agunan pokok kredit adalah proyek yang dibiayai. Namun karena agunan tambahan yang dimiliki oleh UMKM-K pada umumnya kurang, maka sebagian di-cover dengan program penjaminan. Besarnya *coverage*

penjaminan maksimal 70 % dari plafond kredit. Sumber dana KUR sepenuhnya berasal dari dana komersial Bank.

#### 4.2.4 Kondisi Persaingan dalam Sektor Perbankan Mikro

Kondisi persaingan dalam industri perbankan khususnya di sektor mikro mengalami peningkatan setiap tahunnya. Hal ini tidak lepas dari semakin berkembangnya peranan UMKM sebagai target pasar industri perbankan mikro. Persaingan ini dapat dilihat dari makin banyaknya jumlah kredit yang disalurkan melalui bank umum, baik bank persero, bank swasta nasional, bank pembangunan daerah maupun bank asing dan campuran. Pada tahun 2011, tercatat porsi kredit UMKM paling banyak diberikan oleh bank swasta yaitu sebesar 44,5 persen dengan total kredit Rp 521,6 miliar, dimana jumlah kredit ini meningkat 26,6 persen dari tahun sebelumnya. Sedangkan bank persero, dimana BRI termasuk di dalamnya, mencatat porsi kredit sebesar 36,1 persen dengan total kredit sebesar Rp 415,6 miliar.

Tabel 4.10 Kredit UMKM Menurut Kelompok Bank Tahun 2007-2011

Jenis Bank	2007	2008	2009	2010	2011
Bank Persero	176.740	230.152	285.134	343.990	415.623
BPD	67.774	87.655	107.675	126.561	155.024
Bank Swasta	238.211	290.731	315.369	404.986	512.566
Bank Asing dan Campuran	20.073	25.406	29.208	51.246	68.180

Sumber : Bank Indonesia

Dalam mengevaluasi kondisi persaingan dalam sektor perbankan mikro ini digunakan konsep yang telah dikembangkan oleh Porter dengan *Five Forces*-nya. Ada 5 (lima) kekuatan yang mempengaruhi profitabilitas yaitu : persaingan diantara perusahaan yang ada, kekuatan tawar menawar pemasok, kekuatan tawar menawar pembeli, ancaman dari produk pengganti dan masuknya pendatang baru.

##### 4.2.4.1 Persaingan Diantara Bank yang Ada

Secara umum pembiayaan bank kepada usaha mikro, kecil dan menengah dapat dikategorikan melalui 2 (dua) jalur, yaitu melalui bank umum dan bank perkreditan rakyat (BPR). Persaingan antar bank umum dan BPR juga sangat ketat, terutama dalam hal penghimpunan dana konsumen. Namun persaingan yang

mencolok terjadi antar bank umum dalam sektor perbankan mikro itu sendiri. Selain atas mandat sosial untuk mengembangkan usaha mikro, kecil dan menengah, bank-bank umum juga bersaing untuk alasan komersial yaitu untuk mendapatkan keuntungan. BRI, Bank Mandiri, Bank Bukopin dan Bank Danamon adalah beberapa nama bank yang bergerak pada sektor perbankan mikro ini.

### **1. Bank Rakyat Indonesia (BRI)**

BRI merupakan bank pertama di Indonesia yang focus pada pembiayaan sektor mikro. Persyaratan kredit pada BRI tidak berdasarkan sektor tetapi berdasarkan kemampuan nasabah membayar kembali pinjamannya dan peluang keuntungan bisnis. Kredit kepada sektor UMKM di BRI mencapai rasio 80,17 persen dibandingkan dengan kredit korporasi. Kredit yang disalurkan untuk UMKM sebesar Rp 245,7 triliun naik sebesar 17,2 persen dibandingkan tahun 2010 sebesar Rp 209,6 triliun.

### **2. Bank Mandiri**

Bank Mandiri merupakan salah satu pesaing terberat BRI dalam bisnis perbankan mikro. Bank Mandiri menyediakan pembiayaan bagi nasabah yang membutuhkan Kredit Investasi (KI) dan atau Kredit Modal Kerja (KMK) untuk pengembangan usaha produktif maupun konsumtif skala mikro.

Pada tahun 2011 Bank Mandiri telah menyalurkan kredit kepada sektor UMKM hingga Rp 11,8 triliun atau sekitar 14,5 persen dari total kredit retail yang disalurkan oleh Bank Mandiri. Jumlah kredit tersebut naik sebesar 62,1 persen dari tahun sebelumnya sebesar Rp 7,3 triliun. Disamping menyalurkan kredit kepada sektor UMKM, dalam kaitannya dengan pengembangan sektor mikro Bank Mandiri juga turut menyalurkan pembiayaan khusus dengan skema penjaminan pemerintah, yaitu melalui penyaluran Kredit Usaha Rakyat (KUR) dengan limit penyaluran Kredit Usaha Rakyat (KUR) mencapai Rp7,0 triliun.

Sebagai upaya untuk meningkatkan pengumpulan dana masyarakat melalui peningkatan kenyamanan bertransaksi, Bank Mandiri terus mengembangkan jaringan kantor cabang, *electronic channels*, maupun jaringan layanan lainnya. Hingga Desember 2011, Bank Mandiri telah menambah 167 unit

kantor cabang sehingga menjadi 1.537 unit (termasuk KCP Mikro) dari 1.370 unit pada 2010, penambahan 2.500 unit ATM sehingga menjadi 8.996 unit, menambah *Electronic Data Capture* (EDC) menjadi 92.903 unit, dan 941 jaringan bisnis mikro sehingga menjadi 1.941 unit.

### 3. Bank Bukopin

Bank Bukopin merupakan salah satu bank swasta di Indonesia yang fokus pada segmen Usaha, Mikro, Kecil, dan Menengah. Disamping segmen UKMK yang sejak tahun 2008 telah dipilah menjadi segmen Perbankan Mikro dan segmen perbankan Usaha Kecil, Menengah dan Koperasi (UKMK), Bank Bukopin juga melayani segmen Perbankan Konsumer dan segmen Perbankan Komersial.

Pada tahun 2011 Bank Bukopin membukukan pertumbuhan laba bersih sebesar 50% dari Rp 493 miliar pada Desember 2010 menjadi Rp 738 miliar di akhir 2011. Pertumbuhan sebesar itu dihasilkan dari peningkatan penyaluran kredit yang signifikan sehingga menghasilkan kenaikan pendapatan bunga bersih yang tinggi pula. Per Desember 2011 komposisi kredit Bank Bukopin didominasi oleh kredit UKM termasuk kredit pengadaan pangan melalui Bulog dan kredit mikro. Segmen tersebut tercatat memberikan kontribusi sebesar 57,27% atau Rp 21,01 triliun dari total kredit Rp 40,75 triliun yang disalurkan oleh Bank Bukopin. Sementara segmen komersial memberikan kontribusi sebesar 33,63% atau Rp 13,702 triliun dan segmen konsumer tercatat 9,11% atau Rp 3.710 triliun.

Peningkatan jumlah kredit UKM di atas tidak lepas dari peranan produk mikro banking yang ditawarkan oleh Bank Bukopin yaitu Swamitra. Swamitra adalah nama dari suatu bentuk kerjasama/kemitraan antara Bank Bukopin dengan Koperasi untuk mengembangkan serta memodernisasi usaha simpan pinjam melalui pemanfaatan jaringan teknologi (network) dan dukungan sistem manajemen sehingga memiliki kemampuan pelayanan transaksi keuangan yang lebih luas, dengan tetap memperhatikan peraturan Perundang-Undangan yang berlaku. Salah satu yang diunggulkan dalam program Swamitra ini adalah penggunaan *system real time online* memungkinkan suatu transaksi dilakukan di gerai Swamitra dimana saja.

#### **4. Bank Danamon**

Bank Danamon mempunyai visi, peduli membantu jutaan orang untuk mencapai kesejahteraan. Salah satunya dengan menyalurkan dana kepada sektor UMKM melalui Program Danamon Simpan Pinjam (DSP). Sampai dengan saat ini lebih dari 600 ribu masyarakat di sektor UMKM yang telah mendapatkan pembinaan dalam mengakses perbankan sebagai pintu gerbang menuju kesejahteraan. Pada 2011, Bank Danamon berhasil menyalurkan kredit hingga Rp101,7 triliun atau meningkat 23% dari Rp 82,7 triliun di akhir tahun sebelumnya. Peningkatan penyaluran pinjaman didorong kredit Usaha Mikro Kecil dan Menengah (UMKM) yang meningkat 27% atau Rp14,2 triliun.

##### **4.2.4.2 Kekuatan Tawar Menawar Pembeli**

Pembeli dalam industri perbankan adalah para pengguna jasa perbankan. Dalam penyaluran kredit mikro, pengguna jasa perbankan mikro adalah para pengusaha mikro, kecil dan menengah yang membutuhkan dana untuk keperluan mengembangkan usahanya. UMKM seringkali menghadapi beberapa masalah dalam pengajuan kredit perbankan, diantaranya 1) Prosedur dan persyaratan perbankan yang terlalu rumit sehingga pinjaman yang diperoleh tidak sesuai kebutuhan baik dalam hal jumlah maupun waktu; 2) Kebanyakan perbankan masih menempatkan agunan material sebagai salah satu persyaratan dan cenderung mengesampingkan kelayakan usaha; 3) Tingkat bunga yang dibebankan dirasakan masih tinggi; 4) Kurangnya pembinaan, khususnya dalam manajemen keuangan, seperti perencanaan keuangan, penyusunan proposal dan lain sebagainya, sehingga meskipun dimasa lalu pemerintah telah memberikan berbagai skim kredit bagi UMKM tetap saja skim-skim kredit tersebut tidak terjangkau.

Melihat kondisi diatas dapat disimpulkan ada beberapa factor yang menjadi pertimbangan pengusaha UMKM untuk memilih bank terkait pengajuan kredit mikronya, yaitu :

- 1) Prosedur dan persyaratan pengajuan kredit. Pengusaha akan memilih bank yang prosedur dan persyaratannya mudah dan tidak membutuhkan

waktu yang lama sehingga dana pinjaman dapat dicairkan sesuai kebutuhan

- 2) Agunan. Dalam Nota Kesepakatan Kredit Usaha Rakyat (KUR) sudah disebutkan bahwa agunan pengajuan kredit adalah tempat usaha yang dibiayai. Namun pengusaha UMKM akan lebih memilih bank yang juga menilai kelayakan usaha selain menilai aset tempat usahanya.
- 3) Tingkat bunga yang dibebankan. Dalam Nota Kesepakatan Kredit Usaha Rakyat hanya disebutkan range bunga maksimal per bulan, sedangkan untuk bunga kredit yang berlaku tetap diserahkan kepada kebijakan masing-masing bank. Oleh karena itu, semakin rendah bunga yang dibebankan, maka akan semakin tinggi pula keinginan pengusaha untuk mengajukan kredit di bank tersebut
- 4) Pembinaan pasca pengajuan kredit. Faktor yang tidak boleh dilupakan adalah pembinaan dan pendampingan oleh bank kepada para pengusaha UMKM khususnya terkait manajemen keuangan agar dana yang disalurkan tersebut dapat tepat guna dalam pengembangan usaha.

#### **4.2.4.3 Kekuatan Tawar Menawar Pemasok**

Pemasok pada industri perbankan adalah para pemilik dana yang ingin menanamkan dananya pada suatu bank. Dalam pembiayaan mikro sumber dana terbesar adalah dukungan pemerintah dan dana yang dihimpun bank secara regular, karena tidak ada penghimpunan dana yang secara khusus diperuntukkan mikrobanking. Ada beberapa factor yang menentukan besarnya dana yang ditempatkan nasabah pada suatu bank, yaitu :

- 1) Keamanan, yaitu keyakinan nasabah bahwa dana yang disimpan di bank itu aman dan dapat kembali kepadanya setiap saat ketika dibutuhkan
- 2) Tingkat bunga yang ditawarkan, semakin tinggi tingkat bunga yang ditawarkan oleh bank maka akan semakin besar pula minat nasabah untuk menyimpan dananya di bank tersebut
- 3) Kualitas pelayanan yang baik disesuaikan dengan kebutuhan dan keinginan nasabah, termasuk pemberian insentif berupa hadiah atau undian bagi nasabah yang setia.

#### 4.2.4.4 Ancaman dari Produk Pengganti

Ancaman dari produk pengganti bagi industri perbankan berasal dari produk-produk yang dimiliki oleh lembaga keuangan lainnya. Dalam pembiayaan mikro lembaga keuangan yang menjadi produk pengganti adalah produk yang ditawarkan oleh bank perkreditan rakyat (BPR). BPR merupakan lembaga keuangan mikro yang melayani segmen menengah pada pasar keuangan mikro, yang pada umumnya dipilih oleh nasabah yang tidak dapat menyediakan jaminan yang cukup untuk mengakses pinjaman di bank-bank umum. BPR pada umumnya memiliki kinerja keuangan yang rendah, manajemen yang lemah dan terus didorong oleh peraturan Bank Indonesia untuk melakukan pembiayaan yang konservatif serta memiliki jaminan. Lembaga keuangan kecil ini beroperasi pada tingkat lokal dan dimiliki oleh pihak swasta maupun pemerintah yang memiliki perbedaan di dalam kegiatannya.

Perkembangan BPR beberapa tahun ini berlangsung cukup pesat, tercatat pada tahun 2007 terdapat 1.817 BPR dengan 3.250 kantor dan terus berkembang hingga pada tahun 2011 mencapai 1.669 BPR dengan 4.172 kantor. Perkembangan BPR ini tidak lepas dari karakteristik yang dimiliki oleh BPR. Seperti halnya UMKM yang relatif tahan banting dan memiliki survivabilitas tinggi, BPR pun mampu menggali segenap keunggulan yang dimilikinya untuk kemudian bertahan dan tetap eksis sebagai mitra pelaku UMKM. Karakteristik BPR yang tidak dimiliki oleh bank umum adalah :

- 1) Kemampuan memahami kebutuhan pelanggan lebih baik
- 2) Pendekatan emosional dan pribadi yang sering dilakukan oleh petugas lapangan (*account officer*) terhadap nasabah dan debiturnya
- 3) Persyaratan yang fleksibel dan dinamis
- 4) kehandalan petugas lapangan untuk terjun hingga ke pelosok pasar dan kawasan padat penduduk dengan gaji/upah yang relatif rendah

Karakteristik di atas telah mampu memikat hati segmen UMKM untuk tidak mudah berpaling dari BPR meski mendapatkan tawaran bunga yang relatif jauh lebih murah dari bank umum/layanan mikro lain.

#### 4.2.4.5 Masuknya Pendatang Baru

Banyaknya cerita sukses segmen perbankan mikro mengilhami perbankan di Indonesia untuk beramai-ramai terjun ke segmen bisnis ini. Melihat kondisi seperti ini, ancaman dari masuknya bank baru yang bergerak dalam mikrobanking sangat besar. Ancaman ini tidak sepenuhnya berasal dari bank baru, namun lebih pada pelaku perbankan lainnya dengan membuka segmen bisnis baru dalam pembiayaan mikro.

Dari analisis terhadap kondisi persaingan menggunakan model lima kekuatan (*five force*) ini terdapat beberapa kesimpulan yang dapat diambil, yaitu :

- 1) Tingkat persaingan antar bank dalam pembiayaan mikro di masa datang akan semakin tinggi. Persaingan ini tidak hanya berasal dari lembaga keuangan seperti BPR, tetapi juga bank-bank umum yang berniat untuk membuka unit mikro.
- 2) Peluang usaha bagi pembiayaan mikro sangatlah besar. Potensi usaha mikro, kecil dan menengah di masa datang sangat besar mengingat eksistensi dan peranannya di perekonomian Indonesia. Didukung dengan kebijakan pemerintah untuk mengembangkan UMKM melalui KUR, diharapkan UMKM dapat terus berkembang

### 4.3 Analisis Perusahaan

Analisis perusahaan dilakukan dengan mencermati beberapa variabel financial, diantaranya pendapatan dan beban untuk menghitung required rate return yang diharapkan investor. Dengan mengetahui tingkat pengembalian yang diharapkan maka akan dapat diketahui berapa nilai intrinsic dari saham suatu perusahaan tersebut.

#### 4.3.1 Gambaran Umum Perusahaan

PT. Bank Rakyat Indonesia merupakan salah satu bank milik pemerintah yang terbesar di Indonesia. Fokus utama BRI adalah pada bisnis mikro, kecil dan menengah (UMKM). Dengan memanfaatkan jangkauan distribusi BRI di seluruh Indonesia, manajemen membagi proporsi target bisnis UMKM sebesar 80% dan Corporate sebesar 20%.

Pada awalnya Bank Rakyat Indonesia (BRI) didirikan di Purwokerto, Jawa Tengah oleh Raden Bei Aria Wirjaatmadja pada tanggal 16 Desember 1895. BRI berdiri dengan nama *Hulp-en Spaarbank der Inlandsche Bestuurs Ambtenaren* atau Bank Bantuan dan Simpanan Milik Kaum Priyayi yang berkebangsaan Indonesia (pribumi).

Pada periode setelah kemerdekaan RI, berdasarkan Peraturan Pemerintah No. 1 tahun 1946 Pasal 1 disebutkan bahwa BRI adalah sebagai Bank Pemerintah pertama di Republik Indonesia. Dalam masa perang mempertahankan kemerdekaan pada tahun 1948, kegiatan BRI sempat terhenti untuk sementara waktu dan baru mulai aktif kembali setelah perjanjian Renville pada tahun 1949 dengan berubah nama menjadi Bank Rakyat Indonesia Serikat. Pada waktu itu melalui PERPU No. 41 tahun 1960 dibentuklah Bank Koperasi Tani dan Nelayan (BKTN) yang merupakan peleburan dari BRI, Bank Tani Nelayan dan *Nederlandsche Maatschappij* (NHM). Kemudian berdasarkan Penetapan Presiden (Penpres) No. 9 tahun 1965, BKTN diintegrasikan ke dalam Bank Indonesia dengan nama Bank Indonesia Urusan Koperasi Tani dan Nelayan.

Setelah berjalan selama satu bulan, keluar Penpres No. 17 tahun 1965 tentang pembentukan bank tunggal dengan nama Bank Negara Indonesia. Dalam ketentuan baru itu, Bank Indonesia Urusan Koperasi, Tani dan Nelayan (eks BKTN) diintegrasikan dengan nama Bank Negara Indonesia unit II bidang Rural, sedangkan NHM menjadi Bank Negara Indonesia unit II bidang Ekspor Impor (Exim).

Berdasarkan Undang-Undang No. 14 tahun 1967 tentang Undang-undang Pokok Perbankan dan Undang-undang No. 13 tahun 1968 tentang Undang-undang Bank Sentral, yang intinya mengembalikan fungsi Bank Indonesia sebagai Bank Sentral dan Bank Negara Indonesia Unit II Bidang Rular dan Ekspor Impor dipisahkan masing-masing menjadi dua Bank yaitu Bank Rakyat Indonesia dan Bank Ekspor Impor Indonesia. Selanjutnya berdasarkan Undang-undang No. 21 tahun 1968 menetapkan kembali tugas-tugas pokok BRI sebagai bank umum.

Sejak 1 Agustus 1992 berdasarkan Undang-Undang Perbankan No. 7 tahun 1992 dan Peraturan Pemerintah RI No. 21 tahun 1992 status BRI berubah menjadi perseroan terbatas. Pada tanggal 10 November 2003, BRI menjadi

perusahaan publik dimana pemerintah divestasi 30% sahamnya kepada publik. Dengan mengontrol publik 43% dari saham, BRI, AOS saham secara aktif diperdagangkan di pasar modal. Hari ini, BRI berdiri sebagai bank yang kuat di tengah-tengah perekonomian Indonesia dari desa ke kota-kota.

Seiring dengan perkembangan dunia perbankan yang semakin pesat maka sampai saat ini Bank Rakyat Indonesia mempunyai unit kerja yang berjumlah 7.972 buah, yang terdiri dari 1 Kantor Pusat BRI, 18 Kantor Wilayah, 428 Kantor Cabang, 502 Kantor Cabang Pembantu, 4.849 Kantor BRI Unit, 870 Kantor Kas dan 1.304 Kantor Teras BRI.

#### 4.3.2 Kegiatan Bisnis PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk

BRI mempunyai lima kategori bisnis yaitu Bisnis Mikro, Kecil dan Menengah, Bisnis Konsumer, Bisnis Komersial, Bisnis Kelembagaan dan Bisnis Internasional dan Treasury.

##### 4.3.2.1 Bisnis Mikro, Kecil dan Menengah

Bisnis mikro, kecil dan menengah terdiri dari beberapa sektor bisnis, yaitu : Bisnis Mikro Kecil dan Menengah, Bisnis Ritel, Bisnis Program dan Unit Usaha Syariah.

Tabel 4.11 Segmentasi Bisnis UMKM BRI

Segmentasi Bisnis Mikro	Produk	Jenis
Bisnis Mikro	Simpanan	Tabungan Simpedes, Giro dan Deposito Berjangka
	Pinjaman	Kupedes, Kredit Usaha rakyat (KUR)
Bisnis Ritel Kecil	Pinjaman	Kredit Ritel Komersial dan Kredit Konsumer
Bisnis Program	Pinjaman	Kredit Program Bersubsidi, Kredit Program Komersial dan Kredit Program Chanelling
Unit Usaha Syariah	Tabungan	Giro Wadiah, Tabungan Mudharabah, Deposito Mudharabah

Sumber : Bank Rakyat Indonesia

### **1. Bisnis Mikro, Kecil dan Menengah**

Bisnis ini merupakan kekuatan utama BRI, bahkan BRI telah memegang peranan penting sebagai konsultan *microfinance internasional*. Untuk terus mempertahankan posisi utama dalam segmen ini, BRI menempuh strategi perluasan jangkauan pelayanan nasabah hingga ke pelosok negeri serta penetrasi ke kantong-kantong wilayah berpenduduk padat di perkotaan.

### **2. Bisnis Ritel/Kecil**

Bisnis ritel/kecil diperuntukkan bagi usaha skala kecil dan didominasi oleh berbagai produk pinjaman. BRI terus berupaya menyusun kebijakan usaha dan menyesuaikan strategi dan pemasaran produk, pembinaan dan pemantauan kredit guna memperluas bisnis disegmen ritel/kecil. Produk bagi segmen ini pada dasarnya dapat dibagi menjadi dua kelompok yaitu Kredit Ritel Komersial untuk modal dan investasi serta Kredit Konsumer berupa BriGuna Karya dan BriGuna Purna.

### **3. Bisnis Program**

BRI menyalurkan Kredit Program untuk kepentingan produktif baik modal kerja atau investasi sesuai kebijakan Pemerintah, serta untuk memberikan akses layanan perbankan kepada UMKM, mendukung program Ketahanan Pangan, Revitalisasi Perkebunan dan Penyediaan Bahan Baku Energi Nabati.

### **4. Bank Umum Syariah**

BRI Syariah terbentuk atas hasil spin-off Unit Usaha Syariah dan Bank Jasa Artha yang kemudian dikonversikan menjadi Bank Umum Syariah BRI. Saat ini BRI Syariah telah memiliki Kantor Cabang di 27 lokasi, serta KCP 18 unit. BRI Syariah menawarkan berbagai produk pinjaman dan tabungan sesuai ketentuan perbankan syariah.

#### **4.3.2.2 Bisnis Konsumer**

Saat ini BRI sedang berkonsentrasi melakukan penetrasi bisnis perbankan konsumer di wilayah perkotaan. Hal ini sejalan dengan komitmen BRI untuk

memperkuat image Perusahaan di wilayah urban. Penetrasi di kota-kota besar juga diikuti dengan peningkatan aktivitas bisnis di wilayah kota satelit Produk-produk bisnis perbankan konsumen antara lain :

1. Pinjaman berupa kartu kredit, Kredit Multi Guna (KMG), Kredit Pemilikan Rumah (KPR), Kredit Kendaraan Bermotor (KKB).
2. Pendanaan untuk pengembangan Dana Pihak Ketiga (DPK) berupa Simpanan BritAama, Giro dan Deposito.
3. BRI Prioritas, untuk meningkatkan customer loyalty dan customer retention, meningkatkan volume pendanaan dan meningkatkan fee-based income. BRI Prioritas merupakan produk layanan perbankan terpadu bersifat one stop services bagi nasabah dengan portfolio minimal Rp 500 juta.
4. E-banking BRI berupa *internet banking, prepaid card, mobile banking GPRS dan mobile services*.

#### **4.3.2.3 Bisnis Komersial**

BRI membagi target pasar bisnis komersial menjadi sektor agribisnis dan non agribisnis. Pembiayaan kredit bisnis komersial berkisar diantara Rp 50 miliar hingga Batas Maksimum Pemberian Kredit (BPMK).

Untuk sektor agribisnis, BRI telah berhasil mengembangkan Kredit Pengembangan Energi Nabati dan Revitalisasi Perkebunan (KPEN-RP) yang suku bunganya disubsidi Pemerintah selama perkebunan plasma belum menghasilkan dan disesuaikan setelah perkebunan produktif menghasilkan komoditas. Sedangkan untuk sektor non agribisnis, BRI memberikan layanan perbankan bagi BUMN dan Non BUMN disektor industri pertambangan, perdagangan dan jasa dunia usaha. Selain itu BRI turut berperan serta dalam sindikasi kredit pembangunan infrastruktur negara.

#### **4.3.2.4 Bisnis Kelembagaan**

BRI membentuk Direktorat Bisnis Kelembagaan pada tahun 2007 untuk lebih mengoptimalkan dan memfokuskan pengerahan serta penyaluran dana kepada BUMN, perusahaan swasta, dan instansi Pemerintah. Target pasar segmen

bisnis kelembagaan sebagian besar tertuju pada BUMN, namun BRI juga melayani nasabah lembaga-lembaga swasta.

BRI memberikan produk pembiayaan berupa *cash loan* (KMK, KMK Impor, KMK Konstruksi dan Investasi), *non cash loan* (L/C, bank garansi, SKBDN dan *standby L/C*). Selain itu Bisnis Kelembagaan juga menjadi sumber pendanaan bagi BRI dalam bentuk giro dan deposito berjangka dari nasabah-nasabah institusi. BRI juga memberikan layanan *cash management system* bagi beberapa BUMN, serta *salary-based crediting* dan pembayaran tagihan listrik dan telepon untuk mendapatkan *fee-based income*.

#### **4.3.2.5 Bisnis Internasional dan Treasury**

*Treasury* BRI berperan penting dalam menjaga posisi aset dan liabilitas perusahaan. Unit bisnis ini terus berupaya meningkatkan kinerja pendapatannya melalui banking book dan trading book dari kerjasama dengan *counterparty* internasional dan lokal. Selain itu *Treasury* membantu unit-unit usaha BRI lainnya dalam keperluan *dealing* valuta asing, serta transaksi *spot* dan *forward* bagi nasabah importer dan eksporter. Selain itu BRI menawarkan jasa wali amanat (*trustee*) yang mewakili kepentingan pemegang obligasi serta jasa, jasa kustodian, jasa pembelian efek dan Dana Pensiun Lembaga Keuangan BRI. Dari segi layanan perbankan internasional, BRI menawarkan jasa transaksi ekspor dan impor serta jasa remittance khususnya bagi para TKI.

#### **4.3.3 Analisis Strategi Perbankan Mikro PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk**

Secara umum, kegiatan yang dilakukan BRI merupakan bagian pelaksanaan pengembangan bisnis ditahun 2009-2011 yang dituangkan kedalam Rencana Bisnis Bank (RBB). Strategi bisnis tersebut mencakup skala pendek dan menengah sebagai berikut :

1. Pengembangan bisnis BRI yang didukung oleh strategi peningkatan kualitas dan kuantitas SDM yang profesional, fitur produk, layanan dan dukungan teknologi informasi yang handal berupa:

- Pertumbuhan kredit dengan fokus pembiayaan pada sektor UMKM dengan tetap memperhatikan prinsip-prinsip kehati-hatian (*prudential principles*)
  - Pertumbuhan dana pihak ketiga yang didominasi oleh pertumbuhan dana murah (*lowcost funds*) dengan komposisi minimal 60%.
2. Meningkatkan budaya kerja berbasis risiko (*risk culture*) dan penerapan manajemen risiko yang efektif pada seluruh jajaran unit kerja.
  3. Penguatan struktur modal untuk menunjang pengembangan bisnis BRI.
  4. Pengembangan jaringan kerja baru berupa Kantor Cabang, Kantor Cabang Pembantu, Kantor Kas, BRI Unit dan *electronic channel* seperti ATM, *Cash Deposit Machine* (CDM), *Electronic Data Capture* (EDC) untuk meningkatkan jangkauan pelayanan.
  5. Meningkatkan kegiatan komunikasi pemasaran untuk setiap produk dan jasa sejalan dengan strategi pemasaran korporat sehingga dapat meningkatkan penjualan dan membentuk *Corporate Image* di mata masyarakat.

Secara khusus, untuk pengembangan kredit yang focus pada sektor UMKM, saat ini BRI telah memiliki 4.649 kantor BRI Unit dan terus menambah kantor BRI unit di luar Jawa. BRI Unit sebagai salah satu SBU BRI, berperan aktif dalam pembangunan ekonomi nasional dengan menyediakan layanan jasa perbankan, utamanya bagi kebutuhan masyarakat golongan menengah ke bawah dengan pelayanan yang prima dan didukung SDM dan teknologi yang andal. Sebagaimana lazimnya fungsi lembaga keuangan perbankan, BRI Unit juga melakukan kegiatan menghimpun simpanan dan menyalurkan pinjaman yang dapat dirinci sebagai berikut :

- Usaha Simpanan
  - Tabanasbri
  - Simpedes
  - Simaskot
  - Giro BRI
  - Depobri
- Usaha Pinjaman

Kredit Umum Perdesaan (Kupedes) modal kerja dan investasi, masing-masing untuk sektor :

- Pertanian
- Perdagangan
- Perindustrian

Selain mengembangkan mikro melalui BRI Unit, BRI juga mendirikan unit kerja Teras BRI (dibuka pada tanggal 21 Agustus 2009) yang ada di setiap pasar tradisional untuk para masyarakat menengah dan masyarakat bawah. Teras BRI merupakan perpanjangan tangan dari BRI Unit yang bertujuan untuk meningkatkan peran BRI sebagai bank yang merakyat dengan masyarakat sekitar. BRI mampu meramalkan dengan adanya Teras BRI di dunia perbankan akan terus meningkatkan BRI sebagai Bank Umum yang terdepan. Hal ini terbukti dengan banyaknya nasabah yang mulai melakukan transaksi di Teras BRI berupa membuka simpanan di BRI, meminjam di BRI. Transaksi ini dilihat dari perharinya yang mana :

- Transaksi pembukaan simpanan BRI, dari awal membuka : 25 orang / hari.
- Transaksi pembukaan deposito, dari awal membuka : 10 orang / hari.
- Transaksi penyetoran dan penarikan tabungan dan giro, dari awal membuka : 50 orang / hari.
- Transaksi pembukaan kredit baru, dari awal membuka : 5 orang / hari.

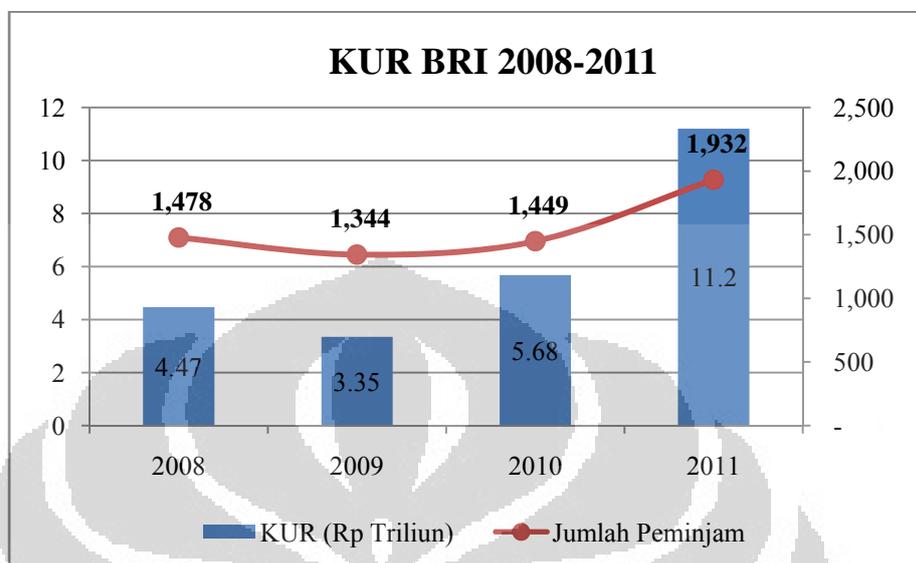
Kinerja Teras BRI ini pun menunjukkan hasil yang cukup bagus. Pada tahun 2011 Teras BRI mampu menyalurkan kredit sebesar Rp 2.886 miliar dan mengumpulkan simpanan sebanyak Rp 955,7 miliar. Hasil tersebut dikarenakan adanya peningkatan jumlah Teras BRI di seluruh Indonesia dimana pada tahun 2010 jumlah Teras BRI sebanyak 617 kantor dan berkembang menjadi 1.304 kantor pada tahun 2011.

Keberhasilan tersebut di atas tidak lepas dari penerapan prinsip-prinsip utama yang selama ini dipegang erat oleh manajemen BRI Unit dan Teras BRI untuk bersaing dalam dunia perbankan di Indonesia, yaitu :

1. *Simplicity*, sistem yang diterapkan seperti produk, prosedur, sistem akuntansi serta supervisi yang dirancang sedemikian rupa sehingga menjadi sangat sederhana, efisien dan efektif.
2. *Accessibility*, BRI mudah dihubungi serta selalu berada dekat ditengah-tengah masyarakat bawah khususnya yang berada didaerah pedesaan / pinggiran di seluruh Indonesia.
3. *Demand's Driven*, produk simpan-pinjam yang dirancang khusus sedemikian rupa sehingga sesuai dengan tuntutan masyarakat yang membutuhkannya.
4. *Transparency*, guna memastikan bahwa prinsip *simplicity* berjalan dengan benar dan lancar maka BRI Unit dan Teras BRI harus dikelola secara terbuka dan transparan oleh para manajemen BRI.
5. *Customer Recovery*, semua biaya yang terkait dengan kegiatan Teras BRI harus dapat ditutup dengan jumlah pendapatan yang diterima Teras BRI selama kegiatan berlangsung.
6. *Sustainability*, BRI Unit dan Teras BRI Unit harus mampu menghasilkan laba yang lebih banyak sehingga mampu bertumbuh dan berkembang demi kelangsungan usahanya.
7. *Continuous Training*, setiap pegawai yang bekerja di dalam BRI Unit dan Teras BRI harus mendapatkan training untuk memaksimalkan kemampuan setiap karyawannya dalam rangka memberikan yang terbaik buat nasabah dan perusahaan atas kerja keras para karyawannya.
8. *Supervision*, BRI Unit dan Teras BRI menjalankan suatu mekanisme prosedur sistem supervisi guna memastikan bahwa setiap karyawan telah menjalankan kegiatannya sesuai dengan pelaksanaan prinsip-prinsip perbankan yang sehat dan adil.

Selain mengembangkan kredit UMKM melalui BRI Unit dan Teras BRI, BRI juga menyalurkan kredit khusus dengan skema penjaminan pemerintah, yaitu melalui penyaluran Kredit Usaha Rakyat (KUR). Perkembangan penyaluran KUR oleh BRI mengalami peningkatan yang cukup signifikan. Pada tahun 2010 penyaluran KUR sebesar Rp 5,68 triliun dengan 1.449 orang penerima, naik

sebesar 97,2 persen menjadi Rp 11,2 triliun dengan 1.932 orang penerima pada tahun 2011.



Gambar 4.7 Perkembangan KUR BRI tahun 2008-2011

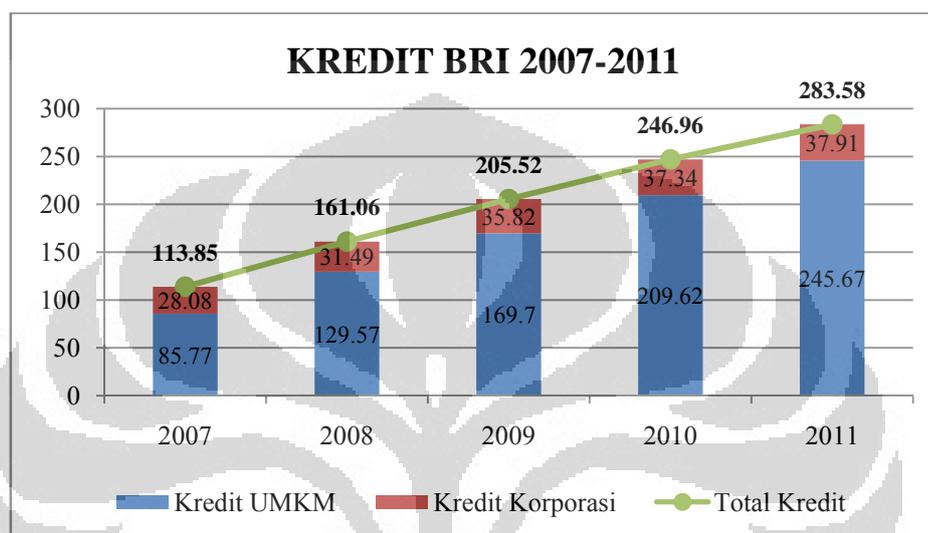
Sumber : Bank Rakyat Indonesia

Menurut Direktur Usaha Mikro, Kecil, dan Menengah Bank BRI, kunci sukses lonjakan penyaluran KUR tersebut adalah penerapan revitalisasi BRI dalam 4 (empat) hal, yaitu:

1. Menambah jumlah nasabah KUR
2. Meningkatkan akses nasabah KUR dengan ekspansi outlet untuk memperluas penetrasi pasar, tidak hanya di area yang sudah ada sebelumnya tapi benar-benar di wilayah-wilayah baru
3. Memperbanyak sumber daya manusia dengan merekrut mantri baru. Proses perekrutan pekerja yang sebelumnya dilakukan secara sentralisasi di Kantor Pusat, sekarang didesentralisasikan ke Kantor Wilayah sehingga proses perekrutan dapat lebih cepat dan karakter pekerja dapat sesuai dengan kondisi daerah setempat
4. Meningkatkan kapasitas penyaluran kredit per outlet, yaitu dengan menambah jumlah mantri untuk masing-masing outlet sehingga akan dicapai kapasitas produktifitas penyaluran kredit per outlet yang optimal.

Dengan strategi yang telah dijelaskan diatas, penyaluran kredit BRI terus mengalami peningkatan setiap tahunnya. Pada tahun 2011, BRI mampu

menyalurkan total kredit sebesar Rp 283,58 triliun atau naik sebesar 14,8 persen dibandingkan tahun sebelumnya, dengan proporsi kredit UMKM sebesar 80,17 persen dan kredit korporasi sebesar 19,83 persen. Besarnya proporsi kredit UMKM inilah yang menunjukkan semangat BRI untuk terus fokus pada pengembangan sektor mikro di Indonesia.



Gambar 4.8 Kredit BRI tahun 2007-2011 (Triliun Rupiah)

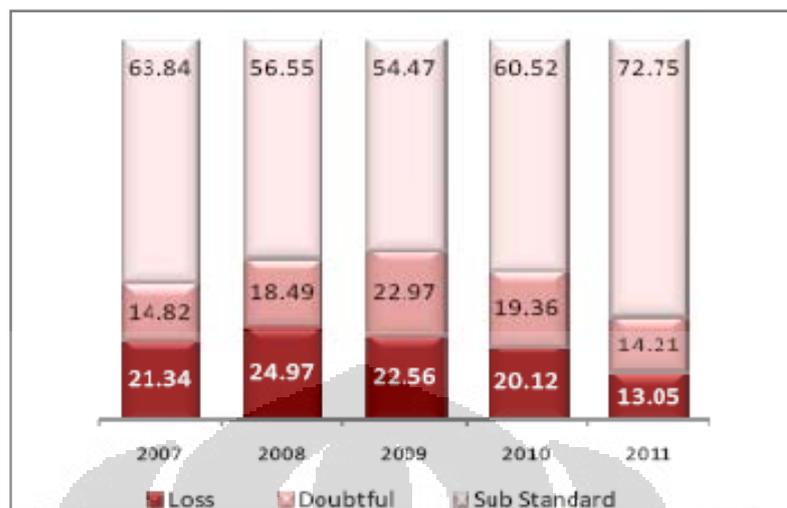
Sumber : Bank Rakyat Indonesia

Kinerja kredit yang disalurkan BRI juga menunjukkan indikator yang baik. Hal ini dapat dilihat pada besaran *Non Performing Loan (NPL)* BRI yang terus mengalami penurunan. Pada tahun 2011 NPL BRI sebesar 2,3 persen dengan kontribusi NPL terbesar adalah segmen *medium* dan *small commercial*. Penurunan NPL ini juga diikuti dengan membaiknya kualitas NPL, dengan semakin menurunnya persentase *NPL loss* dan *doubtful*.

Tabel 4.12 Rasio NPL Kredit BRI Tahun 2007-2011 (%)

SEGMENT	2007	2008	2009	2010	2011
Mikro	1,19	1,02	1,40	1,21	1,19
Konsumer	1,67	1,08	1,35	1,40	1,53
<i>Small Commercial</i>	5,71	3,52	4,21	5,11	4,53
<i>Medium</i>	5,67	6,33	12,31	6,90	7,11
Korporasi SoE	0,00	0,00	0,23	0,00	0,00
Korporasi Non-SoE	4,64	7,33	7,83	4,64	2,26
<b>Total NPL</b>	<b>3,44</b>	<b>2,80</b>	<b>3,52</b>	<b>2,78</b>	<b>2,30</b>

Sumber : Bank Rakyat Indonesia



Gambar 4.9 Rincian NPL BRI Tahun 2007-2011

Sumber : Bank Rakyat Indonesia

Keberhasilan BRI dalam dunia perbankan di Indonesia tak lepas dari kerja keras dan komitmen para manajemen BRI untuk mengembangkan Unit kerja BRI seperti BRI Unit dan Teras BRI, dengan menggunakan pendekatan bisnis / komersial dan tidak lagi bergantung kepada subsidi pemerintah atau donor.

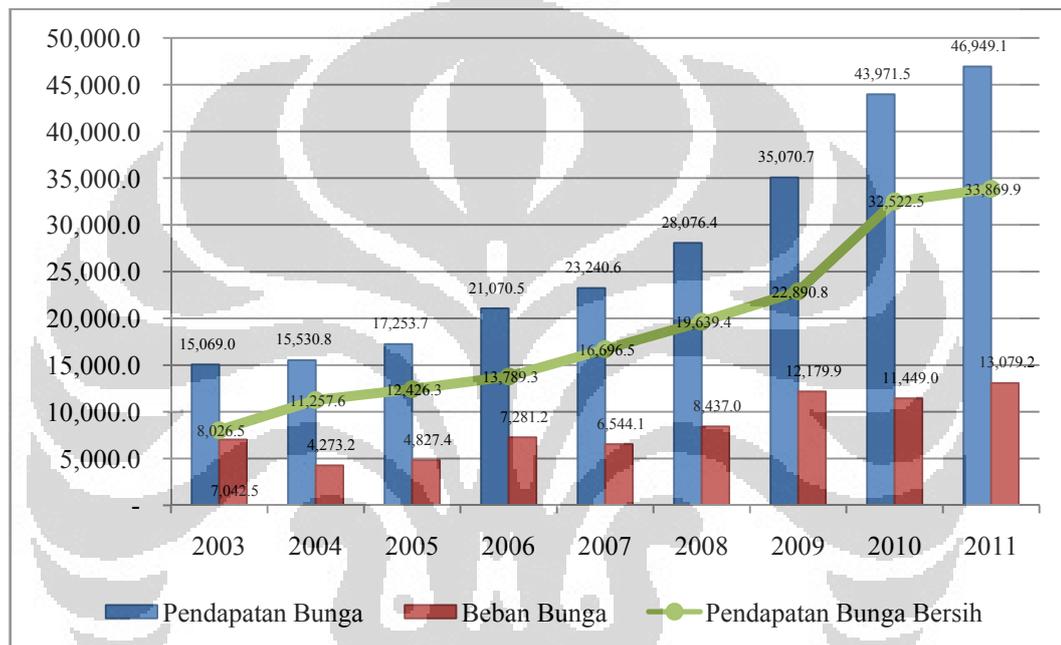
#### 4.3.4 Analisis Laporan Keuangan

Analisis laporan keuangan digunakan untuk melihat pertumbuhan dan kinerja BRI selama periode 2007-2011. Salah satu alat utama yang digunakan dalam analisis laporan keuangan adalah rasio keuangan, yang membandingkan beberapa pos di dalam laporan keuangan yang bermanfaat dalam penilaian kinerja perusahaan, prediksi kondisi keuangan di masa datang serta analisis kebijakan keuangan perusahaan.

##### 4.3.4.1 Pertumbuhan Pendapatan dan Laba

Penghasilan terbesar BRI berasal dari selisih antara pendapatan bunga atas kredit yang diberikan dan beban bunga atas penempatan dana nasabah. Secara umum pertumbuhan pendapatan laba BRI periode 2003-2011 mengalami kenaikan yang cukup signifikan. Pada tahun 2011, pendapatan bunga yang diterima BRI sebesar Rp 46.949,14 miliar atau naik sebesar 6,8 persen dari pendapatan bunga tahun 2010 sebesar Rp 43.971,5 miliar. Kenaikan tersebut

tidak lepas dari kenaikan jumlah kredit yang diberikan, dimana pada tahun 2010 jumlah kredit yang diberikan adalah sebesar Rp 246.964,0 miliar naik menjadi Rp 283.583,2 miliar pada tahun 2011 atau naik sebesar 14,8 persen. Sedangkan beban bunga pada tahun 2011 adalah sebesar Rp 13.079,2 miliar naik sebesar 14,2 persen dari tahun 2010 sebesar Rp 11.449,0 miliar. Pertumbuhan pendapatan dan beban bunga tahun 2003-2011 secara lengkap dapat dilihat pada gambar 4.9 di bawah ini

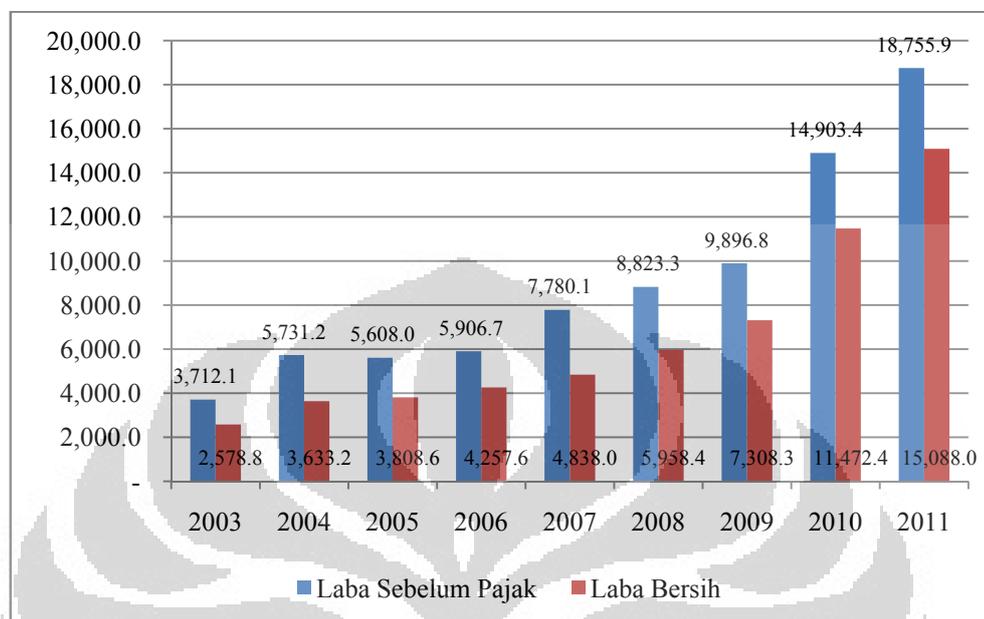


Gambar 4.10 Pertumbuhan pendapatan dan beban bunga BRI tahun 2003-2011 (Miliar Rupiah)

Sumber : Laporan Keuangan BRI 2003-2011 (diolah)

Selain berasal dari pendapatan bunga dan beban bunga, laba BRI juga berasal dari pendapatan dan beban operasional lainnya. Tahun 2011, pendapatan operasional lainnya BRI mengalami peningkatan dari Rp 5.457,7 miliar pada tahun 2010 menjadi Rp 5.524,12 miliar. Berdasarkan laporan keuangan BRI tahun 2011, BRI mengalami peningkatan laba bersih sebesar 331,5 persen dari tahun 2010, yaitu dari Rp 11.472,4 miliar menjadi Rp 15.088,0 miliar. Faktor utama penyebab kenaikan ini adalah kenaikan pendapatan bunga dan pendapatan

operasional lainnya, seperti yang telah dijelaskan sebelumnya. Gambar penghasilan laba bersih selama 2003-2011 dapat dilihat pada gambar 4.10



Gambar 4.11 Pertumbuhan laba BRI tahun 2003-2011 (Miliar Rupiah)

Sumber : Laporan Keuangan BRI 2003-2011 (diolah)

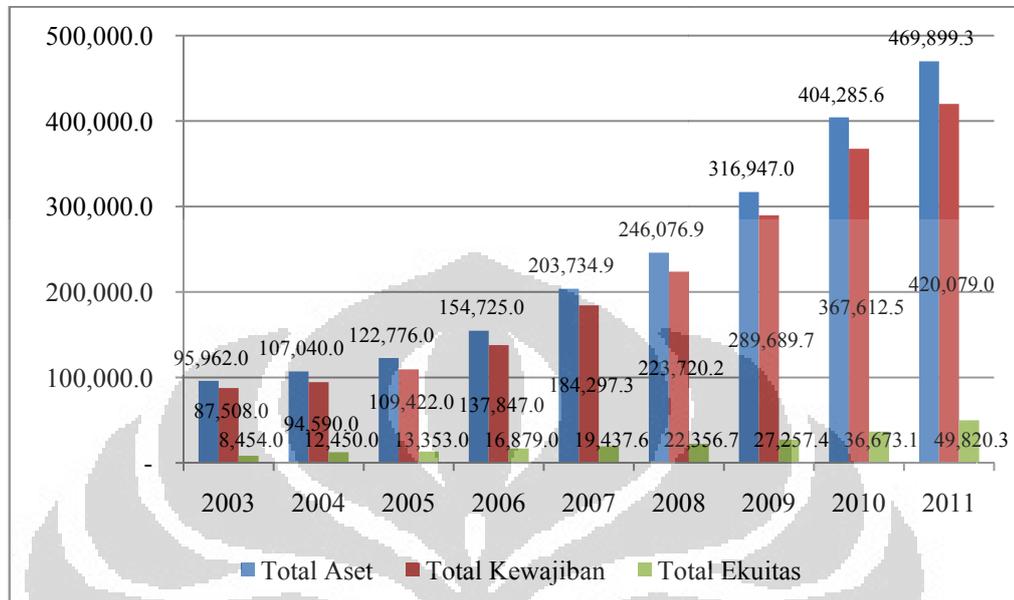
#### 4.3.4.2 Pertumbuhan Aktiva, Kewajiban dan Ekuitas

Pertumbuhan aktiva periode 2003-2011 terus menerus mengalami kenaikan. Sebagai contoh, total aktiva pada tahun 2010 sebesar Rp 404.285,6 miliar, naik pada tahun 2011 menjadi Rp 469.899,28 miliar atau naik sebesar 16,23 persen. Peningkatan ini merupakan akibat dari peningkatan jumlah kredit yang diberikan pada tahun 2011 yaitu sebesar 14,8 persen.

Serupa dengan pertumbuhan aktiva, kewajiban BRI pun mengalami pertumbuhan dari tahun ke tahun. Jumlah kewajiban pada tahun 2011 meningkat sebesar 14,27 persen dari Rp 367.612,5 miliar pada tahun 2010 menjadi Rp 420.079,0 miliar pada tahun 2011. Penyebab utama kenaikan ini adalah kenaikan jumlah simpanan yang dihimpun BRI, yaitu Rp 333.652,4 miliar pada tahun 2010 menjadi Rp 384.264,35 miliar (naik 15,17 persen).

Jumlah ekuitas pada tahun 2011 mengalami peningkatan yang cukup tinggi dibandingkan tahun 2010, yaitu sebesar 35,85 persen dari Rp 36.673,1 miliar tahun 2010 menjadi Rp 49.820,33 pada tahun 2011. Gambar 4.11 berikut

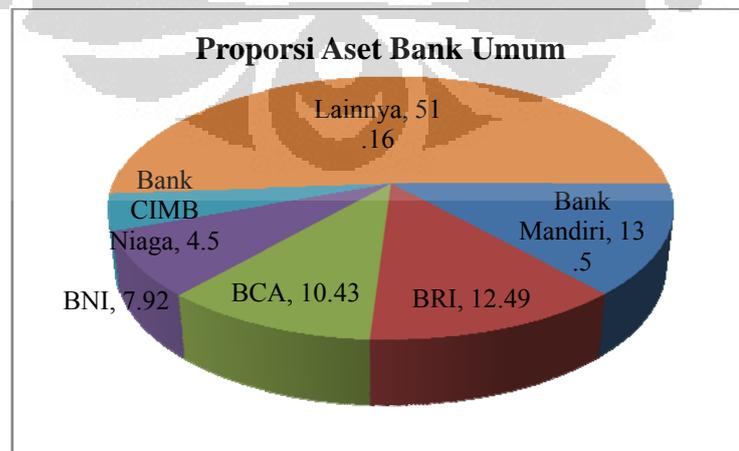
memperlihatkan pertumbuhan aktiva, kewajiban dan ekuitas BRI periode tahun 2003-2011.



Gambar 4.12 Pertumbuhan aktiva, kewajiban dan ekuitas BRI tahun 2003-2011 (Miliar Rupiah)

Sumber : Laporan Keuangan BRI 2003-2011 (diolah)

Berdasarkan jumlah aset, BRI merupakan bank terbesar kedua setelah Bank Mandiri dengan proporsi total aset bank umum sebesar 12,5 persen. Proporsi ini meningkat dibanding tahun 2007 yaitu sebesar 10,3 persen. Hal ini menunjukkan perkembangan BRI yang cukup signifikan di sektor perbankan.

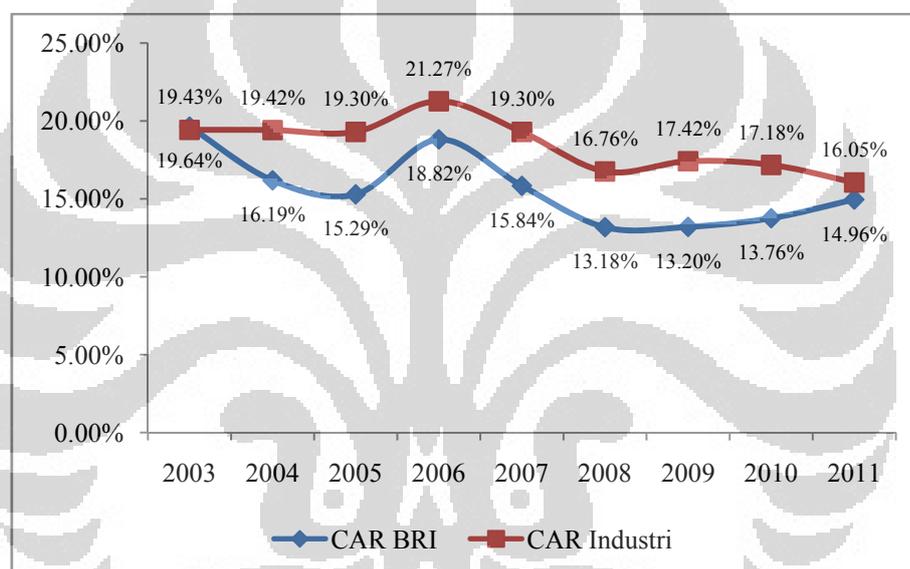


Gambar 4.13 Proporsi jumlah aset bank umum tahun 2011

Sumber : Bank Indonesia (diolah kembali)

#### 4.3.4.3 Rasio Kecukupan Modal (CAR)

Modal merupakan salah satu factor yang penting bagi bank dalam rangka pengembangan usaha dan menampung risiko kerugian. Rasio kecukupan ini ditunjukkan dengan nilai CAR, dimana semakin tinggi modal yang dimiliki bank maka CAR yang dimiliki juga semakin tinggi. Saat ini, ketentuan kecukupan modal yang ditetapkan Bank Indonesia adalah minimal 8 persen. Artinya perbandingan modal yang dimiliki BRI dengan aktiva tertimbang menuut resiko tidak boleh kurang dari nilai minimal yang ditetapkan BI. Gambar 4.14 berikut menunjukkan rasio kecukupan modal BRI.



Gambar 4.14 Perkembangan CAR BRI dan Industri Tahun 2003-2011

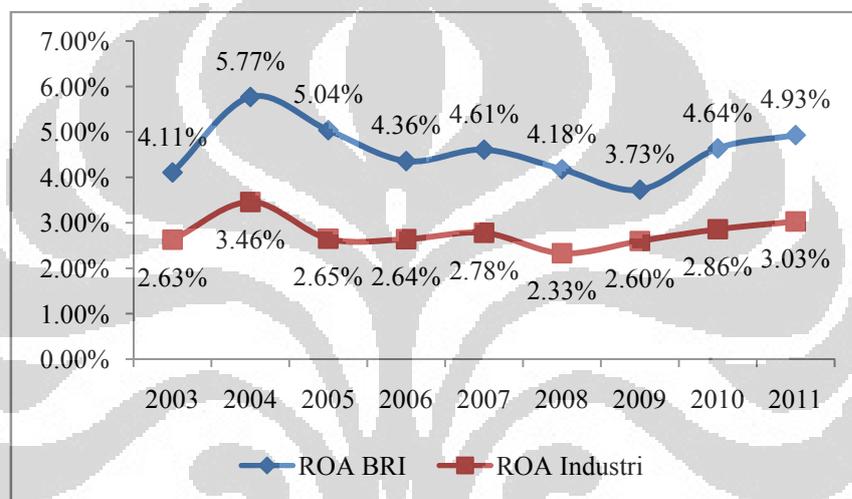
Sumber : Laporan Keuangan BRI tahun 2011 (diolah)

Dari gambar diatas terlihat bahwa CAR BRI sejak tahun 2000 sampai 2011 selalu telah memenuhi kecukupan modal yang ditetapkan oleh BI. Namun, dapat dilihat pula bahwa CAR BRI dari tahun 2004-2011 selalu berada di bawah CAR industri. Menurut Manajemen BRI, pihaknya sengaja menjaga posisi CAR pada rentang 12% agar penggunaan modal dapat lebih efisien.

#### 4.3.4.4 Rentabilitas

Tingkat rentabilitas BRI diantaranya dapat dilihat melalui rasio ROA (*return on asset*) dan ROE (*return on equity*). Dari Gambar 4.13 terlihat bahwa terjadi penurunan yang cukup signifikan pada ROA BRI pada tahun 2004 sampai

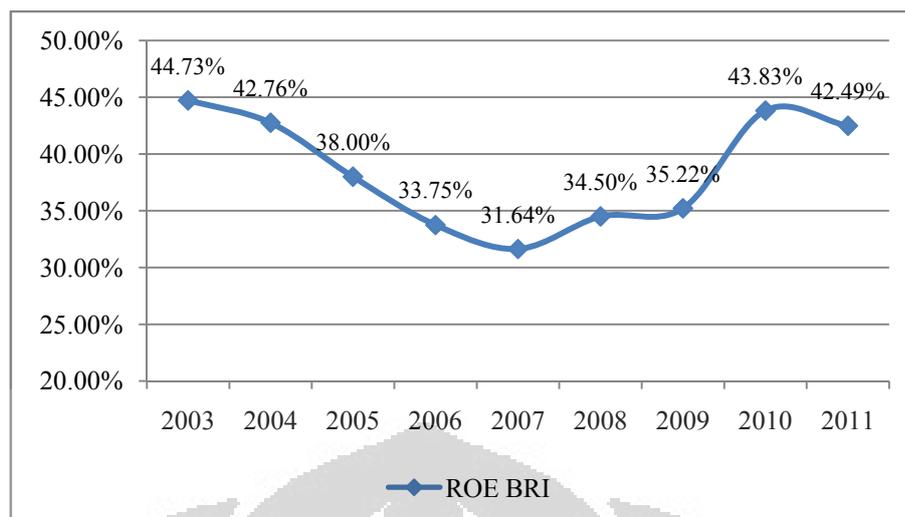
dengan 2009, yaitu dari 5,77 persen menjadi 3,73 persen. Namun kondisi ini membaik pada tahun 2010, dimana ROA BRI sebesar 4,64 persen dikarenakan adanya kenaikan aset BRI. Hal ini menunjukkan kemampuan BRI dalam pengelolaan aset untuk menghasilkan laba ternyata cukup efektif. Apabila dibandingkan dengan ROA industri perbankan, ROA BRI berada di atas ROA industri, yang menunjukkan bahwa BRI mempunyai kemampuan memberikan hasil (*return*) dan kinerja yang baik apabila dibandingkan dengan industri perbankan.



Gambar 4.15 Perkembangan ROA BRI dan industri tahun 2003-2011

Sumber : Laporan keuangan BRI tahun 2010 (diolah)

Sedangkan untuk tingkat pengembalian terhadap ekuitas yang dilihat melalui rasio ROE, ROE BRI mengalami kenaikan pada tahun 2007 sampai dengan 2010, yaitu dari 31,64 persen menjadi 43,83 persen. Walaupun ROE BRI mengalami penurunan pada tahun 2011, namun masih tetap dapat disimpulkan bahwa tingkat pengembalian dari investasi pemegang saham masih tinggi dan cukup menjanjikan.



Gambar 4.16 Perkembangan ROE BRI tahun 2003-2011

Sumber : Laporan keuangan BRI tahun 2011 (diolah)

Jika dibandingkan dengan 3 (tiga) bank terbesar lainnya, rasio rentabilitas BRI menunjukkan hasil yang baik. BRI memiliki nilai ROA dan ROE paling besar diantara ketiga bank yang lain. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat profitabilitas BRI lebih baik dibandingkan dengan bank yang lain. Nilai ROA dan ROE BRI yang besar dapat menunjukkan tingkat efisiensi dan efektifitas perusahaan didalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva dan investasi yang dimilikinya.

Tabel 4.13 Rasio ROA dan ROE 4 bank besar tahun 2011

	ROA	ROE
Bank Mandiri	3,38%	22,00%
Bank Rakyat Indonesia (BRI)	4,93%	42,49%
Bank Central Asia (BCA)	3,80%	33,50%
Bank Nasional Indonesia (BNI)	2,90%	20,10%

Sumber : diolah penulis

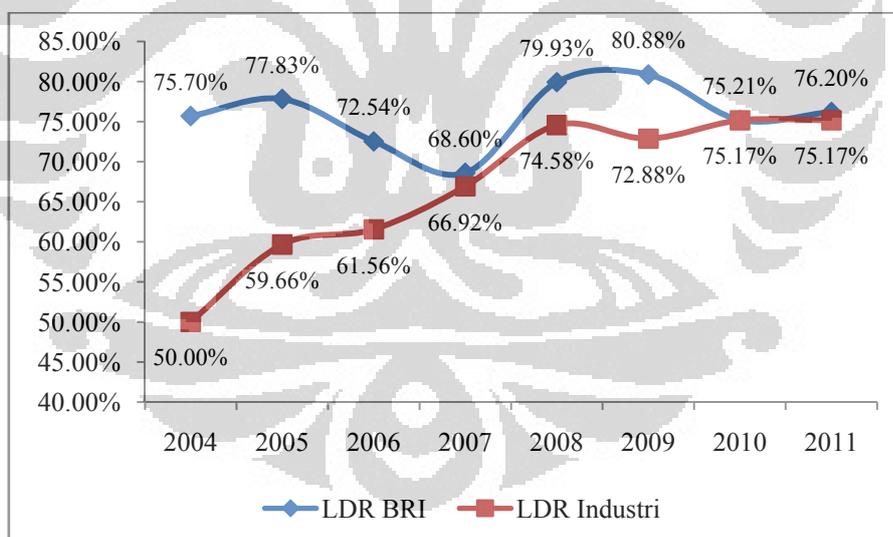
#### 4.3.4.5 Batas Maksimum Pemberian Kredit (BMPK)

Batas Maksimum Pemberian Kredit (BMPK) merupakan pembatasan persentase pemberian kredit oleh suatu bank kepada suatu pihak atau grup. Oleh Bank Indonesia peraturan batas maksimum yang harus dipenuhi adalah 30% dari modal bank apabila diberikan kepada pihak yang tidak terkait, dan maksimum 10% dari modal bank apabila diberikan kepada pihak yang terkait. Berdasarkan

Laporan BMPK yang disampaikan oleh BRI ke Bank Indonesia tanggal 30 Juni 2010 dan 2009, BRI melaporkan bahwa tidak terdapat kredit yang tidak memenuhi ketentuan BMPK baik dari pihak terkait maupun tidak terkait.

#### 4.3.4.6 Rasio Antara Pinjaman dengan Dana Pihak Ketiga (LDR)

Berdasarkan Peraturan Bank Indonesia No. 12/19/PBI/2010 tentang Giro Wajib Minimum Bank Umum pada Bank Indonesia dalam Rupiah dan Valuta Asing, disebutkan bahwa batas bawah LDR adalah 78 persen dan batas atasnya sebesar 100%. Berdasarkan gambar 4.17 dapat diketahui bahwa LDR BRI pada tahun 2011 sebesar 76,2 persen. Hal ini menunjukkan bahwa BRI tidak dapat memenuhi ketentuan yang ditetapkan Bank Indonesia dan harus menyetor giro wajib minimum penalty kepada Bank Indonesia. Menurut Direktur Utama BRI, penyebab penurunan LDR BRI hanya karena penerapan *treasury single account* di akhir tahun, sehingga terjadi pembalikan dana dan akan segera membaik dalam beberapa hari.



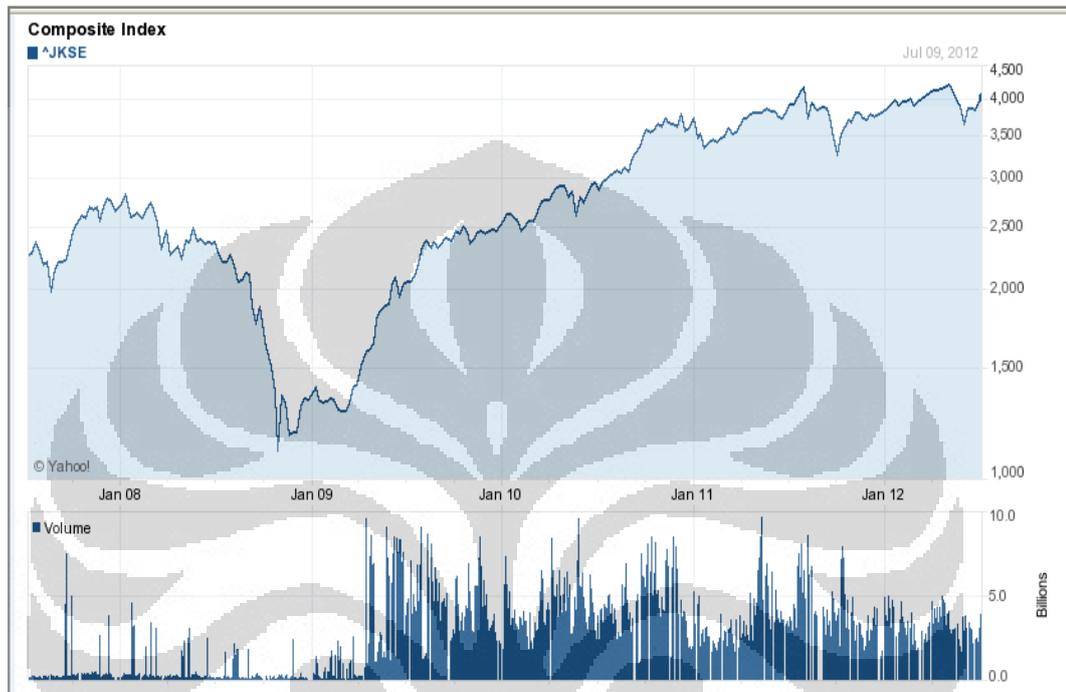
Gambar 4.17 Pertumbuhan LDR BRI tahun 2004-2011

Sumber : Laporan keuangan BRI tahun 2011 (diolah)

#### 4.4 Kinerja Saham PT. Bank Rakyat Indonesia, Tbk

Perkembangan saham BRI tentu tidak lepas dari perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Secara umum IHSG mengalami fluktuasi periode tahun 2007-2011. Pada tahun akhir 2008 IHSG mengalami penurunan

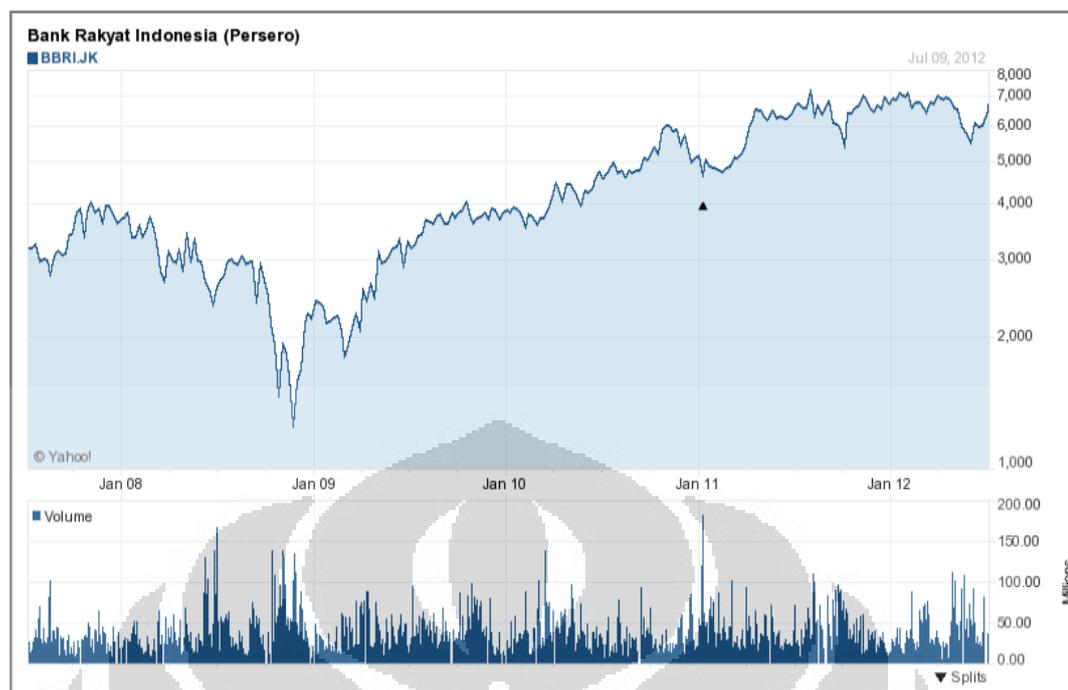
hingga pada level Rp 1.241,5. Hal tersebut diakibatkan oleh adanya krisis global yang menyebabkan kelesuan di sisi keuangan dan investasi pasar modal. Namun seiring dengan membaiknya kondisi ekonomi Indonesia, IHSG pun ikut membaik pada pertengahan tahun 2009.



Gambar 4.18 Perkembangan saham IHSG tahun 2007-2011

Sumber : <http://finance.yahoo.com>

Seiring dengan perkembangan IHSG, saham BRI dengan kode BBRI pun mengalami fluktuasi. Saham BBRI yang pada tahun 2008 dibuka pada level Rp 3.675/ lembarnya, mengalami penurunan yang cukup tajam pada akhir November 2008 dengan ditutup pada level Rp 1.263/lembarnya. Namun, memasuki pada tahun 2009, harga saham BBRI berangsur-angsur pulih. Saham BBRI mengalami posisi tertinggi pada bulan Agustus 2011 yang dijual pada level Rp 7.200/lembar.



Gambar 4.19 Perkembangan saham BBRI tahun 2007-2011

Sumber : <http://finance.yahoo.com>

#### 4.5 Perhitungan Nilai Wajar Saham PT. Bank Rakyat Indonesia dengan metode *Free Cash Flow to Equity*

Perhitungan nilai wajar saham BRI menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity* cocok digunakan pada penilaian perusahaan perbankan dikarenakan adanya kesulitan dalam menentukan jumlah hutang perusahaan. Dalam melakukan perhitungan nilai wajar saham dilakukan dalam beberapa langkah yaitu menetapkan asumsi dasar, melakukan proyeksi laporan keuangan, menghitung *cost of equity* dan menghitung proyeksi *free cash flow to equity*.

##### 4.5.1 Penetapan Asumsi Dasar

Dalam melakukan perhitungan nilai wajar saham, diperlukan asumsi-asumsi yang mendasari proyeksi terhadap laporan keuangan. Asumsi-asumsi yang dijadikan dasar untuk proyeksi laporan keuangan BRI periode 2012-2016 adalah sebagai berikut:

- Kebijakan perusahaan maupun kebijakan industri perbankan diasumsikan sama sehingga tidak mempengaruhi kinerja perbankan secara signifikan.

- Kondisi sosial dan politik tetap berjalan stabil dan tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perbankan.
- Pasar modal Indonesia diasumsikan dalam kondisi efisien sehingga hasil perhitungan nilai wajar saham dapat diaplikasikan dalam pasar modal.
- Pertumbuhan laporan keuangan diasumsikan sebesar rata-rata pertumbuhan selama 5 tahun terakhir.
- Aset tetap dihitung dengan mempertimbangkan jumlah *capital expenditure* dan penyusutan (depresiasi) untuk bangunan selama 15 tahun dan 5 tahun untuk kendaraan bermotor, komputer, mesin dan perlengkapan kantor dengan metode perhitungan garis lurus.
- Besarnya beban pajak ditetapkan sebesar 25 persen dari laba kotor sesuai dengan besarnya pajak penghasilan perusahaan.
- Besarnya pertumbuhan FCFE diasumsikan sebesar 6,24 persen. Angka ini disesuaikan dengan rata-rata tingkat inflasi Indonesia tahun 2007-2011.

#### 4.5.2 Proyeksi Laporan Keuangan

Dengan mempertimbangkan asumsi-asumsi yang telah ditetapkan sebelumnya maka dapat dilakukan proyeksi laporan keuangan BRI untuk 5 tahun kedepan. Hasil lengkap mengenai proyeksi laporan keuangan BRI tahun 2012-2017 dapat dilihat pada Lampiran 3, 4 dan 5.

#### 4.5.3 Perhitungan *Cost of Equity*

Dalam perhitungan FCFE, investor harus menggunakan *discount factor* dengan menggunakan konsep CAPM sebagai berikut:

$$r_e = r_f + \beta_i (r_m - r_f)$$

Perhitungan ini menggunakan asumsi :

- *risk free* ( $r_f$ ) merupakan tingkat suku bunga obligasi pemerintah dengan yield 30 tahun sesuai dengan data *Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA)* per tanggal 31 Desember 2011 yaitu sebesar 7,35 persen.

- *Bi* BRI diambil dari data beta yang dikeluarkan oleh Reuters yaitu sebesar 1,21.
- *Market return (rm)* sebesar 14,67 persen dihitung berdasarkan data IHSG tahun 1991-2011 yang dihitung dengan metode *geometric return*.

Dengan menggunakan asumsi diatas maka didapat nilai *cost of equity (re)* sebesar:

$$re = 7,35\% + (1,21) \cdot (14,67\% - 7,35\%)$$

$$= 16,21\%$$

#### 4.5.4 Perhitungan Proyeksi FCFE dan Nilai Wajar Saham

Berdasarkan data-data sebelumnya maka dapat dibuat proyeksi *Free Cash Flow to Equity* BRI tahun 2012-2016. Metode ini mendefinisikan arus kas sebagai sisa arus kas yang tertinggal setelah perusahaan memenuhi pembayaran bunga dan pokok pinjaman, serta pengeluaran modal baik untuk menjaga aset yang ada sekarang maupun untuk membeli aset baru guna pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Oleh karena besarnya *Free Cash Flow to Equity* merupakan sisa dari laba bersih setelah dikurangi biaya-biaya penyusutan, belanja modal dan perubahan *working capital* (Tabel 4.14).

Tabel 4.14 *Free Cash Flow to Equity* Tahun 2012-2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Net Income	17.054.685	23.287.749	30.947.303	40.786.229	52.474.502
(+) Depreciation	258.042	353.659	486.556	560.978	642.619
(-) Capital Expenditure	(497.078)	(1.434.260)	(983.732)	(1.116.331)	(1.224.615)
(-) Changes in Working Capital	(8.196.630)	(14.988.371)	(17.229.601)	(24.106.268)	(24.351.188)
(+) Changes in Net Borrowing	1.071.907	1.192.598	1.326.878	1.476.278	1.642.498
<b><i>Free Cash Flow to Equity</i></b>	<b>9.690.927</b>	<b>8.411.377</b>	<b>14.547.403</b>	<b>17.600.886</b>	<b>29.183.817</b>

Sumber : Hasil perhitungan

Penyusutan (depresiasi) dihitung untuk asset berupa bangunan, kendaraan bermotor, computer dan mesin serta peralatan kantor. Penyusutan ini menggunakan asumsi penyusutan masing-masing selama 15 tahun untuk

bangunan, 5 tahun untuk kendaraan bermotor, komputer dan mesin, serta perlengkapan kantor dengan metode perhitungan garis lurus (Lampiran).

Sedangkan *capital expenditure* merupakan biaya yang digunakan untuk menambah asset tetap dalam tujuan untuk meningkatkan pendapatan. Berdasarkan rata-rata historis 3 tahun terakhir diketahui bahwa proporsi pendapatan dan asset tetap adalah 26,4 kali. Angka ini kemudian digunakan sebagai asumsi dasar untuk menghitung besarnya asset tetap yang dibutuhkan untuk mencapai pendapatan sesuai dengan proyeksi keuangan (Lampiran)

*Working capital* menunjukkan berapa besar asset yang dimiliki perusahaan untuk mengembangkan perusahaan. Secara sederhana *working capital* merupakan selisih antara *current asset* dan *current liabilities*. Yang termasuk dalam *current asset* adalah : Giro pada Bank Indonesia, Giro pada Bank Lain, Penempatan pada Bank Indonesia dan Bank Lain, Efek-efek dan Kredit yang diberikan. Sedangkan yang termasuk *current liabilities* adalah Liabilitas Segera, Simpanan Nasabah, Simpanan dari Bank lain dan lembaga keuangan lainnya, serta Efek yang dijual dengan janji dibeli kembali. Hasil perhitungan secara lengkap dapat dilihat pada lampiran.

Langkah selanjutnya adalah menentukan nilai *Terminal Value* yang menunjukkan harga pada akhir periode 2016. *Terminal value* ini dihitung dengan menggunakan rumus :

$$\begin{aligned} P_n &= \frac{FCFE_{n+1}}{(r_n - g_n)} \\ &= \frac{27.541.318 \times (1+6,24)}{(16,21 - 6,24)} \\ &= 310.959.259 \end{aligned}$$

Dengan mengetahui nilai terminal value dapat diketahui *total discounted FCFE* dengan menggunakan rumus :

$$\begin{aligned} \text{Value} &= \text{PV of FCFE} + \text{PV of terminal price} \\ &= \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \\ &= 194.004.352 \end{aligned}$$

Dengan menjumlahkan total *discounted FCFE* dengan jumlah kas maka akan didapatkan *equity value* yaitu sebesar Rp 204.530.325. Dengan jumlah

saham BRI yang beredar sebanyak 24,7 miliar lembar, maka diketahui bahwa harga wajar saham adalah sebesar Rp 8.291/lembar.

Tabel 4.15 Perhitungan Nilai Wajar Saham 2011 dengan FCFE

	2012	2013	2014	2015	2016
Free Cash Flow to Equity	9.690.927	8.411.377	14.547.403	17.600.886	29.183.817
Terminal Value					310.959.259
Discount Factor	0,861	0,741	0,637	0,548	0,472
<b>Discounted FCFE</b>	<b>8.339.413</b>	<b>6.228.843</b>	<b>9.270.346</b>	<b>9.651.952</b>	<b>160.513.799</b>
Total Discounted FCFE	194.004.352				
Cash	10.525.973				
<b>Equity Value</b>	<b>204.530.325</b>				
<b>Number of Shares (1000)</b>	<b>24.669.162</b>				
<b>Equity Value/Share 2011</b>	<b>8.291</b>				

Sumber : Hasil perhitungan

Harga wajar saham BRI tersebut dapat dijadikan pertimbangan dalam melakukan keputusan membeli, mempertahankan atau menjual saham. Jika harga pasar BRI lebih kecil dibandingkan harga wajar maka saham dianggap undervalued dan layak untuk dibeli. Sebaliknya, jika harga pasar lebih tinggi dibandingkan harga pasar maka saham dianggap overvalued dan tidak layak dibeli. Berdasarkan posisi saham BRI tanggal 30 Desember 2011, dimana harga saham BRI sebesar Rp 6.850/lembar maka dapat disimpulkan bahwa saham BRI tersebut dalam keadaan *undervalued* dan layak untuk dibeli.

#### 4.6 Perhitungan Nilai Wajar Saham PT. Bank Rakyat Indonesia dengan metode *Relative Valuation*

##### 4.6.1 Perbandingan Nilai PER BRI dengan PER Industri Perbankan

Perhitungan nilai wajar saham BRI ini menggunakan metode *Relative Valuation* dilakukan dengan pengukuran *Price to Earning Ratio* (PER) yaitu dengan membandingkan nilai PER BRI dengan PER industri perbankan. Berdasarkan publikasi yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Jakarta, nilai PER industri perbankan pada akhir tahun 2011 dapat dilihat pada tabel 4.15. Dari tabel tersebut dapat diketahui bahwa nilai PER BRI pada Desember 2011 sebesar 12,63

kali lebih rendah dibandingkan dengan PER industri sebesar 15,50 kali. Hal ini menunjukkan bahwa saham BRI diperdagangkan lebih murah dibanding dengan industri perbankan. Artinya untuk memperoleh Rp 1 keuntungan investor mengeluarkan uang lebih sedikit ketika membeli saham BRI

Tabel 4.16 Nilai PER Industri Perbankan Tahun 2011

NO	BANK	EPS	HARGA SAHAM	PER
1	Bank Agroniaga Tbk.	7	137,9	19,70
2	Bank Artha Graha Internasional Tbk.	16	116,3	7,27
3	Bank Bukopin Tbk.	85	611,2	7,19
4	Bank Bumi Artha Tbk.	13	151,5	11,65
5	Bank Capital Indonesia Tbk.	8	156,5	19,56
6	Bank Central Asia Tbk.	389	8.056,2	20,71
7	Bank CIMB Niaga Tbk.	123	1.238,6	10,07
8	Bank Danamon Indonesia Tbk.	319	4.580,8	14,36
9	Bank Ekonomi Raharja Tbk.	95	1.944,7	20,47
10	Bank Pundi Indonesia Tbk.	-9	126,6	-14,07
11	Bank Himpunan Saudara 1906 Tbk.	47	287,6	6,12
12	Bank ICB Bumiputera Tbk.	-3	110,4	-36,79
13	Bank Internasional Indonesia Tbk.	13	448,5	34,50
14	BPD Jawa Barat dan Banten Tbk.	112	1.038,2	9,27
15	Bank QNB Kesawan Tbk.	6	696,2	116,04
16	Bank Mandiri (Persero) Tbk.	558	6.947,1	12,45
17	Bank Mayapada Tbk.	30	1.459,5	48,65
18	Bank Mega Tbk.	237	3.505,2	14,79
19	Bank Mutiara Tbk.	14	48,4	3,46
20	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk.	293	3.700,6	12,63
21	Bank Nusantara Parahyangan Tbk.	169	1.301,3	7,70
22	Bank OCBC NISP Tbk.	47	1.165,6	24,80
23	Bank Pan Indonesia Tbk.	70	774,9	11,07
24	Bank Permata Tbk.	157	1.343,9	8,56
<b>25</b>	<b>Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.</b>	<b>550</b>	<b>6.946,5</b>	<b>12,63</b>
26	Bank Sinarmas Tbk.	22	290,4	13,20
27	Bank of India Indonesia Tbk.	54	652,9	12,09
28	Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk.	109	1.221,9	11,21
29	Bank Tabungan Pensiunan Nasional Tbk.	207	3.206,4	15,49
30	Bank Victoria International Tbk.	45	137,3	3,05
31	Bank Windu Kentjana International Tbk.	8	1.144,0	143,00
	<b>INDUSTRI PERBANKAN</b>	<b>122</b>	<b>1.891,0</b>	<b>15,50</b>

Sumber : Bursa Efek Jakarta 2011

#### 4.6.2 Perhitungan Nilai Wajar Saham dengan PER Historis

Perhitungan nilai wajar saham dengan menggunakan PER historis 2007-2011 ini dilakukan dengan membandingkan nilai rata-rata PER BRI terhadap nilai rata-rata PER industri perbankan, dimana PER industri perbankan diambil dari data statistik yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Jakarta. Hasil dari perbandingan tersebut akan diketahui nilai relative PER BRI dengan industri perbankan yang akan digunakan untuk menghitung nilai wajar saham BRI. Hasil perbandingan PER industri perbankan dan PER BRI dapat dilihat pada tabel 4.17 di bawah ini

Tabel 4.17 Perbandingan PER industri perbankan dan PER BRI tahun 2007-2011

TAHUN	PER INDUSTRI PERBANKAN	BRI			PER RELATIVE
		HARGA SAHAM	EPS	PER	
2007	26,65	7.400,0	201,82	36,70	1,38
2008	24,16	4.575,0	248,50	18,40	0,76
2009	32,41	7.650,0	304,75	25,10	0,77
2010	23,74	10.500,0	465,05	22,60	0,95
2011	15,50	6.850,0	550,00	11,20	0,72
<b>RATA-RATA</b>	<b>24,49</b>			<b>22,80</b>	<b>0,93</b>
<b>RATA-RATA PERTUMBUHAN</b>	-	-	<b>29,2%</b>	-	-

Sumber : Laporan Keuangan dan Data Statistik Bursa Efek Jakarta 2007-2011 (diolah)

Dari tabel 4.17 diatas dapat diketahui bahwa selama 5 tahun terakhir rata-rata PER BRI berada dibawah rata-rata PER industri. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata harga saham BRI lebih murah dibandingkan dengan harga saham di pasar industri perbankan. Nilai PER BRI sebesar 0,93 kali dibanding dengan nilai PER industri perbankan. Artinya dengan mengeluarkan jumlah yang sama, saham BRI dapat memberikan keuntungan yang lebih besar.

Dengan mengalikan nilai *relative* tersebut dengan nilai PER industri tahun 2012 (diambil data bulan Mei 2012) akan didapatkan nilai proyeksi PER BRI tahun 2012 seperti tabel 4.18 dibawah ini

Tabel 4.18 Proyeksi PER BRI tahun 2012

<b>PROYEKSI PER BRI 2012</b>	
PER INDUSTRI 2012 (MEI 2012)	12,51
PER RELATIVE	0,93
<b>PER BRI 2012</b>	<b>11,65</b>

Sumber : Hasil perhitungan

Nilai wajar saham merupakan perkalian nilai EPS dan PER, dimana untuk EPS tahun 2012 dihitung berdasarkan rata-rata kenaikan EPS selama 5 tahun terakhir (29,2%). Perhitungan nilai wajar saham BRI tahun 2012 dapat dilihat pada tabel 4.19 di bawah ini

Tabel 4.19 Nilai Wajar Saham BRI Tahun 2012

<b>NILAI WAJAR SAHAM BRI 2012</b>	
PER BRI 2012	11,65
PROYEKSI EPS (611.41*(1+32,5%))	710,37
<b>NILAI WAJAR SAHAM BRI 2012</b>	<b>8.272,80</b>

Sumber : Hasil perhitungan

Dari tabel diatas dihasilkan bahwa nilai wajar saham BRI pada tahun 2012 adalah sebesar Rp 8.272,8/lembar. Jika dibandingkan dengan harga pasar saham BRI pada penutupan bulan April 2012 sebesar Rp 5.650/lembar, maka nilai perbandingannya adalah :

$$\begin{aligned}
 \text{Persentase perbandingan harga saham} &= \text{harga pasar} / \text{nilai wajar hasil perhitungan} \\
 &= 5.650,00 / 8.272,8 \\
 &= 68,3\%
 \end{aligned}$$

Dari hasil perhitungan diatas diketahui bahwa persentase perbandingan harga saham adalah sebesar 68,3% artinya harga saham BRI berada dalam kondisi *undervalued* dan layak untuk dibeli karena nilai wajar saham lebih besar dibandingkan dengan harga pasar saham.

## BAB V KESIMPULAN

### 5.1 Kesimpulan

Setelah melakukan analisis dan pembahasan mengenai penilaian fundamental BRI, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan :

1. Analisis fundamental perlu dilakukan oleh investor sebelum mengambil keputusan menjual, menahan atau membeli saham. Hal ini bertujuan untuk mengetahui kondisi perusahaan secara menyeluruh baik kondisi eksternal perusahaan berupa kondisi ekonomi makro dan industri, maupun kondisi internal perusahaan itu sendiri.
  - a. Berdasarkan analisis kondisi ekonomi makro, kondisi peluang usaha di Indonesia, khususnya sektor perbankan mikro cukup menjanjikan. Hal ini didukung dengan pertumbuhan ekonomi Indonesia yang semakin berkembang, nilai tukar rupiah yang stabil serta tingkat inflasi dan suku bunga yang dijaga tetap rendah. Namun perlu diwaspadai adanya perkiraan badai ekonomi global pada tahun 2013 sebagai dampak bencana fiskal Amerika Serikat (AS), perlambatan di China, restrukturisasi utang di Eropa, dan stagnasi di Jepang.
  - b. Berdasarkan analisis industri, bisnis perbankan pada umumnya dalam kondisi yang stabil. Perbankan mikro sendiri semakin berkembang seiring dengan perkembangan UMKM di Indonesia. Hal ini mendorong banyak bank terjun dalam bisnis perbankan mikro dan menjadikan persaingan dalam bisnis ini semakin besar. Terlebih pemerintah telah membuat kebijakan mengenai system perkreditan mikro melalui Kredit Usaha Rakyat (KUR).
  - c. Agar dapat bertahan dalam persaingan yang tinggi tersebut, BRI menggunakan strategi *focus* sebagai strategi bersaing. Hal ini terlihat dari upaya BRI untuk terus menambah pangsa pasarnya untuk UMKM dengan menambah kantor BRI Unit dan

mengembangkan Teras BRI di pasar tradisional di seluruh Indonesia.

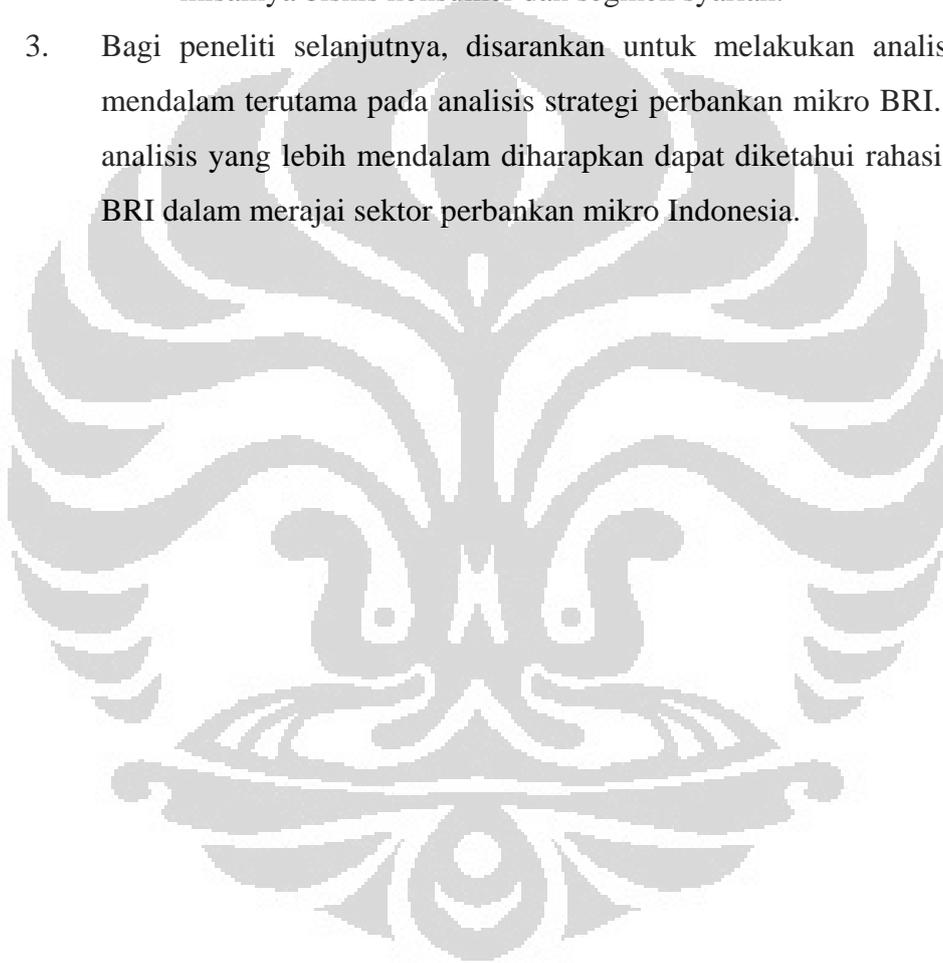
- d. Analisis terhadap laporan keuangan dan rasio usaha memperlihatkan bahwa kondisi internal BRI cukup baik. Hal ini ditunjukkan dengan kenaikan ROA pada tahun 2011 menjadi 4,93%. Walaupun nilai ROE 2011 sebesar 42,49% turun dari 2010, namun tetap dapat dikatakan bahwa tingkat pengembalian dari investasi pemegang saham masih tinggi dan cukup menjanjikan.
2. Berdasarkan perhitungan dengan metode *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) diketahui bahwa harga wajar saham sebesar Rp 8.291/lembar. Berdasarkan posisi saham BRI tanggal 30 Desember 2011, dimana harga saham BRI sebesar Rp 6.850/lembar maka dapat disimpulkan bahwa saham BRI tersebut dalam keadaan *undervalued*.
3. Berdasarkan perhitungan dengan metode *Price to Earning Ratio* (PER) diketahui bahwa harga wajar saham BRI sebesar Rp 8.272,8/lembar. Berdasarkan posisi saham BRI bulan Mei 2012 sebesar Rp 5.650/lembar maka dapat disimpulkan bahwa saham BRI tersebut dalam keadaan *undervalued*.

## 5.2 Saran

Berdasarkan kesimpulan tersebut diatas dapat disampaikan beberapa saran sebagai berikut :

1. Berdasarkan kondisi pasar saat ini dan keterbatasan dari metode yang dipergunakan dimana harga saham BRI dalam kondisi *undervalued*, maka disarankan bagi para investor dan calon untuk melakukan pembelian atas saham BRI tersebut.
2. Bagi manajemen BRI, terlihat bahwa perusahaan mempunyai prospek yang cukup menjanjikan terlebih dengan dukungan jaringan BRI di seluruh Indonesia. Untuk mencapai peningkatan kinerja di masa datang maka disarankan bagi perusahaan untuk :

- Memperluas jaringan penyaluran kredit dengan mendekati diri kepada konsumen, tidak hanya di area yang sudah pernah ditangani tetapi juga di area yang benar-benar baru.
  - Mempertahankan strategi fokus pada segmen kecil dan menengah yang selama ini menjadi fokus bisnis BRI, namun tidak melepaskan kesempatan untuk merambah segmen lain yang menjanjikan prospek yang menguntungkan di masa depan, misalnya bisnis konsumen dan segmen syariah.
3. Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk melakukan analisis lebih mendalam terutama pada analisis strategi perbankan mikro BRI. Dengan analisis yang lebih mendalam diharapkan dapat diketahui rahasia sukses BRI dalam merajai sektor perbankan mikro Indonesia.



## DAFTAR PUSTAKA

- Bajkowski, John. (2000). *Evaluating Valuations Using Price-Earnings Relatives*. AAI Journal
- Basri, Faisal H. (2003). *Dinamika UKM diantara Gemuruh Retorika Politik dan Mitos*. Seminar Pembangunan Hukum Nasional VIII
- Bodie, Zvi, Kane, Alex & Markus, Alan J. (2009). *Investments. 8th ed.*, New York: McGraw-Hill.
- Brigham, Eugene F., Gapenski, Louis C. (1997). *Financial Management : Theory and Practice (8<sup>th</sup> edition)*. The Dryden Press
- Charles W.L Hill dan Gareth R. Jones. (1998). *CARDS 2002 Project Development of Investment and Business Climate in Croatia*.
- Damodaran, Aswath. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (2nd ed.)*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- IDX Statistics Tahun 2007 -2011
- IDX Monthly Statistics Tahun 2012
- Jones, C.P. (2000). *Investments: Analysis and Management*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Judisseno, Rimsky K. (2002). *Sistem Moneter dan Perbankan di Indonesia*. P.T. Gramedia Pustaka Utama. Jakarta.
- Keown, J.Arthur. (2010). *Foundation of Finance 7<sup>th</sup> ed.* Pearson Education. Inc. Prentice Hall
- Laporan Keuangan PT Bank Rakyat Indonesia Tahun 2003 -2011
- Lestari, Sri. *Perkembangan dan Strategi Pengembangan Pembiayaan Usaha Mikro Kecil dan Menengah (UMKM)*
- O'Brien, Barclay. (2006). *Valuing Microfinance Institutions*. Savings And Development - No. 3 - 2006 – XXX
- Panggabean, Riana. *Kerjasama Bank, Koperasi dan Lembaga Keuangan Mikro (LKM) Mendukung Pemberdayaan Usaha Mikro Kecil dan Menengah (UMKM)*.

- Rivai, Mohammad. (2004). *Analisis Valuasi Harga Saham dengan Metode Free Cash Flow to Equity dan Relative Valuation (Studi Kasus pada PT Bank Rakyat Indonesia, Tbk)*. Tesis MM UI
- Sandee, Andadari, Sulandjari. (2000). *Small Firm Development during Good Times and Bad: The Jepara Furniture Industry*
- Sitorus, Melanty Veronica. (1999). *Analisis Fundamental dengan Pendekatan Free Cash Flow to Equity Model (FCFE) untuk Menentukan Nilai Intristik Saham (Studi Kasus : Bank Rakyat Indonesia (BRI))*. Tesis MM UI
- Statistik Perbankan Indonesia VOL: 10 No. 2 Januari 2012*. Bank Indonesia
- Sumodiningrat, Gunawan. (2007). *Peranan Lembaga Keuangan Mikro*.
- Sulistyastuti, Dyah Ratih. (2004). *Dinamika Usaha Kecil dan Menengah (UKM), Analisis Konsentrasi Regional UKM di Indonesia 1999-2001*. Jurnal Ekonomi Pembangunan 9 (2).
- Tambunan, Andi Porman. (2003). *Menilai Harga Wajar Saham*. Jakarta. Elex Media
- Tambunan, F. (2004). *Analisis Valuasi Harga Saham Model Free Cash Flow to Equity dan Relative Valuation (Studi Kasus: PT Bank Mandiri (Persero), Tbk)*. Tesis MM UI
- Tambunan, Tulus. (2000). *Development of Small Scale Industries During the new Order Government in Indonesia*. England: Ashgate Publishing Ltd.
- Tambunan, Tulus. (2001). *Analisis terhadap Peranan Industri Kecil/Rumah Tangga di dalam Perekonomian Regional: Suatu Studi Perbandingan antar Kabupaten di Propinsi Jawa Barat*.
- Tambunan, Tulus. (2002). *Usaha Kecil dan Menengah di Indonesia: Beberapa Isu Penting*. Jakarta: Salemba.
- Undang Undang No. 20 Tahun 2008 Tentang Usaha Mikro, Kecil dan Menengah (UMKM)
- Urata, Shujiro. (2000). *Policy Recommendation for SME Promotion in the Republic of Indonesia*. Tokyo: JICA.

**LAMPIRAN 1**  
**NERACA PT BANK RAKYAT INDONESIA TBK TAHUN 2007-2011**  
**(Juta Rupiah)**

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>ASET</b>					
Kas	5.041.396	6.750.145	8.139.304	9.975.712	10.525.973
Giro pada Bank Indonesia	31.047.872	9.945.696	12.893.414	19.989.683	33.040.418
Giro pada Bank Lain	913.618	3.386.080	8.990.275	5.658.053	5.533.164
Penempatan pada Bank Indonesia dan Bank Lain	14.629.443	22.235.561	40.495.057	83.272.140	73.596.356
Efek-efek	17.317.899	23.766.171	24.478.132	22.514.663	33.917.516
Tagihan Wesel Ekspor	590.325	556.092	545.660	734.339	4.828.569
Obligasi Rekapitulasi Pemerintah	18.222.590	16.352.318	15.027.074	13.626.463	8.996.026
Efek-efek yang dibeli dengan janji dijual kembali	2.573.610	0	503.887	501.381	9.383.298
Tagihan Derivatif	24.477	13	143.472	87.870	17.818
Kredit yang diberikan	105.923.763	152.217.543	194.242.503	232.972.784	269.454.726
Piutang dan Pembiayaan Syariah	1.091.015	885.087	2.511.917	5.413.592	8.970.274
Tagihan Akseptasi	654.363	479.023	348.214	660.209	1.692.176
Penyertaan Saham	76.668	89.792	111.461	133.888	164.689
Aset Tetap	1.644.172	1.350.483	1.366.212	1.568.945	1.852.818
Aktiva Pajak Tangguhan	1.269.743	2.000.076	1.915.026	2.295.101	2.631.958
Aktiva lain-lain	2.713.984	6.062.816	5.235.421	4.880.779	5.293.505
<b>Total Aset</b>	<b>203.734.938</b>	<b>246.076.896</b>	<b>316.947.029</b>	<b>404.285.602</b>	<b>469.899.284</b>

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>LIABILITAS</b>					
Liabilitas Segera	3.955.880	5.620.911	4.333.232	4.123.639	3.961.640
Simpanan Nasabah	165.599.983	201.537.439	255.928.261	333.652.397	384.264.345
Simpanan dari Bank lain dan lembaga keuangan lainnya	1.611.033	3.428.243	4.449.907	5.160.315	4.024.163
Efek yang dijual dengan janji dibeli kembali	102.681	102.752	544.464	526.365	102.681
Kewajiban Derivatif	180.921	1.313.676	277.302	81.801	173.536
Kewajiban Akseptasi	661.381	483.862	352.716	666.878	1.692.176
Hutang Pajak	1.140.490	300.295	343.492	1.930.923	1.105.997
Pinjaman yang Diterima	2.382.277	3.356.495	13.611.399	9.454.545	13.097.916
Estimasi Kerugian Komitmen dan Kontijensi	73.846	86.970	101.737	93.422	152
Kewajiban lain-lain	6.448.558	6.778.922	7.068.716	9.766.026	9.520.061
Pinjaman Subordinasi	2.140.253	710.634	2.678.422	2.156.181	2.136.288
<b>Total Liabilitas</b>	<b>184.297.303</b>	<b>223.720.199</b>	<b>289.689.648</b>	<b>367.612.492</b>	<b>420.078.955</b>
<b>EKUITAS</b>					
Modal saham	6.158.900	6.162.650	6.164.926	6.167.291	6.167.291
Tambahan modal disetor/agio saham	2.676.620	2.706.137	2.722.349	2.773.858	2.773.858
Selisih penilaian kembali aset tetap	786	-	-	-	-
Selisih kurs	103.075	108.361	89.947	47.237	49.153
Opsi Saham	23.586	17.300	12.977	-	-
Keuntungan yang belum direalisasi	496.576	37.523	432.488	561.564	765.004
Saldo laba	9.978.092	13.324.726	17.834.694	27.123.160	40.019.254
Laba tak terkontrol	-	-	-	-	45.769
<b>Total Ekuitas</b>	<b>19.437.635</b>	<b>22.356.697</b>	<b>27.257.381</b>	<b>36.673.110</b>	<b>49.820.329</b>
<b>Total Ekuitas dan Liabilitas</b>	<b>203.734.938</b>	<b>246.076.896</b>	<b>316.947.029</b>	<b>404.285.602</b>	<b>469.899.284</b>

**LAMPIRAN 2**  
**LAPORAN RUGI LABA PT BANK RAKYAT INDONESIA TBK TAHUN 2007-2011**  
**(Juta Rupiah)**

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Pendapatan dan Beban Operasional</b>					
Jumlah Pendapatan Bunga Investasi dan Syariah	23.240.631	28.096.633	35.334.131	44.615.162	48.164.348
Jumlah Beban Bunga Pembiayaan Lainnya dan Syariah	(6.552.899)	(8.448.667)	(12.284.636)	(11.726.559)	(13.737.272)
<b>Pendapatan Bunga - bersih</b>	<b>16.687.732</b>	<b>19.647.966</b>	<b>23.049.495</b>	<b>32.888.603</b>	<b>34.427.076</b>
Pendapatan Operasional Lainnya	1.775.375	2.483.752	3.269.594	5.544.533	5.775.975
Beban Penyisihan Kerugian Penurunan Nilai	(1.917.092)	(2.830.490)	(5.421.499)	(7.880.536)	(5.791.658)
Pembalikan Estimasi Kerugian	(25.567)	(13.141)	(14.767)	8.315	93.623
Pembalikan Cadangan Kerugian	-	-	(362.649)	(45.222)	164.841
Beban Operasional Lainnya	(8.964.445)	(10.941.974)	(11.959.515)	(16.113.692)	(17.085.627)
<b>Laba Operasional</b>	<b>7.556.003</b>	<b>8.346.113</b>	<b>8.560.659</b>	<b>14.402.001</b>	<b>17.584.230</b>
Pendapatan non - operasional	224.071	475.899	1.330.569	506.229	1.171.650
<b>Laba sebelum Pajak</b>	<b>7.780.074</b>	<b>8.822.012</b>	<b>9.891.228</b>	<b>14.908.230</b>	<b>18.755.880</b>
Beban Pajak	(2.942.073)	(2.863.644)	(2.582.936)	(3.435.845)	(3.667.884,0)
<b>Laba Bersih</b>	<b>4.838.001</b>	<b>5.958.368</b>	<b>7.308.292</b>	<b>11.472.385</b>	<b>15.087.996</b>

**LAMPIRAN 3**  
**PROYEKSI NERACA PT BANK RAKYAT INDONESIA TBK TAHUN 2012-2016**  
**(Juta Rupiah)**

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>ASET</b>					
Kas	17.084.043	19.775.147	24.003.193	29.689.410	40.562.317
Giro pada Bank Indonesia	39.813.443	47.974.884	57.809.356	69.659.817	83.939.529
Giro pada Bank Lain	7.861.424	11.169.377	15.869.259	22.546.771	32.034.065
Penempatan pada Bank Indonesia dan Bank Lain	84.635.809	97.331.181	111.930.858	128.720.487	148.028.560
Efek-efek	40.943.143	49.424.048	59.661.675	72.019.911	86.938.014
Tagihan Wesel Ekspor	5.552.854	6.385.783	7.343.650	8.445.197	9.711.977
Obligasi Rekapitulasi Pemerintah	7.609.073	6.435.952	5.443.695	4.604.419	3.894.538
Efek-efek yang dibeli dengan janji dijual kembali	9.336.632	9.290.197	9.243.994	9.198.021	9.152.276
Tagihan Derivatif	20.491	23.564	27.099	31.164	35.838
Kredit yang diberikan	341.474.417	436.158.230	552.734.330	700.468.816	878.387.896
Piutang dan Pembiayaan Syariah	14.863.665	24.628.961	40.809.970	61.214.954	91.822.431
Tagihan Akseptasi	1.861.394	2.047.533	2.252.286	2.477.515	2.725.266
Penyertaan Saham	199.429	241.496	292.438	354.125	428.824
Aset Tetap	2.091.853	3.172.454	3.669.630	4.224.983	4.806.979
Aktiva Pajak Tangguhan	3.209.607	3.914.036	4.773.070	5.820.640	7.098.125
Aktiva lain-lain	6.768.103	8.653.475	11.064.051	14.146.135	18.086.787
<b>Total Aset</b>	<b>583.325.379</b>	<b>726.626.318</b>	<b>906.928.554</b>	<b>1.133.622.365</b>	<b>1.417.653.423</b>

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>LIABILITAS</b>					
Liabilitas Segera	4.064.800	4.170.646	4.279.249	4.390.679	4.505.011
Simpanan Nasabah	474.785.381	586.630.431	724.822.785	895.569.070	1.106.538.007
Simpanan dari Bank lain dan lembaga keuangan lainnya	4.342.727	4.686.509	5.057.507	5.457.873	5.889.934
Efek yang dijual dengan janji dibeli kembali	102.681	102.681	102.681	102.681	102.681
Kewajiban Derivatif	173.536	173.536	173.536	173.536	173.536
Kewajiban Akseptasi	1.692.176	1.692.176	1.692.176	1.692.176	1.692.176
Hutang Pajak	633.495	362.854	207.836	119.045	68.187
Pinjaman yang Diterima	18.145.284	25.137.688	34.824.661	48.244.573	66.835.937
Estimasi Kerugian Komitmen dan Kontijensi	152	152	152	152	152
Kewajiban lain-lain	10.591.968	11.784.567	13.111.445	14.587.722	16.230.221
Pinjaman Subordinasi	1.918.166	1.722.314	1.546.460	1.388.561	1.246.784
<b>Total Liabilitas</b>	<b>516.450.366</b>	<b>636.463.554</b>	<b>785.818.488</b>	<b>971.726.069</b>	<b>1.203.282.625</b>
<b>EKUITAS</b>					
Modal saham	6.167.291	6.167.291	6.167.291	6.167.291	6.167.291
Tambahan modal disetor/agio saham	2.773.858	2.773.858	2.773.858	2.773.858	2.773.858
Selisih penilaian kembali aset tetap	-	-	-	-	-
Selisih kurs	49.153	49.153	49.153	49.153	49.153
Opsi Saham	-	-	-	-	-
Keuntungan yang belum direalisasi	765.004	765.004	765.004	765.004	765.004
Saldo laba	57.073.939	80.361.688	111.308.991	152.095.220	204.569.723
Laba tak terkontrol	45.769	45.769	45.769	45.769	45.769
<b>Total Ekuitas</b>	<b>66.875.014</b>	<b>90.162.763</b>	<b>121.110.066</b>	<b>161.896.295</b>	<b>214.370.798</b>
<b>Total Ekuitas dan Liabilitas</b>	<b>583.325.379</b>	<b>726.626.318</b>	<b>906.928.554</b>	<b>1.133.622.365</b>	<b>1.417.653.423</b>

**LAMPIRAN 4**  
**PROYEKSI LAPORAN RUGI LABA PT BANK RAKYAT INDONESIA TBK TAHUN 2007-2011**  
**(Juta Rupiah)**

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Pendapatan dan Beban Operasional</b>					
Jumlah Pendapatan Bunga Investasi dan Syariah	62.894.518	80.333.871	101.805.458	129.015.957	161.786.010
Jumlah Beban Bunga Pembiayaan Lainnya dan Syariah	(19.088.386)	(23.585.031)	(29.140.949)	(36.005.674)	(44.487.520)
<b>Pendapatan Bunga - bersih</b>	<b>43.806.132</b>	<b>56.748.840</b>	<b>72.664.508</b>	<b>93.010.283</b>	<b>117.298.490</b>
Pendapatan Operasional Lainnya	6.308.594	8.057.837	10.211.531	12.940.862	16.227.841
Beban Penyisihan Kerugian Penurunan Nilai	(5.791.658)	(5.791.658)	(5.791.658)	(5.791.658)	(5.791.658)
Pembalikan Estimasi Kerugian	93.623	93.623	93.623	93.623	93.623
Pembalikan Cadangan Kerugian	164.841	164.841	164.841	164.841	164.841
Beban Operasional Lainnya	(23.013.603)	(29.394.800)	(37.251.424)	(47.207.962)	(59.198.784)
<b>Laba Operasional</b>	<b>21.567.930</b>	<b>29.878.683</b>	<b>40.091.421</b>	<b>53.209.989</b>	<b>68.794.353</b>
Pendapatan non - operasional	1.171.650,0	1.171.650,0	1.171.650,0	1.171.650,0	1.171.650,0
<b>Laba sebelum Pajak</b>	<b>22.739.580</b>	<b>31.050.333</b>	<b>41.263.071</b>	<b>54.381.639</b>	<b>69.966.003</b>
Beban Pajak	(5.684.895)	(7.762.583)	(10.315.768)	(13.595.410)	(17.491.501)
<b>Laba Bersih</b>	<b>17.054.685</b>	<b>23.287.749</b>	<b>30.947.303</b>	<b>40.786.229</b>	<b>52.474.502</b>

**LAMPIRAN 5**  
**PROYEKSI LAPORAN ARUS KAS PT BANK RAKYAT INDONESIA TBK TAHUN 2012-2016**  
**(Juta Rupiah)**

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Arus Kas dari Aktivitas Operasiona</b>					
Net Income	17.054.685	23.287.749	30.947.303	40.786.229	52.474.502
Depreciation	258.042	353.659	486.556	560.978	642.619
Penurunan (Kenaikan) Pada Giro pada Bank Indonesia	(6.773.025)	(8.161.441)	(9.834.472)	(11.850.461)	(14.279.712)
Penurunan (Kenaikan) Pada Giro pada Bank Lain	(2.328.260)	(3.307.952)	(4.699.882)	(6.677.512)	(9.487.294)
Penurunan (Kenaikan) Pada Penempatan pada Bank Indonesia dan Bank Lain	(11.039.453)	(12.695.371)	(14.599.677)	(16.789.629)	(19.308.073)
Penurunan (Kenaikan) Pada Efek-efek	(7.025.627)	(8.480.905)	(10.237.628)	(12.358.236)	(14.918.103)
Penurunan (Kenaikan) Pada Tagihan Wesel Ekspor	(724.285)	(832.928)	(957.867)	(1.101.547)	(1.266.780)
Penurunan (Kenaikan) Pada Obligasi Rekapitulasi Pemerintah	1.386.953	1.173.121	992.256	839.276	709.882
Penurunan (Kenaikan) Pada Efek-efek yang dibeli dengan janji dijual kembali	46.666	46.434	46.203	45.974	45.745
Penurunan (Kenaikan) Pada Tagihan Derivatif	(2.673)	(3.074)	(3.535)	(4.065)	(4.675)
Penurunan (Kenaikan) Pada Kredit yang diberikan	(72.019.691)	(94.683.813)	(116.576.100)	(147.734.487)	(177.919.079)
Penurunan (Kenaikan) Pada Piutang dan Pembiayaan Syariah	(5.893.391)	(9.765.296)	(16.181.009)	(20.404.985)	(30.607.477)
Penurunan (Kenaikan) Pada Tagihan Akseptasi	(169.218)	(186.139)	(204.753)	(225.229)	(247.751)
Penurunan (Kenaikan) Pada Penyertaan Saham	(34.740)	(42.068)	(50.941)	(61.687)	(74.699)
Penurunan (Kenaikan) Pada Aktiva Pajak Tangguhan	(577.649)	(704.429)	(859.034)	(1.047.570)	(1.277.486)
Penurunan (Kenaikan) Pada Aktiva lain-lain	(1.474.598)	(1.885.373)	(2.410.576)	(3.082.084)	(3.940.652)
Kenaikan (Penurunan) Pada Liabilitas Segera	103.160	105.846	108.602	111.430	114.332
Kenaikan (Penurunan) Pada Simpanan Nasabah	90.521.036	111.845.049	138.192.354	170.746.285	210.968.937

	2012	2013	2014	2015	2016
Kenaikan (Penurunan) Pada Simpanan dari Bank lain dan lembaga keuangan lainnya	318.564	343.782	370.997	400.366	432.061
Kenaikan (Penurunan) Pada Kewajiban lain-lain	1.071.907	1.192.598	1.326.878	1.476.278	1.642.498
Kenaikan (Penurunan) Pada Pinjaman Subordinasi	(218.122)	(195.851)	(175.854)	(157.899)	(141.777)
<b>Total Arus Kas dari Aktivitas Operasi</b>	<b>7.055.148</b>	<b>4.125.363</b>	<b>5.211.778</b>	<b>6.802.548</b>	<b>12.097.522</b>
<b><u>Arus Kas dari Aktivitas Investasi</u></b>					
Belanja Modal	(497.078)	(1.434.260)	(983.732)	(1.116.331)	(1.224.615)
<b>Total Arus Kas dari Aktivitas Investasi</b>	<b>(497.078)</b>	<b>(1.434.260)</b>	<b>(983.732)</b>	<b>(1.116.331)</b>	<b>(1.224.615)</b>
<b><u>Arus Kas dari Aktivitas Pendanaan</u></b>					
<b>Total Arus Kas dari Aktivitas Pendanaan</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Kenaikan (Penurunan) Kas	6.558.070	2.691.104	4.228.045	5.686.218	10.872.907
Saldo Awal	10.525.973	17.084.043	19.775.147	24.003.193	29.689.410
<b>Saldo Akhir</b>	<b>17.084.043</b>	<b>19.775.147</b>	<b>24.003.193</b>	<b>29.689.410</b>	<b>40.562.317</b>

**LAMPIRAN 6**  
**PERHITUNGAN PROYEKSI ASET TETAP DAN JADWAL PENYUSUTAN TAHUN 2012-2016**  
**(Juta Rupiah)**

	2011	PROYEKSI				
		2012	2013	2014	2015	2016
<b>Saldo Awal</b>						
Tanah		287.257	287.257	287.257	287.257	287.257
Bangunan		879.185	1.081.141	1.655.560	1.978.740	2.330.240
Kendaraan Bermotor		144.505	152.313	480.227	631.172	798.023
Komputer dan Mesin		345.847	364.535	478.959	493.989	517.953
Perlengkapan Kantor		195.840	206.422	270.267	278.288	291.326
Aset Tetap Museum		184	184	184	184	184
<b>Total Saldo Awal</b>		<b>1.852.818</b>	<b>2.091.853</b>	<b>3.172.454</b>	<b>3.669.630</b>	<b>4.224.983</b>
<b>Capital Expenditure <sup>1)</sup></b>						
Bangunan		279.181	698.189	478.875	543.423	596.136
Kendaraan Bermotor		45.887	392.134	268.958	305.211	334.816
Komputer dan Mesin		109.822	220.240	151.058	171.420	188.048
Perlengkapan Kantor		62.188	123.696	84.841	96.277	105.616
<b>Total Capital Expenditure</b>		<b>497.078</b>	<b>1.243.117</b>	<b>852.631</b>	<b>967.558</b>	<b>1.061.412</b>
<b>Penyusutan <sup>2)</sup></b>						
Bangunan		77.224	123.770	155.695	191.924	231.666
Kendaraan Bermotor		38.078	64.221	118.012	138.360	160.681
Komputer dan Mesin		91.134	105.816	136.028	147.456	159.993

	2011	PROYEKSI				
		2012	2013	2014	2015	2016
Perlengkapan Kantor		51.606	59.852	76.820	83.239	90.280
<b>Total Penyusutan</b>	<b>-</b>	<b>258.042</b>	<b>353.659</b>	<b>486.556</b>	<b>560.978</b>	<b>642.619</b>
<b>Saldo Akhir</b>						
Tanah	287.257	287.257	287.257	287.257	287.257	287.257
Bangunan	879.185	1.081.141	1.655.560	1.978.740	2.330.240	2.694.710
Kendaraan Bermotor	144.505	152.313	480.227	631.172	798.023	972.159
Komputer dan Mesin	345.847	364.535	478.959	493.989	517.953	546.007
Perlengkapan Kantor	195.840	206.422	270.267	278.288	291.326	306.662
Aset Tetap Museum	184	184	184	184	184	184
<b>Total Aset Tetap Bersih</b>	<b>1.852.818</b>	<b>2.091.853</b>	<b>3.172.454</b>	<b>3.669.630</b>	<b>4.224.983</b>	<b>4.806.979</b>

**KETERANGAN :**

- 1) Detail perhitungan dapat dilihat pada lampiran 7.
- 2) Perhitungan penyusutan dilakukan dengan metode penyusutan garis lurus, dimana asumsi masa manfaat bangunan 15 tahun, kendaraan bermotor 5 tahun, mesin dan computer 5 tahun dan perlengkapan kantor 5 tahun.

**LAMPIRAN 7**  
**PERHITUNGAN CAPITAL EXPENDITURE TAHUN 2012-2016**  
**(Juta Rupiah)**

<b>Capital Expenditure Assumptions</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>Average<sup>1)</sup></b>
Revenue/net fixed assets	14,14	20,80	25,86	28,44	26,00	26,76

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<i>Efficiency Increase<sup>2)</sup></i>	26,76	26,76	24,09	25,29	27,82	30,60
Net fixed assets targeted		2.349.896	3.334.970	4.025.085	4.637.188	5.286.394
Net Fixed Assets Actual previous year		1.852.818	2.091.853	3.172.454	3.669.630	4.224.983
<b>Capex needed<sup>3)</sup></b>		<b>497.078</b>	<b>1.243.117</b>	<b>852.631</b>	<b>967.558</b>	<b>1.061.412</b>
Capex Building		279.181	698.189	478.875	543.423	596.136
Capex Kendaraan Bermotor		45.887	392.134	268.958	305.211	334.816
Capex Mesin dan Komputer		109.822	220.240	151.058	171.420	188.048
Capex Perlengkapan Kantor		62.188	123.696	84.841	96.277	105.616

**KETERANGAN :**

- 1) Angka rata-rata perbandingan pendapatan dan asset selama 3 tahun terakhir (2009-2011).
- 2) Perbandingan pendapatan dan asset diasumsikan turun pada tahun 2013 dan perlahan membaik tahun 2014-2016 .
- 3) Capital expenditure needed merupakan selisih proyeksi asset tetap dan asset tetap tahun sebelumnya. Pembagian capital expenditure untuk masing-masing asset menggunakan asumsi bangunan 56%, kendaraan bermotor 9%, mesin dan computer 22% dan perlengkapan kantor 13% sesuai dengan proporsi tahun 2011.

**LAMPIRAN 8**  
**PERHITUNGAN MARKET RETURN BRI**

<i>Date</i>	<i>Price IHSG</i>	<i>Return</i>	<i>1+Return</i>	<i>Geometric Return</i>	<i>Return Market</i>
30/12/2011	3821,99	3,20%	103,20%	<b>1,146688271</b>	<b>14,6688%</b>
30/12/2010	3703,51	46,13%	146,13%		
30/12/2009	2534,36	86,98%	186,98%		
30/12/2008	1355,41	-50,64%	49,36%		
28/12/2007	2745,83	52,08%	152,08%		
29/12/2006	1805,52	55,29%	155,29%		
29/12/2005	1162,64	16,24%	116,24%		
30/12/2004	1000,23	44,56%	144,56%		
30/12/2003	691,9	62,82%	162,82%		
27/12/2002	424,95	8,39%	108,39%		
28/12/2001	392,04	-5,83%	94,17%		
29/12/2000	416,321	-38,50%	61,50%		
31/12/1999	676,919	70,06%	170,06%		
31/12/1998	398,038	-0,91%	99,09%		
31/12/1997	401,712	-36,98%	63,02%		
31/12/1996	637,432	24,05%	124,05%		
29/12/1995	513,847	9,41%	109,41%		
30/12/1994	469,64	-20,23%	79,77%		
31/12/1993	588,765	114,62%	214,62%		
31/12/1992	274,335	10,89%	110,89%		
31/12/1991	247,39				

**LAMPIRAN 9**  
**PERHITUNGAN NILAI WAJAR SAHAM DENGAN METODE FREE CASH FLOW TO EQUITY**

<i>Description</i>	<b>31-Des-11</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Cash Inflow</b>						
<i>Net Income</i>		17.054.685	23.287.749	30.947.303	40.786.229	52.474.502
<i>Depresiasi <sup>1)</sup></i>		258.042	353.659	486.556	560.978	642.619
<b>Total Cash Inflow</b>		<b>18.386.714</b>	<b>17.312.727</b>	<b>23.641.409</b>	<b>31.433.859</b>	<b>41.347.207</b>
<b>Cash Outflow</b>						
<i>Capital Expenditure <sup>2)</sup></i>		(497.078)	(1.434.260)	(983.732)	(1.116.331)	(1.224.615)
<i>Changes in Working Capital <sup>3)</sup></i>		(8.196.630)	(14.988.371)	(17.229.601)	(24.106.268)	(24.351.188)
<i>Changes in Net Borrowing</i>		1.071.907	1.192.598	1.326.878	1.476.278	1.642.498
<b>Total Cash Outflow</b>		<b>(8.262.886)</b>	<b>(7.621.800)</b>	<b>(15.230.032)</b>	<b>(16.886.456)</b>	<b>(23.746.321)</b>
<b>Free Cash Flow to Equity</b>		<b>9.690.927</b>	<b>8.411.377</b>	<b>14.547.403</b>	<b>17.600.886</b>	<b>29.183.817</b>
<i>Terminal Value</i>						<b>310.959.259</b>
<i>Discount Factor 2012</i>		0,86	0,74	0,64	0,55	0,47
<b>Discounted FCFE 2012</b>		<b>8.339.413</b>	<b>6.228.843</b>	<b>9.270.346</b>	<b>9.651.952</b>	<b>160.513.799</b>
<i>Discount Factor 2013</i>			0,86	0,74	0,64	0,55
<i>FCF 2013</i>			7.238.311	10.772.730	11.216.180	186.527.224

<i>Description</i>	<b>31-Des-11</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<i>Discount Factor 2014</i>				0,86	0,74	0,64
FCF 2014				12.518.596	13.033.914	216.756.474
<i>Discount Factor 2015</i>					0,86	0,74
FCF 2015					15.146.235	251.884.782
<b><i>Total Discounted FCFE</i></b>	<b>194.004.352</b>	<b>215.754.445</b>	<b>242.308.984</b>	<b>267.031.017</b>		
<i>Add: Cash</i>	10.525.973	17.084.043	19.775.147	24.003.193		
<b><i>Equity Value at 100%</i></b>	<b>204.530.325</b>	<b>232.838.488</b>	<b>262.084.131</b>	<b>291.034.210</b>		
<i>Outstanding Shares</i>	24.669.162.000					
<b><i>Equity Value per Share</i></b>	<b>8.291</b>	<b>9.438</b>	<b>10.624</b>	<b>11.797</b>		

**KETERANGAN :**

- 1) Perhitungan penyusutan dapat dilihat pada Lampiran 6
- 2) Perhitungan *Capital Expenditure* dapat dilihat pada Lampiran 6
- 3) Perhitungan *Changes in Working Capital* dapat dilihat pada Lampiran 10

**LAMPIRAN 10**  
**PERHITUNGAN *WORKING CAPITAL* TAHUN 2012-2016**  
**(Juta Rupiah)**

<b>WORKING CAPITAL</b>	<b>31-Des-11</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<i>Current Asset</i>						
Giro pada Bank Indonesia	33.040.418	39.813.443	47.974.884	57.809.356	69.659.817	83.939.529
Giro pada Bank Lain	5.533.164	7.861.424	11.169.377	15.869.259	22.546.771	32.034.065
Penempatan pada Bank Indonesia dan Bank Lain	73.596.356	84.635.809	97.331.181	111.930.858	128.720.487	148.028.560
Efek-efek	33.917.516	40.943.143	49.424.048	59.661.675	72.019.911	86.938.014
Efek-efek yang dibeli dengan janji dijual kembali	9.383.298	9.336.632	9.290.197	9.243.994	9.198.021	9.152.276
Kredit yang diberikan	269.454.726	341.474.417	436.158.230	552.734.330	700.468.816	878.387.896
<b>Total <i>Current Asset</i></b>	<b>424.925.478</b>	<b>524.064.868</b>	<b>651.347.917</b>	<b>807.249.472</b>	<b>1.002.613.822</b>	<b>1.238.480.339</b>
<i>Current Liabilities</i>						
Liabilitas Segera	3.961.640	4.064.800	4.170.646	4.279.249	4.390.679	4.505.011
Simpanan Nasabah	384.264.345	474.785.381	586.630.431	724.822.785	895.569.070	1.106.538.007
Simpanan dari Bank lain dan lembaga keuangan lainnya	4.024.163	4.342.727	4.686.509	5.057.507	5.457.873	5.889.934
Efek yang dijual dengan janji dibeli kembali	102.681	102.681	102.681	102.681	102.681	102.681
<b>Total <i>Current Liabilities</i></b>	<b>392.352.829</b>	<b>483.295.589</b>	<b>595.590.267</b>	<b>734.262.221</b>	<b>905.520.303</b>	<b>1.117.035.632</b>
<i>Working Capital</i>	32.572.649	40.769.279	55.757.649	72.987.251	97.093.519	121.444.707
<b><i>Working Capital Changes</i></b>		<b>8.196.630</b>	<b>14.988.371</b>	<b>17.229.601</b>	<b>24.106.268</b>	<b>24.351.188</b>