VALUASI HARGA SAHAM DENGAN METODE *FREE CASH FLOW TO EQUITY* DAN *PRICE EARNING RATIO* (PER) (STUDI KASUS: PT. SEMEN BATURAJA (PERSERO), TBK.)

TESIS

Oleh:

FAJAR NOPRIANDY

PROGRAM PASCA SARJANA MAGISTER MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2016

ABSTRAK

VALUASI HARGA SAHAM DENGAN METODE *FREE CASH FLOW TO EQUITY* DAN *PRICE EARNING RATIO* (PER) (STUDI KASUS: PT. SEMEN BATURAJA (PERSERO), TBK.)

Oleh

Fajar Nopriandy

PT Semen Baturaja (Persero), Tbk., melakukan penawaran saham perdana kepada publik dengan harga penawaran perdana saham sebesar Rp. 560 per lembar saham pada tanggal 28 Juni 2013. Harga saham yang ditetapkan oleh emiten dan penjamin emisi mempunyai potensi tidak wajar, karena keduanya mempunyai kepentingan yang berbeda. Analisis fundamental yang dilakukan investor berdasarkan informasi prospektus yang dipublikasikan guna menentukan harga intrinsik yang sebenarnya, tidak memberikan jaminan yang pasti akan terbentuknya harga saham yang wajar terhadap saham-saham IPO. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui harga wajar dari saham PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk., dan untuk mengetahui apakah harga saham perdana semen Baturaja lebih tinggi atau lebih rendah dari harga wajarnya. Penelitian dilakukan dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) dengan *two stage model* dan metode P/E Ratio. Langkah-langkah dalam valuasi dimulai dengan pemahaman masa lalu, analisis terhadap laporan keuangan, proyeksi laporan keuangan dan perhitungan nilai saham perusahaan. Berdasarkan hasil valuasi dengan menggunakan metode Free Cash Flow to Equity (FCFE) maupun P/E Ratio menunjukan bahwa harga saham perdana dan harga pasar saham SMBR *undervalued* atau lebih rendah dari nilai wajar saham Perseroan. Harga saham perdana PT Semen Baturaja (Persero), Tbk., di bursa yang cenderung *underprice* dan terus menurun disebabkan karena adanya *market timing* yang kurang tepat, perubahan rencana strategic pengembangan perusahaan dan *assymetric information*.Investor sebaiknya melakukan pembelian saham SMBR untuk dijadikan investasi jangka panjang dengan pertimbangan fundamental perusahaan yang terus meningkat.

Kata kunci : Valuasi, Nilai Wajar, FCFE, PE Ratio

ABSTRACT

VALUATION OF SHARE PRICE WITH FREE CASH FLOW TO EQUITY AND PRICE EARNINGS RATIO (PER) (CASE STUDY: PT. SEMEN BATURAJA (PERSERO), TBK.)

By

Fajar Nopriandy

PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk., executed Initial Public Offering (IPO) on 28 June 2013 with initial offering price at IDR 560 per share. Share price which determined by issuer and underwriter has a factious potential due to both interest discrepancy. Fundamental analysis to determine the intrinsic value, which performed by the investors based on published prospectus information, provides no assurance on the determination of fair value to the IPO shares. The objectives of this research are to determine intrinsic value and to evaluate whether the initial share price of PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk., is over or under its fair value. This research is performed using Free Cash Flow to Equity (FCFE) with two stages model and P/E ratio method. Valuation steps are started with understanding the past, financial statements analysis, projection of financial statements and valuation of company's share. Valuation result using FCFE or P/E ratio method indicates that initial share price and market price are undervalued or lower than its fair value. Initial market price of PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk., tends to underprice and continues to decline as a result of less precise market timing, changes on company development strategic plan and asymmetric information. Investors are advised to purchase SMBR's share as a long term investment considering the growth of company's fundamental.

Keyword: *Valuation, Fair Value, FCFE, PE Ratio*

VALUASI HARGA SAHAM DENGAN METODE *FREE CASH FLOW TO EQUITY* DAN *PRICE EARNING RATIO* (PER) (STUDI KASUS: PT. SEMEN BATURAJA (PERSERO), TBK.)

Oleh:

FAJAR NOPRIANDY

(Tesis)

Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar
MAGISTER MANAJEMEN

Pada

Program Pascasarjana Magister Manajemen
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung

PROGRAM PASCA SARJANA MAGISTER MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2016

Judul Tesis	: **VALUASI HARGA SAHAM DENGAN METODE *FREE CASH FLOW TO EQUITY* DAN *PRICE EARNING RATIO* (PER) (STUDI KASUS: PT SEMEN BATURAJA (PERSERO) TBK)**
Nama Mahasiswa	: *Fajar Nopriandy*
NPM	: 1121011043
Konsentrasi	: Magister Keuangan
Program Studi	: Magister Manajemen, Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung

MENYETUJUI,

Pembimbing I,	Pembimbing II,
Dr. Irham Lihan, S.E., M.Si.	**Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M.Si.**
NIP 19590906 198603 1 003	NIP 19691128 200012 2 001

Program Studi Magister Manajemen
Program Pasca Sarjana Fakultas Ekonomi
Universitas Lampung
Ketua Program Studi,

Dr. H. Irham Lihan, S.E., M.Si.
NIP 19590906 198603 1 003

MENGESAHKAN

1. Komisi Penguji

   Ketua Komisi Penguji (Pembimbing I) : **Dr. Irham Lihan, S.E., M.Si.** .....

   Ketua Komisi Penguji (Penguji Utama) : **Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, M.Sc.** .....

   Pembimbing II : **Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M.Si.** .....

2. Fakultas Ekonomi Universitas Lampung
   Dekan,

   Prof. Dr. Satria Bangsawan, S.E., M.Si.
   NIP 19610904 198703 1 011

3. Direktur Program Pascasarjana,

   Prof. Dr. Sudjarwo, M.S.
   NIP 19530528 198103 1 002

4. Tanggal Lulus Ujian Tesis : **24 November 2016**

PERNYATAAN

Dengan ini menyatakan:

1. Tesis yang saya tulis ini adalah asli dan belum pernah diajukan untuk mendapat gelar akademik di lingkungan Universitas Lampung.

2. Tesis ini adalah murni gagasan, rumusan dan penelitian saya sendiri, tanpa bantuan pihak lain kecuali arahan dari tim pembimbing Tesis dan pengolahan data yang ditentukan oleh Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.

3. Dalam tesis ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain kecuali yang secara jelas dicantumkan sebagai referensi dengan menyebutkan nama pengarang sebagaimana tercantum dalam kutipan dan daftar kepustakaan.

4. Pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya dan bila dikemudian hari terdapat hal-hal yang tidak sesuai dengan pernyataan ini, maka saya bersedia menerima sanksi akademik sesuai dengan aturan yang berlaku di Universitas Lampung.

Bandar Lampung, 24 November 2016
Yang Membuat Pernyataan

Fajar Nopriandy

RIWAYAT HIDUP

Peneliti bernama lengkap Fajar Nopriandy, lahir dari rahim seorang ibu bernama Fatimah Abdullah dan ayahnya bernama Tjek Tem Muhammad. Lahir pada jum'at syahdu di iringi dengan adzan subuh pada tanggal 25 November 1983.

Peneliti lahir dan di besarkan di kota Palembang, menyelesaikan jenjang akademis S1 di Universitas Sriwijaya mengambil konsentrasi Manajemen Pemasaran pada tahun 2006. Kemudian bekerja di salah satu BUMN yang bergerak di industry semen (PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk.) Ditugaskan di Bagian Penjualan Pabrik Panjang di kota Bandar Lampung provinsi Lampung selama 10 (sepuluh) tahun. Saat ini kembali bertugas di kantor pusat di kota kelahiran, Palembang provinsi Sumatera Selatan.

Kemudian melanjutkan pendidikan ke Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung dan selesai pada tahun 2016.

Semoga ilmu yang telah didapat melalui jenjang pendidikan akademis ini dapat diaplikasikan baik dalam kehidupan bermasyarakat maupun kehidupan professional.

MOTTO

"JIKA ALLAH MENOLONG KAMU,
MAKA TAK ADALAH ORANG YANG DAPAT MENGALAHKAN KAMU;
JIKA ALLAH MEMBIARKAN KAMU
(TIDAK MEMBERI PERTOLONGAN),
MAKA SIAPAKAH GERANGAN YANG DAPAT MENOLONG KAMU
(SELAIN) DARI ALLAH SESUDAH ITU?
KARENA ITU HENDAKLAH KEPADA ALLAH SAJA
ORANG-ORANG MUKMIN BERTAWAKAL"
(QS. 03:160)

"SETIAP ANAK TERLAHIR DALAM KEADAAN SUCI (FITRAH).
KEDUA ORANG TUANYALAH YANG TELAH MENJADIKAN MEREKA YAHUDI,
NASRANI ATAUPUN MAJUSI"
(HR. MUSLIM)

"MENJADI LUAR BIASA ITU
PERLU WAKTU, PERLU DISAKITI, PERLU AIR MATA,
PERLU DIHINA, PERLU JAM TERBANG YANG TERUJI"
(FN. 24:11)

—••PERSEMBAHAN:••—

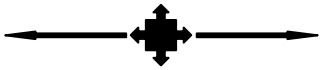
———SUJUD SYUKUR KEPADA ———

ALLAH SWT

———= SANG RAJA MANUSIA = ———

BAGINDA MUHAMMAD SAW

——JUNJUNGAN, TAULADAN DAN IDOLAKU ——



---** KARYA KECIL INI KUPERSEMBAHKAN SEBAGAI TANDA BAKTI UNTUK **---

—••AYAHANDA TJEK TEM MUHAMMAD ••—

---- DAN ----

—••IBUNDA FATIMAH ABULLAH ••—

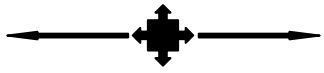
== TANDA CINTA UNTUK ==

ISTRIKU NOVTA FANILA, ST.

--- = YANG SELALU ADA SAAT DIBUTUHKAN = ---

----** ANAK-ANAKKU YANG SELALU JADI PENYEMANGAT **----

MUHAMMAD ZENO ARRIZQ
MUHAMMAD ZAIDAN ARRIZQ



--- = ALMAMATERKU = ---

UNIVERSITAS LAMPUNG

----------**********----------

SANWACANA

Alhamdulillah, puji dan syukur yang tak henti-hentinya dipanjatkan kehadirat Allah SWT., Sang Raja Manusia karena berkat rahmat-Nyalah dimana tesis yang berjudul **VALUASI HARGA SAHAM DENGAN METODE *FREECASH FLOW TO EQUITY* DAN *PRICE EARNING RATIO* (PER) (STUDI KASUS: PT. SEMEN BATURAJA (PERSERO), TBK.)** ini dapat diselesaikan. Tak lupa sholawat serta salam selalu tercurah kepada Baginda Rasulullah Muhammad SAW., para sahabat, keluarga serta pengikutnya yang tetap istiqomah hingga akhir zaman. Adapun tesis ini disusun dalam rangka menyelesaikan studi pada Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.

Pada kesempatan yang berbahagia ini, diucapkan terima kasih yang tak terhingga kepada semua pihak yang telah membantu dan telah memberi dukungan baik moril maupun materil dalam penulisan tesis ini. Oleh karena itu maka perkenankanlah penyampaian ucapan terima kasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada yang terhormat:

1. Prof. Dr. Ir. Hasriadi Mat Akin, MP. selaku Rektor Universitas Lampung, yang telah memberi bimbingan serta dukungan selama menimba ilmu di lingkungan Universitas Lampung.
2. Prof. Dr. Satria Bangsawan SE. MSi. selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung yang telah memberi arahan dan nasehat selama berkuliah di Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
3. DR. Irham Lihan, SE. MSi. selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung yang juga sekaligus sebagai Pembimbing I Tesis, dimana telah memberikan bimbingan serta dukungan baik waktu maupun pengetahuan untuk penyelesaian dan penyusunan tesis ini.

4. DR. Ernie Hendrawaty, SE. MSi. selaku Sekretaris Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung yang juga sekaligus sebagai Pembimbing II Tesis, dimana telah memberikan bimbingan, pengarahan dan bantuan serta dukungan baik waktu maupun pengetahuan untuk penyelesaian dan penulisan tesis ini.
5. Prof. DR. Mahatma Kufepaksi, MSc. selaku penguji utama, terima kasih atas kesediaannya memberikan bimbingan, saran, kritik serta motivasi dalam penyelesaian tesis ini.
6. Ayahanda Tjek Tem Muhammad beserta Ibu Fatimah Abdullah yang selalu medukung baik moral maupun material.
7. Bidadari Surga Novta Fanila, ST. yang selalu ada dalam setiap suka maupun duka.
8. Malaikat kecil tanpa sayap. Muhammad Zeno ArRizq dan Muhammad Zaidan ArRizq yang selalu menjadi pelita hati dan penyemangat hidup.
9. Rekan-rekan Angkatan XII Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung, yang telah memberikan dorongan untuk menyelesaikan karya ilmiah berupa tesis ini.

Terakhir, tak lupa jua diucapkan terima kasih kepada semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang telah turut membantu dengan tulus ikhlas, penulis menyampaikan penghargaan dan terima kasih yang sebesar-besarnya. Semoga Allah SWT. melimpahkan rahmat-Nya kepada kita semua. Amin.ALMAMATERKU UNIVERSITAS LAMPUNG.

Bandar Lampung, 24 November 2016
Peneliti

Fajar Nopriandy

DAFTAR ISI

Hal

ABSTRAK i
ABSTRACK ii
COVER DALAM iii
PERSETUJUAN iv
PENGESAHAN v
PERNYATAAN vi
RIWAYAT HIDUP vii
MOTTO viii
PERSEMBAHAN ix
SANWACANA x
DAFTAR ISI xii
DAFTAR TABEL xiv
DAFTAR GAMBAR xvi
DAFTAR RUMUS xvii
DAFTAR LAMPIRAN XIX

BAB I PENDAHULUAN 1
1.1. Latar Belakang Masalah 1
1.2. Perumusan Masalah 9
1.3. Tujuan Penelitian 10
1.4. Manfaat Penelitian 10

BAB I I KAJIAN PUSTAKA 11
2.1. Go Public 11
2.2. Penjamin Efek 12
2.3. Fenomena Anomali IPO 14
2.4. Proses Valuasi Perusahaan 15
2.4.1 Pemahaman Masa lalu 17
2.4.1.1 *Ratio Analysis* 17
2.4.1.2 Analisa *Cash Flow* 25
2.4.2 *Forecasting* 28
2.4.3 *Valuation* 30
2.4.3.1 *Discounted Cash Flow Valuation* 32
2.4.3.2 *Relative Valuation* 37
2.5. Penelitian Sebelumnya 39
2.6. Kerangka Konseptual 44

BAB III METODE PENELITIAN 46
3.1. Rancangan Penelitian 46
3.2. Variabel yang Diteliti 46
3.3. Jenis dan Sumber Data 46
3.4. Tehnik Analisis 47

BAB IV ANALISA DAN PEMBAHASAN 52
4.1. Analisa Data 52
4.1.1 Tinjauan Umum Perusahaan 52
4.1.1.1 Risiko Usaha 53
4.1.1.2 Keunggulan Kompetitif 55
4.1.1.3 Strategi Usaha 56
4.1.1.4 Prospek Usaha 57
4.1.1.5 Penawaran Saham Perdana (IPO) 58
4.1.2 Kinerja Perseroan 59
4.1.3 Analisa Keuangan 70
4.1.3.1 *Ratio Analysis* 70
4.1.3.2 Analisa Cash Flow 76
4.1.4 Proyeksi Laporan Keuangan 78
4.1.5 Valuasi Saham Perseroan 81
4.1.5.1 Valuasi dengan FCFE *Two Stage Model* 81
4.1.5.2 Valuasi dengan *Price Earning Ratio* 91
4.2. Pembahasan 92

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN 102
5.1. Kesimpulan 102
5.2. Saran 103

DAFTAR PUSTAKA 105

LAMPIRAN 109

DAFTAR TABEL

		Hal
Tabel 1.1	Daftar Perbandingan Harga IPO Tahun 2013 dan Harga Pembukaan Setelah IPO	3
Tabel 4.1	Laporan Laba Rugi Komprehensif	59
Tebel 4.2	Laporan Posisi Keuangan (Aset)	64
Tabel 4.3	Laporan Posisi Keuangan (Liabilitas)	66
Tabel 4.4	Laporan Posisi Keuangan (Ekuitas)	68
Tabel 4.5	Rasio *Profitabilitas*	70
Tabel 4.6	Rasio *Margin*	71
Tabel 4.7	Rasio *Working Capital Management*	72
Tabel 4.8	Rasio *Long Term Assets Management*	73
Tabel 4.9	Rasio *Current Liabilities*	74
Tabel 4.10	Rasio *Debt and Long Term Solvency*	75
Tabel 4.11	Rasio *Suistanable Growth Rate*	76
Tabel 4.12	Proyeksi Laporan Posisi Keuangan	78
Tabel 4.13	Proyeksi Laba Rugi Komprehensif	79
Tabel 4.14	Proyeksi Laporan Arus Kas	79
Tabel 4.15	Perhitungan *Cost Equity* Perseroan	83
Tabel 4.16	FCFE Perseroan Tahun 2013 – 2017	83
Tabel 4.17	*Net Capital Expenditures* PTSB	85
Tabel 4.18	*Noncash Current Asset* PTSB	86
Tabel 4.19	*Interest Bearing Debt* PTSB	86

Tabel 4.20 *Nondebt Current Liabilities* PTSB 87
Tabel 4.21 *Changes in Noncash Working Capital* PTSB 87
Tabel 4.22 *Net Debt* PTSB 88
Tabel 4.23 *Reinvested Equity* PTSB 88
Tabel 4.24 *Equity Reinvested Rate* PTSB 89
Tabel 4.25 *Noncash Return On Equity* PTSB 89
Tabel 4.26 Pertumbuhan *Free Cash Flow to Equity* PTSB 90
Tabel 4.27 Perhitungan Nilai Saham Perseroan 90
Tabel 4.28 Rata-rata P/E Ratio Industri Sejenis 91
Tabel 4.29 Perhitungan Nilai Wajar Berdasarkan P/E Ratio 92

DAFTAR GAMBAR

		Hal
Gambar 2.1.	Kerangka Konseptual Penelitian	45
Gambar 4.1.	Grafik Volume Produksi dan Penjualan	60
Gambar 4.2.	Grafik Penjualan dan Harga Jual Rata-Rata	61
Gambar 4.3.	Grafik Laba Kotor	61
Gambar 4.4	Grafik Laba Usaha.....	63
Gambar 4.5	Grafik Laba Bersih	64
Gambar 4.6	Grafik Aset	65
Gambar 4.7	Grafik Liabilitas.....	68
Gambar 4.8	Grafik Ekuitas.....	69
Gambar 4.9	Pergerakan SMBR Satu Bulan Pertama	96
Gambar 4.10	Pergerakan Saham Sampai Desember 2013	97
Gambar 4.11	Pergerakan IHSG dan SMBR.....	98
Gambar 4.12	Pergerakan SMGR, INTP dan SMBR.....	99

DAFTAR RUMUS

Hal

Rumus 2.1 Pengukuran *Overall Profitabilitas* 18
Rumus 2.2 ROE 18
Rumus 2.3 ROA 18
Rumus 2.4 *Gross Profit Margin* 19
Rumus 2.5 NOPAT Margin 19
Rumus 2.6 EBITDA Margin 19
Rumus 2.7 *Operating Working Capital* 20
Rumus 2.8 *Operating Working Capital to Sales Ratio* 21
Rumus 2.9 *Operating Working Capital to Turnover* 21
Rumus 2.10 *Account Receivable Turnover* 21
Rumus 2.11 *Inventory Turnover* 21
Rumus 2.12 *Account Payable Turnover* 21
Rumus 2.13 *Day's Receivable* 21
Rumus 2.14 *Day's Inventory* 21
Rumus 2.15 *Day's Payable* 21
Rumus 2.16 *Net Long Term Asset Turnover* 22
Rumus 2.17 PP & E Turnover 22
Rumus 2.18 *Current Ratio* 23
Rumus 2.19 *Quick Ratio* 23
Rumus 2.20 *Cash Ratio* 23
Rumus 2.21 *Operating Cash Flow Ratio* 23
Rumus 2.22 *Debt to Equity Ratio* 24
Rumus 2.23 *Net Debt To Net Capital Ratio* 24
Rumus 2.24 *Interest Coverage (Earning Basis)* 24
Rumus 2.25 *Interest Coverage (Cash Flow Basis)* 24
Rumus 2.26 *Sustainable Growt Rate* 25
Rumus 2.27 *Dividend Payout Ratio* 25

Rumus 2.28 *Free Cash Flow to Equity* 33
Rumus 2.29 *Constant Growth* FCFE *Model Value of Equity* 34
Rumus 2.30 *Two Stage Discounted* FCFE *Model Value of Equity* 34
Rumus 2.31 *Terminal Value* 35
Rumus 2.32 Estimasi Tingkat Pertumbuhan 35
Rumus 2.33 *Reinvestment Rate* 36
Rumus 2.34 *Noncash* ROE 36
Rumus 2.35 P/ER 39

DAFTAR LAMPIRAN

Hal

LAMPIRAN 1

Realisasi Laporan Posisi Keuangan Periode Tahun 2008 - 2012 110

Proyeksi Laporan Posisi Keuangan Periode Tahun 2013 - 2017..... 111

Realisasi Laporan Laba Rugi Komprehensif Periode Tahun 2008 - 2012..... 112

Proyeksi Laporan Laba Rugi Komprehensif Periode Tahun 2013 - 2017..... 113

Realisasi Laporan Arus Kas Periode Tahun 2008 - 2012 114

Proyeksi Laporan Arus Kas Periode Tahun 2013 - 2017..... 115

LAMPIRAN 2

Tabel Pergerakan SMBR Periode 01 Oktober sd 30 Desember 2013 116

Tabel Pergerakan SMBR Periode 01 Juli sd 30 September 2013..... 117

Tabel Pergerakan IHSG Periode 01 Oktober sd 30 Desember 2013 118

Tabel Pergerakan IHSG Periode 01 Juli sd 30 September 2013..... 119

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Perekonomian yang semakin berkembang saat ini akan mendorong perusahaan untuk memperoleh dana dalam membiayai segala macam aktivitasnya. Pembiayaan ini akan mengakibatkan perubahan struktur modal badan usaha. Ada dua alternatif utama pembiayaan yang dimaksud yaitu perolehan utang baru atau peningkatan modal. Pembiayaan selain utang adalah dengan cara menjual saham atau kepemilikan badan usaha. Metode penjualan ini bisa dilakukan dengan berbagai cara, antara lain melalui *Private Placement* dan *Public Offering* (IPO). Dengan metode *Private Placement*, perusahaan menawarkan sahamnya kepada pihak-pihak tertentu dengan persentase kepemilikan yang signifikan. Pihak tertentu tersebut biasanya adalah investor institusi yang bertujuan untuk mendapatkan kepemilikan, kendali dan akses pada manajemen internal badan usaha. Pada metode ini, penentuan harga dilakukan berdasarkan negosiasi, sedangkan penawaran yang dipilih adalah penawaran yang memberikan harga dan keuntungan yang paling baik bagi pemilik lama. Harga saham per lembar yang dihasilkan dari proses negosiasi ini tidak selalu sama dengan harga di pasar.

Dalam *Public Offering*, harga ditentukan oleh emiten dan penjamin emisi (*underwriter*). Investor yang tertarik untuk membeli sudah mengetahui berapa

harga yang ditawarkan dan mereka bisa memesan melalui perusahan sekuritas atau broker. Jika perusahaan baru pertama kali menjual sahamnya ke pasar modal, maka aktivitas ini dinamakan sebagai penawaran perdana (*Initial Public Offfering*). Harga IPO dijadikan sebagai harga perdana di pasar modal dan akan berubah di pasar sekunder berdasarkan hukum permintaan dan penawaran.

Penetapan harga saham baru untuk ditawarkan kepada masyarakat merupakan faktor yang sangat kritis untuk mencapai keberhasilan, karena penetapan ini ditentukan oleh pihak-pihak yang terlibat dan mempunyai tujuan yang berbeda. Harga saham yang rill adalah harga setelah saham dicatatkan di bursa efek sebagai hasil tarik menarik permintaan dan penawaran. Harga saham yang ditetapkan oleh emiten (*issuer*) tidak dapat ditentukan dari kinerja keuangan perusahaan yang disampaikan kepada masyarakat dan observasi harga pasar perusahaan sebelumnya (ibbotson et.al, 1988).

Harga saham yang ditetapkan bersama oleh emiten dan penjamin emisi mempunyai potensi tidak wajar, karena keduanya mempunyai kepentingan yang berbeda. Emiten berupaya agar harga saham tinggi dan dengan nilai nominal yang rendah sehingga agio saham (*premium on common stock*) yang diperoleh lebih tinggi. Sebaliknya penjamin emisi berupaya agar harga saham yang akan ditawarkan tidak terlalu tinggi, karena penjamin emisi mempunyai suatu potensi kerugian ketika perjanjian penjaminan telah dilakukan.

Harga saham banyak ditentukan oleh faktor spekulasi dan estimasi prospek perusahaan yang berlebihan. Jika ini terjadi maka harga suatu saham bisa akan naik sangat tinggi, jauh meninggalkan nilai bukunya, ataupun sebaliknya. Akibatnya, kapitalisasi pasar saham perusahaan akan menggelembung secara

berlebihan dan jauh melewati prospek perusahaan yang sebenarnya dan berbagai pihak akan kesulitan memprediksi harga saham perusahaan tersebut.

Suatu anggapan umum terkait dengan *going public* yaitu sebagian besar penjualan saham perdana atau *Initial Public Offering* (IPO) mengalami *underpricing*, ini juga diperkuat oleh banyak penelitian. *Underpricing* menyebabkan perusahaan yang akan menjual saham perdana (*Initial Public Offering*) menjadi tidak bergairah, karena hasil dari penjualan saham perdana tidak mencerminkan nilai intrinsik saham yang bersangkutan. Fenomena *underpricing* ini merupakan suatu tantangan terhadap teori efisiensi pasar yang menyebutkan bahwa pasar bersifat efisien terhadap informasi yang berkenaan dengan saham yang bersangkutan.

Tabel 1.1
Daftar Perbandingan Harga IPO Tahun 2013
dan Harga Pembukaan Setelah IPO

Tanggal IPO	Kode	Nama Emiten	Industri	Harga IPO	Harga Buka	Harga Tutup
11/12/2013	LEAD	Logindo Samudramakmur Tbk	Transportation	2.800	3.000	2.800
10/12/2013	IMJS	Indomobil Multi Jasa Tbk	Financial Institution	500	600	540
08/11/2013	KRAH	Grand Kartech Tbk.	Machinery & Heavy	275	375	410
29/10/2013	APII	Arita Prima Indonesia Tbk	Whole Sale	220	255	330
12/09/2013	SILO	Siloam International Hospitals	Health Care	9.000	9.500	9.650
12/09/2013	SILO	Siloam International Hospitals	Health Care	9.000	9.500	9.650
11/07/2013	BMAS	Bank Maspion Indonesia Tbk	Bank	320	350	325
09/07/2013	CPGT	Cipaganti Citra Graha Tbk	Transportation	190	200	174
09/07/2013	NAGA	Bank Mitraniaga Tbk	Bank	180	300	305
08/07/2013	MLPT	Multipolar Technology Tbk	Computer & Services	480	600	720
08/07/2013	BBMD	Bank Mestika Dharma Tbk	Bank	1.380	1.450	1.560
08/07/2013	VICO	Victoria Investama Tbk	Other Finance	125	140	210
03/07/2013	ECII	Electronic City Indonesia Tbk	Retail Trade	4.050	4.050	3.800
28/06/2013	SMBR	Semen Baturaja (Persero) Tbk	Cement	560	700	570
27/06/2013	NRCA	Nusa Raya Cipta Tbk	Building Construction	850	1.000	1.270
26/06/2013	SRTG	PT Saratoga Investama Sedaya Tbk	Investment Company	5.500	5.500	4.550
24/06/2013	ACST	ACSET Indonusa Tbk	Building Construction	2.500	2.600	2.825
17/06/2013	SRIL	Sri Rejeki Isman Tbk	Textile & Garment	240	290	250
14/06/2013	DSNG	Dharma Satya Nusantara Tbk	Plantation	1.850	1.870	1.870
05/06/2013	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk.	Crube Petroleum & Natural	1.562	1.610	2.325
29/05/2013	MPMX	Mitra Pinasthika Mustika Tbk	Whole Sale	1.500	1.550	1.460
20/05/2013	NOBU	Bank Nationalnobu Tbk	Bank	375	450	430
08/05/2013	ANJT	Austindo Nusantara Jaya Tbk	Plantation	1.200	1.280	1.190
25/03/2013	DYAN	Dyandra Media International Tbk	Other Trade, Service & Investment	350	420	385
22/02/2013	ISSP	Steel Pipe Industry of Indonesia Tbk	Metal & Allied Products	295	300	290
20/02/2013	TPMA	Trans Power Marine Tbk	Transportation	230	300	345
16/01/2013	MAGP	Multi Agro Gemilang Plantation Tbk	Plantation	110	112	96
11/01/2013	SAME	Sarana Meditama Metropolitan Tbk	Health Care	400	480	455
11/01/2013	SAME	Sarana Meditama Metropolitan Tbk	Health Care	400	480	455
10/01/2013	HOTL	Saraswati Griya Lestari Tbk	Restaurant, Hotel & Tourism	185	230	200
09/01/2013	BBRM	Pelayarang Nasional Bina Buana Raya Tbk	Transportation	230	280	230

Sumber : http://www.e-bursa.com

Penelitian secara internasional membuktikan bahwa IPO mengalami *underpricing* dalam jangka pendek namun dalam jangka panjang sebagian IPO mengalami *underpricing* dan sebagian lagi *overpricing*. Sebagian besar penelitian tentang IPO dilakukan di pasar modal negara-negara seperti di Amerika Serikat dan Eropa. Ibbotson dan Jaffe (1975) menemukan bahwa rata-rata *initial return* yang diperoleh investor yang berpartisipasi pada pasar perdana sebesar 16,83%. Ritter (1991) melaporkan rata-rata *initial returns* sebesar 14,32% dan Ibbotson, Sindelar dan Ritter (1988) menjumpai rata-rata *initial returns* sebesar 15,30%, dimana ketiga penelitian tersebut diatas dilakukan di Amerika Serikat.

Teori *underpricing* tidak hanya milik negara-negara yang pasar modalnya telah maju, tetapi juga merambah pada pasar modal Indonesia yang masih tergolong darurat. Malaysia, Singapura, Korea Selatan dan Hongkong juga merupakan tempat tumbuh dan berkembangnya teori *underpricing*. Terutama Malaysia mencapai rata-rata return 135% sejak hari pertama saham diperdagangkan di Kuala Lumpur *Stock Exchange* (Mohamad, 1994).

Fenomena *underpricing* yang memberikan *positive return* merupakan hal yang menguntungkan bagi investor karena investor bisa menikmati *return* dari pembelian saham yang dilakukannya. *Underpricing* merupakan fenomena yang umum di dunia, tanpa terkecuali di Indonesia, fenomena ini merupakan fenomena yang terjadi dalam jangka pendek yaitu setelah perusahaan melakukan penawaran perdana dan memasuki pasar primer. Pengamatan lebih lanjut yang dilakukan oleh berbagai peneliti di dunia ternyata kinerja saham yang melakukan IPO banyak yang mengalami penurunan dalam jangka waktu yang lebih lama.

Dalam penelitian terdahulu yang meneliti tentang kinerja IPO dalam jangka panjang terdapat bukti empiris bahwa kinerja saham setelah IPO dalam jangka panjang mengalami penurunan setelah listing di bursa saham (Carter dan Manaster, 1990; Chisty et. Al, 1996; Carter et. Al., 1998; Nasirwan, 2000; Prastiwi dan Kusuma, 2001; Durukan, 2002; Ardiansyah, 2004: serta Dimovski dan Brooks, 2004). Adapun jangka waktu penurunan kinerja yang diteliti bermacam-macam. Trisnawati (1999) menyatakan bahwa kinerja saham dalam jangka panjang yaitu 15 hari setelah IPO mengalami penurunan, selain itu Nasirwan (2000) dan Ardiansyah (2004) juga menyatakan hal yang sama. Selain itu Her (2003) juga menyatakan bahwa kinerja saham yang melakukan IPO terdapat penurunan setelah 2 minggu melakukan IPO, Carter dan Manster (1990) dan Chisty et. Al (1996) menyatakan bahwa *return saham* perusahaan yang melakukan IPO turun setelah 2 minggu dan 15 hari setelah IPO. Untuk jangka waktu yang lebih panjang yaitu satu tahun, dua tahun dan tiga tahun setelah IPO ternyata kinerja saham mengalami penurunan (Carter et. Al., 1998; Nasirwan, 2000; Pratiwi dan Kusuma, 2001; Durukan, 2002; Dimovski dan Brooks, 2004). Hal ini berarti bahwa kinerja IPO dalam jangka panjang bisa dikatakan *underperformance*.

Salah satu fenomena *underpricing* yang menjadi perbincangan berbagai pihak baik pemerintah maupun masyarakat umum yaitu IPO PT Krakatau Steel, dimana PT Krakatau Steel merupakan Badan Usaha Milik Negara yang bergerak di bidang insutri baja, yang memiliki performa cukup baik di Indonesia sehingga diharapkan pada saat *Initial Public Offering*, saham yang diperdagangkan dapat memberikan profit yang besar bagi kemajuan perusahaan, apalagi PT Krakatau

Steel dijamin oleh tiga *underwriter* yang cukup prestige yaitu PT Bahana Securities, PT Danareksa Sekuritas dan PT Mandiri Sekuritas, namun demikian faktanya pada saat IPO tanggal 10 November 2010, PT Krakatau Steel mengalami *underpricing* dimana harga IPO Rp. 850, sementara harga *closing* nya Rp. 1.270. Ada beberapa pengamat ekonomi yang mengatakan bahwa *underpricing* pada PT Krakatau Steel disebabkan *human error* dari menteri BUMN dalam menetapkan harga IPO saham PT Krakatau Steel namun ada sebagian berpendapat hal tersebut disebabkan *asymmetry information*.

Dalam proses *go public* PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk., Perseroan melepas 2,34 miliar saham atau setara 23,76% saham melalui IPO ke publik. Dana tunai yang diperoleh Perseroan dari keseluruhan jumlah saham yang dilepas adalah sebesar Rp. 1,3 triliun. PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk., resmi mencatatkan saham perdana (*listing*) di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan kode saham SMBR pada tanggal 28 Juni 2013 dengan harga perdana saham senilai Rp. 560 per lembar saham.

Pada perdagangan perdana saham PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk., dibuka di level Rp. 590 per lembar saham. Saham SMBR mengalami kenaikan 5,36% sesaat perdagangan dibuka, dari harga penawaran perdana saham atau *Initial Public Offering* (IPO) sebesar Rp. 560 per lembar saham lalu ditutup dengan harga Rp. 570 per lembar saham.

Fenomena *underpricing* pada perdagangan saham SMBR yang memberikan positive *Initial Return* merupakan hal yang menguntungkan bagi investor karena investor bisa menikmati *return* pembelian saham yang dilakukannya. *Underpricing* ini merupakan fenomena umum di dunia, fenomena

ini merupakan fenomena yang terjadi dalam jangka pendek yaitu setelah perusahaan melakukan penawaran perdana dan memasuki pasar primer. Tetapi dalam pengamatan lebih lanjut yang dilakukan oleh berbagai penelitian di dunia ternyata kinerja saham yang melakukan IPO banyak mengalami penurunan dalam jangka waktu yang lebih lama dan hal ini pun terjadi pada saham SMBR dimana sampai dengan bulan Desember 2013 saham terus mengalami penurunan.

Fenomena *underpricing* saham IPO di pasar perdana ini tentunya menyebabkan banyak investor berminat terhadap saham IPO. Karena lebih banyak permintaan daripada penawaran menyebabkan harga saham IPO *overprice* di awal perdagangan di pasar sekunder. Dengan berjalannya waktu dibawah kondisi pasar yang efisien, pasar akan mengkoreksi kondisi *overprice* saham-saham IPO menuju harga sebenarnya yang lebih rendah. Hal ini mengakibatkan harga-harga saham IPO tampak mengalami penurunan secara signifikan setelah melakukan IPO bila dibandingkan dengan saham-saham non IPO dari perusahaan yang ukuran dan industrinya sama. Fenomena inilah yang dikenal sebagai fenomena *long run underperformance*, yaitu suatu fenomena yang juga terjadi pada saham-saham IPO (Asmalidar, 2011).

Adler dan Soepriyono (2006), fenomena abnormal *initial return* disebabkan karena dua kemungkinan, pertama adalah *underwriter* secara sistematik menghargai saham IPO dibawah nilai intrinsiknya, sedangkan yang kedua dimana IPO merupakan subjek dari penilaian yang berlebihan (*overvaluation*) dari investor atau *fads* (kesengajaan) di awal *after market trading*.

Fluktuasi nilai saham perusahaan ditentukan oleh perubahan dari laba perusahaan yang tercermin dalam kinerja perusahaan. Menurut Halim (2005:20)

hal tersebut menyebabkan nilai intrinsik perusahaan menjadi ukuran yang sangat penting bagi investor untuk mengambil keputusan dalam membeli saham perusahaan. Untuk itulah perlu dilakukan valuasi saham sebelum mengambil keputusan investasi. Valuasi saham adalah mengestimasi nilai saham yang sebenarnya (*intrinsik value*) berdasarkan data fundamentalnya (Asnawi dan Chandra, 2007). Sependapat dengan Asnawi dan Chandra dalam tulisannya Parahita (2008) berpendapat bahwa melakukan penilaian (*valuasi*) saham adalah proses penentuan berapa harga yang wajar untuk suatu saham. Hasil dari *valuasi* saham nantinya akan menjadi informasi yang sangat berharga bagi investor yang tidak menyukai resiko (*risk averter*) sebelum mengambil keputusan investasi.

Masalah kewajaran saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) menjadi ramai kembali dibicarakan saat harga saham-saham terus menurun. Harga saham di bursa idealnya memang naik turun, sesuai dengan prospek perusahaan yang diperkirakan akan terjadi (Samsul, 1990). Fenomena bahwa analisis fundamental yang dilakukan investor berdasarkan informasi prospektus yang dipublikasikan guna menentukan harga intrisnik yang sebenarnya, tidak memberikan jaminan yang pasti akan terbentuknya harga saham yang wajar terhadap saham-saham IPO.

Dengan adanya fenomena ini menyebabkan perusahaan yang akan menjual saham perdana (*Initial Public Offering*) menjadi tidak bergairah, karena hasil dari penjualan saham perdana tidak menerminkan nilai intrinsik saham yang bersangkutan. Oleh karena itu, melalui penelitian ini akan dilakukan penilaian kembali harga saham SMBR yang wajar melalui beberapa metode valuasi. Terdapat berbagai metode yang bisa digunakan untuk mengetahui nilai wajar

suatu saham. Masing-masing metode tersebut akan menghasilkan interpretasi tersendiri bagi pemakainya. Dalam penelitian ini akan digunakan metode *Free Cash Flow To Equity* dan *Price Earning Ratio*. Hasil perhitungan nilai wajar saham akan diperbandingkan dengan harga perdananya .

Alasan utama mengapa Pendekatan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) dan *Price Earning Ratio* yang digunakan karena FCFE mempunyai indikator yang lebih akurat dalam menghitung *cash flow* yang diterima oleh pemegang saham. Hal ini karena sebagian besar pemegang saham tidak akan pernah mengetahui apakah dividen yang diterimanya telah mencerminkan kemampuan perusahaan yang sesungguhnya. Sedangkan PER digunakan dalam analisa harga saham, karena memudahkan atau membantu keputusan analisa. Walaupun diakui, *Price Earning Ratio* merupakan analisi yang relatif sederhana, namun membantu analis saham untuk memusatkan penetapan keputusan mereka terhadap variabel-variabel yang penting, yaitu melalui prosedur sederhana yang dilakukan dengan mengestimasikan *earning* per lembar saham, kemudian mengestimasikan *Price Earning Ratio*.

1.2 Perumusan Masalah

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

- Berapakah nilai intrinsik dari saham PT Semen Baturaja (Persero) Tbk pada saat *Initial Public Offering* (IPO) berdasarkan metode *Free Cash Flow To Equity dan Price Earning Ratio*?
- Apakah harga saham PT Semen Baturaja (Persero) Tbk dinilai wajar?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah yang telah di paparkan sebelumnya, tersebut tujuan penelitian ini adalah:

- Mengetahui nilai intrinsik dari saham PT. Semen Batruaja (Persero), Tbk., dengan menggunakan metode *Free Cash Flow To Equity* dan *Price Earning Ratio*.
- Mengetahui apakah saham PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk., bernilai wajar.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian bertujuan untuk memberikan manfaat kepada beberapa pihak, yaitu sebagai berikut :

- Penelitian ini bermanfaat bagi PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk., untuk mengetahui nilai intrinsik saham PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk., serta mengetahui apakah saham SMBR bernilai wajar.
- Penelitian ini juga bermanfaat bagi investor karena nilai wajar saham PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk., dapat digunakan sebagai pertimbangan dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi di PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk.
- Penelitian ini juga bermanfaat bagi akademisi untuk meningkatan pemahaman dalam melakukan valuasi terhadap nilai saham perusahaan.

BAB II
STUDI PUSTAKA

2.1 Go Public

Perusahaan yang memutuskan untuk *go public* akan melakukan penawaran saham perdana atau *Initial Public Offering* (IPO). Manfaat yang akan diperoleh perusahaan yang *go public* menurut Eugene F. Brigham, Lous Gapenski dan Michael C. Ehrhardt (2002:739) adalah :

a. Memungkinkan pemilik perusahaan untuk melakukan diversifikasi usaha.
b. Meningkatkan likuiditas.
c. Memungkinkan perusahaan untuk memperoleh uang kas sewaktu-waktu.
d. Meningkatkan nilai perusahaan.
e. Menciptakan harga negosiasi ketika perusahaan hendak melakukan akuisisi atau mengakuisisi perusahaan lain.
f. Meningkatkan pasar yang potensial karena pemegang saham, khususnya individu akan cenderung menjadi konsumen yang setia.

Kerugian yang didapatkan perusahaan sebagai konsekuensi *go public* adalah sebagai berikut :

a. Perusahaan harus melakukan pelaporan yang membutuhkan biaya yang tinggi.
b. Harus melakukan pengungkapan.

c. *Self dealing* yang biasanya dilakukan dalam perusahaan, misalnya meminimalkan hutang pajak penghasilan pribadi menjadi sulit dilakukan.
d. Pasar yang lesu dan harga yang rendah (*inactive market/low price*) terjadi bila saham perusahaan tidak aktif diperdagangkan. Hal ini merugikan untuk perusahaan yang berskala kecil sebab nilai pasar sahamnya tidak mencerminkan nilai saham yang sesungguhnya.
e. Berkurangnya pengendalian.
f. Harus menjaga hubungan dengan investor.

2.2 Penjamin Efek

Menurut Dahlan Siamat (2004: 249) tugas penjamin efek/*underwriter* adalah :

a. Memberikan nasihat mengenai jenis efek yang sebaiknya dikeluarkan, harga yang wajar untuk efek tersebut dan jangka waktu efek.
b. Membantu menyelesaikan tugas administrasi yang berhubungan dengan pengisian dokumen pernyataan pendaftaran emisi efek, penyusunan prospektus, merancang specimen efek dan mendampingi emiten selama proses evaluasi.
c. Mengorganisasikan penyelenggaraan emisi antara lain meliputi pendistribusian efek dan menyiapkan sarana-sarana penunjang.

Beberapa jenis dan cara penjaminan emisi menurut *Capital Market Directory* dalam Dahlan Siamat (2004:267) adalah sebagai berikut:

a. Kesangggupan penuh (*full commitmen underwriting*)

Full commitment atau sering juga disebut *firm commitment underwriting* yaitu suatu perjanjian penjamin emisi efek di mana penjamin emisi efek yang tidak laku terjual. Dari pengertian tersebut berlaku ketentuan bahwa *underwriter* berusaha menjual di pasar perdana kemudian membeli efek yang ternyata tidak laku terjual dengan harga yang sama dengan harga IPO pada pasar perdana. Ketentuan ini berlaku pada penjaminan emisi di pasar modal Indonesia. Lain halnya dengan Amerika Serikat, pengertian *full commitment* berarti *underwriter* membeli seluruh saham emisi kemudian menjual kembali kepada investor dengan harga yang tentunya lebih tinggi.

b. Kesanggupan terbaik (*best effort commitment*)

Dalam komitmen ini, *underwriter* akan berusaha semaksimal mungkin menjual efek-efek emiten. Apabila ada efek yang belum habis terjual, *underwriter* tidak wajib membelinya dan mereka hanya membayar semua efek yang berhasil terjual dan mengembalikan sisanya kepada emiten.

c. Kesanggupan siaga (*stand by commitment*)

Menurut komitmen ini *underwriter* berusaha menawarkan efek semaksimalnya kepada investor. Apabila ada sisa yang belum terjual sampai batas waktu penawaran yang ditetapkan, *underwriter* menyanggupi membeli sisa efek tertentu dengan harga tertentu sesuai dengan perjanjian yang besarnya di bawah harga IPO pada pasar perdana.

d. Kesanggupan semua atau tidak sama sekali (*all or none commitment*)

Komitmen ini menyatakan bahwa apabila efek yang ditawarkan tersebut ternyata sebagian tidak terjual, maka penjualan efek tersebut dibatalkan sama

sekali. Artinya bagian efek yang telah laku dipesan oleh investor akan dibatalkan.

2.3 Fenomena Anomali IPO

Secara garis besar ada tiga anomali yang terjadi saat IPO saham. Anomali yang pertama adalah penurunan harga saham setelah IPO diperdagangkan di pasar modal. Fenomena inilah yang dikenal dengan *underpricing* atau *positive initial return*. *Underpricing* terjadi karena harga IPO yang ditetapkan terlalu rendah, sebab harga yang terjadi di pasar sekunder telah mencerminkan harga dalam kondisi keseimbangan (*full information*).

Anomali yang kedua adalah penurunan harga saham atau kinerja perusahaan yang telah menerbitkan saham dalam jangka panjang, sering disebut sebagai *long term under performance*. Roy Sambel (1996) menggunakan model WIPO untuk menjelaskan *long term under performance*.

Roy Sembel (1996) menjelaskan dalam model WIPO, *underwriter* menetapkan harga saham di IPO merupakan cerminan dari keseluruhan nilai informasi yang ada, sebab *underwriter* hendak menjaga reputasinya terhadap investor dan juga perusahaan (*issuing firms*). Jadi harga IPO merupakan harga wajar dimana *underwriter* tidak melakukan manipulasi harga melalui teknik *underpricing* atau *overpricing*. Pada saat menetapkan harga final IPO, *underwriter* menyesuaikan dengan komponen sistematik (fundamental) dari *excess demand*, tapi untuk komponen random tidak dilakukan, sehingga jika komponen random ini *excess demand*-nya negatif maka dilakukan penundaan IPO. Ini mempunyai akibat dimana IPO yang lainnya (yang tidak ditunda)

menjadikan *average excess* demand nya positif. Kondisi yang seperti ini mengakibatkan *excess demand* yang positif menjadi IR positif.

Demikian juga dijelaskan Ibotson et al (1994), Sambel (1996), Page dan Rayneke (1997), Teoh et al (1998), Alvazer dan Gonzales (1999), Basana (1999), Anggarwal et al (2000), Ritter (2000), Janice et al (2000), Bessler dan Theis (2002) dan Dwi Martani (2003:1299), penurunan ditandai dengan menurunnya harga saham perusahaan dari waktu ke waktu dibandingkan kinerja pasar secara keseluruhan maupun kinerja industri.

Anomali yang ketiga adalah *hot and cold market*. Menurut Roy Sembel (1996), *hot issues* menjelaskan penawaran saham dengan *initial return* diatas rata-rata. *Hot issues* terjadi saat data-data *initial return* pada saat penawaran secara abnormal tinggi untuk jangka waktu yang diperpanjang.

2.4 Proses Valuasi Perusahaan

Menurut Porman (2008; 172), ada tiga hal penting yang harus dianalisis sebagai bagian dari proses valuasi sebelum memutuskan untuk berinvestasi, yaitu:

1. Perekonomian

   Kebijakan moneter dan kebijakan fiskal yang diterapkan oleh pemerintah suatu negara akan mempengaruhi perekonomian secara keseluruhan di negara tersebut, yang pada akhirnya juga akan mempengaruhi kegiatan seluruh industri dari perusahaan. Maka disarankan sebelum berinvestasi pada suatu negara sebaiknya dilakukan analisa kondisi perekonomian secara mendalam, seperti kebijakan fiskal, moneter, tingkat inflasi dan suhu politiknya.

2. Industri

   Proses berikut dari tahap penilaian adalah mengidentifikasikan industri-industri yang mengalami kemakmuran atau menderita dalam siklus perekonomian. Reaksi industri terhadap perubahan perekonomian akan berbeda-beda pada titik siklus bisnis (*business cycle*) tertentu. Dalam proses ini, diharapkan investor menganalisa secara dalam bidang industri yang berprospek cerah di masa mendatang, sehingga investor dapat memilih bidang industri mana yang layak dimasuki.

3. Analisa Perusahaan

   Proses selanjutnya adalah menganalisa dan membandingkan kinerja perusahaan dengan menggunakan rasio-rasio keuangan dan resiko sistematis.

Proses analisis ekuitas atau yang umum dikenal dengan valuasi perusahaan dapat dibagi menjadi tiga langkah nyata yaitu; pemahaman masa lalu (*understanding the past*), proyeksi masa depan (*forecasting the future*) dan valuasi (*valuation).* Langkah pertama secara sederhana melihat pada hasil-hasil pencapaian perusahaan yang tersaji dalam laporan keuangan setiap tahun dimasa lampau. Langkah kedua berdasarkan pada hasil analisis laporan keuangan untuk memproyeksikan laporan keuangan di masa yang akan datang berdasarkan perkiraan distribusi kas ke pemegang ekuitas. Sedangkan langkah terakhir adalah melakukan konversi perkiraan distribusi-distribusi arus kas masa depan menjadi satu perkiraan nilai intrinsik perusahaan (Lundhlom & Sloan, 2007).

2.4.1 Pemahaman Masa Lalu (*Understanding the Past*)

Langkah pertama dari proses valuasi ekuitas adalah memeriksa semua informasi yang relevan dengan bisnis perusahaan yaitu dengan analisa keuangan. Tujuan dari analisa keuangan adalah untuk menilai kinerja perusahaan dalam konteks tujuan dan strateginya. Alat dari *financial analysis* adalah *ratio analysis* dan *cash flow analysis* (Palepu, 2009).

2.4.1.1 Ratio Analysis

Nilai dari sebuah perusahaan ditentukan oleh profitabilitas dan pertumbuhan, yang dipengaruhi oleh strategi pasar produk dan pasar uangnya. Profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan bisa dicapai dengan empat cara yaitu manajemen operasi, manajemen investasi, strategi pendanaan dan kebijakan dividen. Tujuan dari analisis rasio adalah mengevaluasi keefektifan kebijakan perusahaan di area ini. Analisis rasio memungkinkan dibandingkannya rasio-rasio perusahaan selama beberapa tahun, perbandingan rasio antara perusahaan satu dengan perusahaan yang lain dalam industri yang sama.

Pengukuran *Overall Profitabilitas*

Rasio untuk mengukur tingkat *profitabilitas* adalah *Return on Equity* (ROE) yang mengukur seberapa baik manajer mempekerjakan dana yang diinvestasikan oleh para pemegang saham untuk mendapatkan laba. Dalam jangka panjang, nilai dari ekuitas perusahaan ditentukan oleh hubungan antara ROE dengan *cost of equity*. Perusahaan-perusahaan yang diharapkan menghasilkan ROE diatas *cost of equity* seharusnya mempunyai nilai pasar di atas nilai buku (Palepu, 2009:5-4)

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholder's Equity}} \quad (2.1)$$

Dihasilkannya tingkat laba yang supernormal akan meniadakan halangan yang signifikan bagi masuknya pemain baru dan menarik kompetisi. Karenanya ROE cenderung didorong oleh kekuatan kompetitif kearah level normalnya, yaitu *cost of equity capital*. Penyimpangan dari level ini bisa disebabkan oleh kondisi industri dan strategi kompetitif yang menyebabkan perusahaan menghasilkan laba supernormal paling tidak dalam jangka pendek dan faktor akuntansi.

ROE bisa diukur menjadi ROA dan ukuran *financial leverage* yaitu (Palepu, 2009 : 5-5)

$$ROE = ROA \text{ X } \textit{Financial Leverage} \quad (2.2)$$

$$ROA = \frac{\textit{Net Income}}{\textit{Asset}} \text{ x } \frac{\textit{Asset}}{\textit{Shareholder's Equity}}$$

$$ROA = \frac{\textit{Net Income}}{\textit{Sales}} \text{ x } \frac{\textit{Sales}}{\textit{Assets}} \quad (2.3)$$

Rasio *net income* terhadap *sales* disebut *net profit margin* atau *return on sales* (ROS), sedangkan rasio *sales* terhadap aset disebut *asset turn over*. Rasio profit margin mengindikasikan seberapa banyak perusahaan mampu menghasilkan laba dari setiap penjualan yang dibuat. *Asset turn over* mengindikasikan seberapa banyak penjualan yang dihasilkan dari setiap asetnya.

Penilaian Manajemen Operasi

a. Gross Profit Margin

Gross profit margin merupakan indikasi sampai sejauh mana *revenue* melebihi *direct cost* yang diasosiasikan dengan *sales* dan dihitung dengan formula (Palepu, 2009: 5-9) :

$$\text{Gross Profit Margin} = \frac{Sales - Cost\ Of\ Sales}{Sales} \quad (2.4)$$

Gross margin dipengaruhi oleh dua faktor yaitu premium harga dari produk atau jasa perusahaan dan efisiensi *procurement* dan proses produksi. Harga premium dipengaruhi oleh tingkat kompetisi dan keunikan produk. Biaya penjualan perusahaan bisa rendah jika membeli input dengan harga yang lebih rendah dari kompetitor dan menjalankan proses produksinya secara lebih efisien.

b. Selling, General and Administrative Exp

Biaya penjualan, administrasi dan umum dipengaruhi oleh aktivitas operasi yang harus dilakukan untuk mengimplementasikan strategi kompetitifnya juga oleh efisiensi dalam mengelola aktivitas *overhead*. Pengontrolan biaya operasi penting terutama untuk perusahaan yang berkompetisi dengan dasar*low cost* (Palepu, 2009:5-11)

$$\text{NOPAT margin} = \frac{NOPAT}{Sales} \quad (2.5)$$

$$\text{EBITDA margin} = \frac{EBITDA}{Sales} \quad (2.6)$$

NOPAT *margin* memberikan indikasi yang komprehensif mengenai kinerja operasi suatu perusahaan karena dia mencerminkan semua kebijakan

operasi dan mengeliminasi dampak-dampak kebijakan hutang. EBITDA *margin* menyediakan informasi yang sama namun depresiasi dan amortisasi dikecualikan.

c. Tax Expense

Pajak merupakan elemen yang penting dari total biaya perusahaan. Ukuran yang bisa digunakan untuk mengevaluasi biaya pajak perusahaan adalah rasio biaya pajak terhadap penjualan dan rasio biaya pajak terhadap *earning before taxes*.

Evaluasi Manajemen Investasi

Dua area utama manajemen aset adalah manajemen *working capital* dan manajemen aset jangka panjang.

Ukuran alternatif lainnya adalah *operating working capital* dengan rumus (Palepu, 2009: 5-12):

Operating Working Capital = (*Current Assets – Cash and marketable securities) – (current Liabilities – Short term and Current Portion of long term-term debt)* (2.7)

a. Working Capital Management

Komponen *working capital management* yang difokuskan adalah *account receivable*, *inventory* dan *account payable*. Sejumlah investasi pada *working capital* penting untuk menjalankan operasi normal perusahaan. Rasio-rasio yang digunakan untuk mengevaluasi *working capital* adalah (Palepu, 2009: 5-13):

$$\textit{Operating Working Capital to Sales Ratio} = \frac{\textit{Operating Working Capital}}{\textit{Sales}} \quad (2.8)$$

$$\textit{Operating Working Capital to Turnover} = \frac{\textit{Sales}}{\textit{Operating Working Capital}} \quad (2.9)$$

$$\textit{Inventory Turnover} = \frac{\textit{Cost of Goods Sold}}{\textit{Inventory}} \quad (2.10)$$

$$\textit{Account Receivable Turnover} = \frac{\textit{Sales}}{\textit{Account Receivable}} \quad (2.11)$$

$$\textit{Account Payable Turnover} = \frac{\textit{Cost of Goods Sold}}{\textit{Account Payable}} \quad (2.12)$$

$$\textit{Day's Receivable} = \frac{\textit{Account Receivable}}{\textit{Average Sales Per Day}} \quad (2.13)$$

$$\textit{Day's Inventory} = \frac{\textit{Inventory}}{\textit{Average Cost OF Goods Sold Per Day}} \quad (2.14)$$

$$\textit{Day's Payable} = \frac{\textit{Account Payable}}{\textit{Average Cost Of Goods Sold Per Day}} \quad (2.15)$$

Operating *working capital turn over* mengindikasikan berapa banyak penjualan yang mampu dihasilkan perusahaan untuk setiap rupiah yang di investasikan pada *operating working capital*. *Account receivable turn over*, *inventory turn over* dan *account payable turn over* bisa digunakan untuk menilai seberapa produktif tiga komponen utama *working capital* digunakan *day's receivables*, *day's inventory* dan *day's payable* merupakan cara yang lain untuk mengevaluasi *working capital management* perusahaan.

b. Long Term Assets Management

Definisi dari *long term assets* adalah (Palepu, 2009: 5-13):

Net Long Term Assets = (Total Long Term Assets – Non- Interest Bearing Long Term Liabilities)

Long term assets biasanya terdiri dari *net property, planand equipment* (PP&E), *intangible assets* seperti *goodwill* dan *other assets*. *Non- interest-bearing long term Liabilities* termasuk item semacam *deffered taxes*. Efisiensi dalam penggunaan *net long term assets* diukur dengan rasio *net long term assets* sebagai *prosentase sales* dan *net long term asset turnover* (Palepu, 2009: 5-13).

$$\text{Net Long Term Asset Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Net Long-Term Assets}} \quad (2.16)$$

Efisiensi penggunaan PP&E diukur dengan rasio PP&E to *sales*, atau PP&E *turnover* dengan formula (Palepu, 2009: 5-14):

$$\text{PP \& E Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Net Property, Plant and Equipment}} \quad (2.17)$$

Evaluasi *Financial Management*

Perusahaan bisa meningkatkan ekuitasnya melalui pinjaman dan menciptakan kewajiban seperti *accounts payable*, *accrued liabilities* dan *deferred taxes*. *Financial leverage* meningkatkan ROE perusahaan selama biaya kewajiban tersebut lebih kecil daripada hasil yang diperoleh menginvestasikan dana tersebut. Karenanya penting untuk membedakan antara *interest bearing liabilities* seperti *notes payable, other form of short term debtand long term debt* yang mengandung bunga. Sementara *finacial leverage* bisa menguntungkan pemegang saham, namun juga bisa meningkatkan risiko. Rasio-rasio untuk

mengevaluasi tingkat risiko yang timbul dari *finacial leverage* adalah (Palepu, 2009: 5-15):

a. *Current Liabilities* dan *Short Term Liquidity*

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}} \quad (2.18)$$

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Cash+Short Term Investment + Account Receivable}}{\text{Current Liabilities}} \quad (2.19)$$

$$\text{Cash Ratio} = \frac{\text{Cash + Marketable Securities}}{\text{Current Liabilities}} \quad (2.20)$$

$$\text{Operating Cash Flow Ratio} = \frac{\text{Cash Flow From Operations}}{\text{Current Liabilities}} \quad (2.21)$$

Current, *quick* dan *cash ratio* digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar kembali kewajiban jangka pendeknya dan *operating cash flow ratio* mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan sumber daya yang diperlukan untuk membayar kembali kewajiban jangka pendeknya. *Current ratio* merupakan *key index* likuiditas jangka pendek, namun perusahaan bisa menghadapi masalah likuiditas walaupun *current ratio* nya lebih dari satu jika salah satu *current asset* nya tidak mudah dilikuidasi. Karenanya *quick ratio* dan *cash ratio* menangkap kemampuan perusahaan untuk menutup kewajiban jangka pendeknya melalui aset yang likuid.

b. Debt and Long Term Solvency

Financial leverage dari suatu perusahaan juga dipengaruhi oleh *debt financing policy*. Keuntungan potensial dari pembiayaan dengan hutang adalah lebih murah daripada ekuitas dan bunga dan hutang bisa menjadi *tax shield*

sedangkan dividen tidak bisa. Selain itu dengan pembiayaan hutang perusahaan menjadi disiplin mengurangi pengeluaran yang tidak perlu supaya bisa membayar hutang dan lebih mudah untuk mengkomunikasikan strategi dan prospek perusahaan pada pihak pemberi pinjaman daripada kepada pasar modal. Terlalu banyak hutang juga akan membebani perusahaan karena bisa terancam mengalami gangguan akibat harus membayar bunga dan cicilan yang tinggi, selain itu kreditur akan memberlakukan *convenant* yang membatasi gerak langkah perusahaan. Struktur modal yang optimum tergantung pada resiko bisnis. Perusahaan berisiko bisnis rendah dengan *cash flow* yang bisa diprediksi, persaingan tidak ketat dan tidak terdapat ancaman dari perubahan teknologi akan sangat bergantung pada hutang. Sebaliknya jika *cash flow* tidak bisa diprediksi dan pengeluaran modal berfluktuasi, sebaiknya bergantung pada modal sendiri. Selain itu sikap manajer terhadap risiko juga turut menentukan kebijakan perusahan soal hutang.

Beberapa rasio yang bisa digunakan untuk menganalisis struktur modal adalah (Palepu, 2009: 5-17) :

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Short Term Debt + Long Term Debt}}{\text{Shareholder's Equity}} \quad (2.22)$$

$$\text{Net Debt To Net Capital Ratio} = \frac{\text{Interest Bearing Liabilities - Cash adn Marketable Securitiesnx}}{\text{Interest Bearing Liabilities - Cash adn Marketable Securities + Shareholder's Equity}} \quad (2.23)$$

$$\text{Interest Coverage (Earning Basis)} = \frac{\text{Net Income + Interest Expense}}{\text{Interest Expense}} \quad (2.24)$$

$$\text{Interest Coverage (Cash Flow Basis)} = \frac{\text{Cash Flow Operation + Interest Expense + Taxes Paid}}{\text{Interest Expense}} \quad (2.25)$$

Earning base coverage ratio mengindikasikan setiap *earning* yang tersedia bagi setiap pembayaran bunga. *Cash flow base coverage ratio* mengindikasikan setiap kas yang dihasilkan dengan pengoperasian tiap pembayaran bunga.

Penilaian *sustainable growth rate* (Pelepu, 2009: 5-19)

$$\text{Sustainable Growth Rate} = \text{ROE X (1 - Dividend Payout Ratio)} \quad (2.26)$$

$$\textit{Dividend Payout Ratio} = \frac{\textit{Cash Dividend Paid}}{\textit{Net Income}} \quad (2.27)$$

Dividend payout ratio merupakan ukuran dari kebijakan dividen perusahaan. Dividen merupakan cara untuk mengembalikan kelebihan kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi ke pemegang saham. Dividen bisa memberikan sinyal tentang arah perusahaan ke depan ketika terjadi informasi asimetris antara perusahaan dengan pemegang saham.

Sustainable growth rate adalah rate perusahaan bisa tumbuh sementara menjaga profitabilitas dan tidak merubah kebijakan fiskal finansial.

2.4.1.2 Analisa *Cash Flow*

Analisa bisa digunakan untuk menjawab pertanyaan seputar dinamika *cash flow* seperti:

- Seberapa kuat arus kas yang dihasilkan secara internal dan apakah arus kas dari operasi negatif dan positif. Jika negatif apakah alasanya karena perusahaan sedang tumbuh atau karena tidak menguntungkan atau karena kurang bisa mengatur modal kerjanya secara tepat.

- Apakah perusahaan mempunyai kemampuan untuk memenuhi kebutuhan keuangan jangka pendek semacam pembayaran bunga dari *operating cash flow*.
- Seberapa banyak kas yang diinvestasikan oleh perusahan untuk pertumbuhan dan apakah investasi tersebut konsisten dengan strategi bisnis perusahaan. Apakah perusahaan menggunakan dana internal untuk membiayai pertumbuhan atau bergantung pada pendanaan dari luar.
- Apakah perusahaan membayar dividen dari dana internal atau harus bergantung pada pembiayaan dari luar.
- Apakah tipe pembiayaan dari luar yang diandalkan perusahaan, ekuitas, hutang jangka pendek atau hutang jangka panjang dan apakah pembiayaan konsisten dengan risiko bisnis perusahaan secara keseluruhan.
- Apakah perusahaan memiliki kelebihan *cash flow* setelah melakukan investasi modal dan apakah rencana yang dimiliki perusahaan dalam memanfaatkan dana *idle*-nya.

Beberapa faktor mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan arus kas positif dari operasi. Perusahaan yang sehat mestinya menghasilkan lebih banyak kas dari penjualannya dibandingkan yang dibelanjakan untuk operasional. Sementara itu perusahaan yang sedang tumbuh terutama yang berinvestasi pada kegiatan riset dan pengembangan juga advertising dan marketing atau membangun organisasi untuk mempertahankan pertumbuhan dimasa depan mungkin akan memiliki kas operasi yang negatif. Manajemen modal kerja perusahaan juga mempengaruhi positif dan negatifnya arus kas dari kegiatan operasi. Perusahaan yang sedang tumbuh biasanya

menginvestasikan sejumlah kas untuk modal kerja seperti piutang, persediaan dan hutang. Investasi bersih modal kerja merupakan fungsi dari kebijakan kredit perusahan, kebijakan pembayaran hutang dan pertumbuhan penjualan yang diharapkan. Jadi dalam menginterpretasikan arus kas perusahaan perlu dipertimbangkan tahap pertumbuhannya, karakteristik industri dan kebijakan kreditnya.

Analisis arus kas selanjutnya berfokus pada arus kas dari investasi jangka panjang berupa belanja modal, investasi di dalam korporasi sendiri, merger dan akuisisi. Arus kas operasi yang positif memungkinkan perusahaan untuk mengejar kesempatan pertumbuhan jangka panjang, sebaliknya jika tidak ada kelebihan dana dari aktivitas operasi, perusahaan harus bergantung pada sumber pendanaan dari luar. Kelebihan dana dari investasi jangka panjang dapat digunakan perusahaan untuk membayar bunga dan cicilan hutang. Namun jika tidak terdapat kelebihan dana, maka perusahaan harus memperolehnya dari luar dengan menambah hutang baru, mendapatkan ekuitas tambahan atau mengurangi investasi modal kerja atau investasi jangka panjang yang juga sama-sama meningkatkan tingkat risiko bagi perusahaan.

Kelebihan dana dari pembayaran kepada kreditur merupakan dana yang tersedia untuk pembayaran dividen serta *stock repurches*. Jika tidak terdapat kelebihan dana, maka perusahaan sebaiknya tidak membayar dividen, karena tidak bijaksana melakukan pembayaran dividen kecuali perusahaan memang mempunyai dana kas idle.

2.4.2 *Forecasting*

Pendekatan yang terbaik untuk meproyeksi kinerja masa depan dilakukan secara komprehensif meliputi pembuatan pendapatan, arus kas dan proyeksi neraca. Pembuatan proyeksi secara komprehensif memberikan perlindungan terhadap inkonsistensi internal dan asumsi yang tidak realistik. Proses *forecasting* harus dilengkapi dengan pengertian bagaimana macam-macam statistik finansial berperilaku secara rata-rata, yaitu (Palepu, 2009):

- Perilaku pertumbuhan penjualan (*behavior of sales growth*)

  Hasil penelitian menunjukkan bahwa sekelompok perusahaan dengan pertumbuhan tertinggi pada awalnya dengan pertumbuhan penjualan lebih dari 60% mengalami penurunan sampai dengan kira-kira 13% dalam waktu dua tahun dan tidak pernah di atas 16% dalam kurun waktu tujuh tahun selanjutnya. Sementara perusahaan dengan pertumbuhan penjualan terendah pada awalnya, minus 17% mengalami kenaikan kira-kira 6% pada tahun ke lima dan rata-rata pertumbuhan 8% pada tahun ke enam sampai dengan tahun ke sepuluh. Hal tersebut dapat dijelaskan bahwa ketika industri dan perusahaan *mature*, tingkat pertumbuhannya melambat akibat kejenuhan tingkat permintaan dan persaingan di industri itu sendiri, sehingga walaupun pada awalnya suatu perusahaan tumbuh dengan cepat, secara umum tidak realistis untuk melakukan ekstrapolasi pertumbuhan tinggi secara tidak terhingga. Namun tentu saja seberapa cepat tingkat pertumbuhan berbalik menjadi rata-rata tergantung pada karakteristik industri dan posisi kompetitif di dalam sebuah industri itu sendiri.

- Perilaku pendapatan (*the behavior of earning*)

  Pendapatan secara rata-rata ditunjukkan mengikuti proses yang bisa diperkirakan dengan *random walk* atau *random walk with drift*, sehingga pendapatan tahun sebelumnya merupakan titik awal yang baik untuk memperkirakan pendapatan di tahun mendatang. Implikasi dari sebuah penelitian adalah pada awal untuk mengkontemplasikan kemungkinan pendapatan masa depan, maka angka yang berguna untuk memulainya adalah pendapatan tahun lalu, sedangkan tingkat rata-rata pendapatan dari beberapa tahun sebelumnya tidak bermanfaat. Tren jangka panjang dari pendapatan cenderung berlangsung secara rata-rata sehingga juga layak untuk dipertimbangkan.

- Perilaku ROE (*The Behavior of Return on Equity*)

  Tidak seperti pendapatan periode sebelumnya yang bisa dijadikan *benchmark* bagi pendapatan periode selanjutnya, ROE periode sebelumnya tidak bisa menjadi *benchmark* bagi ROE periode selanjutnya karena walaupun rata-rata perusahaan cenderung mempertahanakan tingkat pendapatanya sekarang tapi pada perusahaan dengan tingkat ROE yangsangat tinggi atau sangat rendah cenderung mengalami penurunan atau kenaikan pendapatan. Selain itu perusahaan dengan ROE yang lebih tinggi cenderung memperluas basis investasinya lebih cepat daripada yang lain, yang menyebabkan denominator ROE makin besar. Jika hasil investasinya tidak bisa mengimbangi investasi yang dikeluarkan maka ROE akan jatuh. Perusahaan dengan ROE yang lebih tinggi cenderung mendapati bahwa semakin lama pertumbuhan pendapatan tidak secepat pertumbuhan dasar investasi. Tendensi dari jatuhnya ROE yang

tinggi merefleksikan tingginya profitabilitas menarik pesaing sementara naiknya ROE yang rendah merefleksikan mobilitas modal dari yang tidak produktif ke arah yang produktif.

- Perilaku komponen ROE (*The behavior of Component ROE*)

  Time serie behavior dari komponen ROE perusahaan-perusahaan US untuk tahun 1984-2001 dapat diambil kesimpulan bahwa *operating asset turnover* cenderung agak stabil sebagian karena merupakan fungsi dari teknologi dalam industri. Pengecualiannya ada pada sekumpulan perusahaan dengan *asset turnover* yang sangat tinggi yang cenderung menurun sebelum menjadi stabil. *Net finacial leverage* cenderung stabil karena kebijakan manajemen pada struktur modal tidak sering berubah. NOPAT *margin* dan *spread* merupakan komponen ROE yang paling variable. Jika kekuatan kompetisi mendorong ROE yang abnormal ke level normal perubahannya paling mungkin muncul dalam bentuk perubahan *profitmargin* dan *spread*. Perubahan *spread* sendiri didorong oleh perubahan pada NOPAT margin karena *cost of borrowing* tampaknya tetap stabil jika *leverage* tetap stabil. Jika cukup beralasan untuk mengasumsikan *asset turn over*, *financial leverage* dan *net interest rate* tetap konstan selama kurun waktu tertentu kecuali ada perubahan dalam teknologi dan kebijakan finasial di masa depan. Namun hal serupa tidak bisa diasumsikan pada *rates of return* dan *margin*.

2.4.3 *Valuation*

Penilaian (*valuation*) adalah proses penentuan berapa harga yang wajar untuk suatu saham (Parahita, 2008). Pendekatan nilai yang dipakai merupakan

salah satu penentuan nilai intrinsik sekuritas, yang nilai sekuritas seharusnya berdasarkan fakta. Nilai ini adalah nilai sekarang dari arus kas yang disediakan untuk investor, didiskontokan pada tingkat pengembalian yang ditentukan sesuai dengan jumlah *risk* yang menyertainya. Menurut Zainul (2008; 8) nilai dari suatu surat berharga secara umum terbagi menjadi dua, yaitu:

1. Nilai pasar, harga pasar pada saat aktiva diperdagangkan.
2. Nilai intrinsik, nilai sekuritas yang seharusnya dimiliki berdasarkan seluruh faktor penilaian.

Analisa saham bertujuan untuk menafsir nilai suatu saham dan kemudian membandingkannya dengan harga pasar. Nilai intrinsik (NI) menunjukkan *present value* arus kas yang diharapkan dari saham tersebut. Pedoman yang digunakan adalah sebagai berikut :

a. NI > harga saham perdana: *Undervalued* (harga terlalu murah atau rendah).
b. NI < harga saham perdana : *Overvalued* (harga mahal atau tinggi).
c. NI = harga saham perdana : Harga wajar

Analisa perusahaan lazim dilakukan dengan melakukan valuasi terhadap perusahaan yang bersangkutan. Secara umum, terdapat tiga pendekatan untuk melakukan valuasi. Pertama menggunakan *Discounted Cash Flow* dengan mencari nilai kini arus kas masa yang akan datang dari suatu aset. Kedua adalah dengan pendekatan *Relative Valuation*, yaitu dengan melakukan estimasi terhadap suatu aset dengan melakukan perbandingan nilai aset tersebut terhadap variabel

umum seperti penjualan, laba dan lain-lain. Pendekatan ketiga adalah dengan *Contigent Claim Valuation*, yaitu dengan menggunakan *Option Pricing Models.*

2.4.3.1 Discounted Cash Flow Valuation

Pendekatan *Discounted Cash Flow* ini merupakan pondasi dari semua perhitungan valuasi perusahaan. Pendekatan ini mencoba mengestimasi nilai intrinsik dari suatu aset berdasarkan fundamentalnya. *Discounted Cash Flow* ini digunakan untuk menilai ekuitas dalam bisnis, menilai perusahaan secara keseluruhan dan untuk menilai bagian kecil dari perusahaan (Damodaran, 2002).

Pendekatan DCF merupakan model yang paling sering digunakan karena menjadi dasar dari model-model *valuation* yang lain. Model ini menyatakan bahwa nilai suatu asset merupakan *present value* dari ekspektasi *cash flow* yang akan dihasilkan di masa depan pada tingkat suku bunga diskonto tertentu.

Model DCF sendiri memiliki tiga macam pendekatan valuasi sesuai dengan kebutuhannnya masing-masing, seperti: *Dividend Discounted Model* (DDM), *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) dan *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF). Semua pendekatan valuasi dengan DCF dapat dibagi dalam beberapa model pertumbuhan, yaitu pertumbuhan stabil untuk selamanya (*one-stage model*), pertumbuhan dua tahap (*two-stage model*) dan pertumbuhan tiga tahap (*three-stage model*).

Pendekatan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) menyatakan bahwa indikator yang lebih akurat dalam menghitung *cash flow* yang diterima oleh pemegang saham adalah *Free Cash Flow to Equity.* Hal ini karena sebagian besar

pemegang saham tidak akan pernah mengetahui apakah dividen yang diterimanya telah mencerminkan kemampuan perusahaan yang sesungguhnya.

Dalam penelitian ini, arus kas yang digunakan adalah *Free Cash Flow to Equity* (FCFE). FCFE adalah arus kas yang diterima oleh pemegang saham setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajibannya. Hal ini termasuk membayar pajak, melunasi utang dan berinvestasi di perusahaan itu sendiri. Dengan kata lain FCFE adalah potensi dividen yang dapat diterima oleh pemegang saham. Rumus untuk menghitung FCFE menurut Damodaran (2006) adalah sebegai berikut (Damodaran, 2006; 105):

$$FCFE = NI - Net\ CapEx - \Delta NCWC + Net\ Debt \quad (2.28)$$

Dimana:

NI = *Net Income*

Net Capex = *Capital Expenditures – Depreciation*

ΔNCWC = *Changes in Net Working Capital*

Net Debt = *Net Debt Raised – Debt Repayment*

Ketika melakukan valuasi dengan menggunakan FCFE ini juga harus mempertimbangkan kondisi perusahaan. Ketika perusahaan mengalami pertumbuhan yang konstan maka investor dapat menggunakan persamaan *constant growth model* FCFE. Pada saat perusahaan diasumsikan tumbuh lebih cepat pada awal periode dan pertumbuhannnya akan stabil setelah periode tertentu, maka FCFE dapat diperoleh dengan menggunakan *two stage growth*

FCFE. Sedangkan, ketika diasumsikan bahwa perusahaan akan tumbuh dalam tiga tahap, yaitu tingkat pertumbuhan yang tinggi pada awal periode, menurun dan kemudian stabil (Damodaran,2006).

Constant Growth FCFE Model

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

$$\text{Value Of Equity} = \frac{FCFE_t}{K_e - g} \qquad (2.29)$$

Dimana:

Ke = *Cost of Equity*

g = *growth rate*

Two Stage Discounted FCFE Model

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

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{\text{Terminal Value}}{(1+k_e)^n} \qquad (2.30)$$

Dimana:

n = Periode

ke = *Cost of Equity*

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

$$\text{Terminal Value}_t = \frac{\text{Cash Flow}_{t+1}}{r - g_{stable}} \quad (2.31)$$

Dimana:

r = *Cost of Equity*

gstable = *Stable Growth Rate*

Berikut penjelasan untuk menghitung estimasi terhadap tingkat pertumbuhan:

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

$$E(\textit{Growth rate}) = RR \times ROE \quad (2.32)$$

Dimana:

RR = *Retention Rate*

ROE = *Return on Equity*

Pertumbuhan suatu perusahaan biasa diperoleh dengan menghubungkan antara *retention ratio* yaitu porsi laba yang diivestasikan kembali ke perusahaan, dengan *Return On Equity* (ROE). Namun, karena dalam perhitungan FCFE ini

diasumsikan bahwa semua *free cash flow* akan dibagikan ke pemilik modal seluruhnya sebagai dividen, maka akan lebih tepat menggunakan istilah *Reinvestment Rate* dibandingkan dengan R*etention Ratio* dengan rumus sebagai berikut (Damodaran, 2006; 167):

$$\text{ERR} = 1 - \frac{\text{Net CapEx} + \text{WC} - \text{Net Debt}}{\text{NI}} \qquad (2.33)$$

Dimana:

ERR = *Equity Reinvestment Rate*

Net CapEx = *Capital Expenditures – Depreciation*

ΔWC = *Changes in Net Working Capital*

Net Debt = *Net Debt Raised – Debt Repayment*

NI = *Net Income*

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

$$\text{noncash ROE} = \frac{\text{NI} - \text{CI} - \text{MI}}{\text{BV of Equity} - \text{Cash} - \text{MS}} \qquad (2.34)$$

Dimana:

NI = *Net Income*

CI = *Income from Cash*

MI = *Income from marketable securities*

BV of Equity = *Book Value of Equity*

Setelah proses FCFE dan Terminal Value diketahui maka nilai perusahaan dapat dihitung dengan menghitung present value dari arus kas yang dapat diterima pemegang saham.

2.4.3.2 Relative Valuation

Asumsi utama yang digunakan dalam *relative valuation* adalah nilai aset yang akan dinilai cenderung sama dengan aset-aset yang memiliki karakteristik yang sama di pasar, yang mana aset-aset tersebut secara rata-rata telah dihargai secara wajar oleh mekanisme pasar. Oleh karena itu, model *relative valuation* menilai suatu aset ditentukan berdasarkan perbandingan terhadap beberapa variabel standar seperti pendapatan, laba bersih, *cash flow* dan nilai buku pada perusahaan-perusahaan pembanding (*comparable companies*). Variabel perbandingan yang digunakan dalam tesis ini adalah *price earning ratio* (P/ER).

Relative valuation banyak digunakan karena beberapa alasan. Yang pertama adalah penilaian yang didasarkan pada perbandingan variabel sejumlah perusahaan pembanding, dapat diselesaikan dengan sedikit asumsi dan lebih cepat dari penilaian *discounted cash flow* (DCF). Kemudian *relative valuation* lebih sederhana untuk dipahami dan lebih mudah untuk disajikan kepada klien dan pelanggan dari valuasi DCF. Yang terakhir adalah *relative valuation* jauh lebih mungkin untuk mencerminkan suasana hati pasar saat ini, karena merupakan upaya untuk mengukur relative dan bukan nilai intrinsik. Bahkan pada umumnya, hasil akhir *relative valuation* akan menghasilkan nilai yang lebih mirip dengan harga pasar daripada hasil penilaian melalui model DCF.

Keunggulan *relative valuation* juga merupakan kelemahanya. Pertama, keunggulan *relative valuation* yang dapat menggabungkan penggunaan beberapa variabel perbandingan dan sejumlah perusahaan pembanding, dapat menghasilkan nilai akhir yang tidak konsisten karena mengabaikan variabel-variabel kunci seperti resiko (*risk*), pertumbuhan (*growth*) atau bahkan arus kas (*cash flow*). Kedua, fakta bahwa variabel pembanding mencerminkan suasana pasar juga menunjukkan bahwa penggunaan *relative valuation* untuk menilai suatu aset dapat menghasilkan penilaian yang terlalu tinggi atau terlalu rendah ketika pasar *overvalued* atau *undervalued* perusahaan-perusahaan pembanding. Ketiga, hasil yang bias pada setiap jenis penilaian akan menjadi lebih buruk ketika tidak adanya transparansi mengenai perbandingan variabel yang mendasari *relative valuation* membuat hasil dari *relative valuation* rentan untuk di manipulasi. Seseorang analis bisa untuk memilih variabel yang akan digunakan sebagai perbandingan dalam penilaian dan memilih perusahan-perusahaan mana saja yang akan digunakan sebagai pembanding, dapat memastikan kebenaran atas hampir semua hasil penilaian.

Untuk mengontrol perbedaan-perbedaan yang mungkin timbul antar perusahaan-perusahaan yang dijadikan sebagai pembanding dapat dilakukan dengan cara subjective *adjustment, sector regression dan modified multiples.* PER adalah harga pasar suatu saham dibagi dengan EPS-nya. Rasio ini menghitung kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Semakin kecil PER saham suatu perusahaan akan semakin baik untuk dibeli, karena itu berarti kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba makin bagus. Dalam pendekatan ini, PER dari perusahaan yang dianalisis akan dibandingkan dengan PER dari perusahaan lain

yang sejenis. Bila nilai PER perusahaan tersebut masih rendah dan lebih kecil dibandingkan perusahaan lain yang sejenis maka dapat dikatakan perusahaan tersebut *undervalued* dan menjadi pilihan investasi yang menarik.

Namun pendekatan ini tetap memiliki kelemahan, walaupun perbandingan dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan dari industri yang sama, tiap-tiap perusahaan memiliki perbedaan-perbedaan yang mendasar yang membuat mereka unik satu dengan yang lainnya. Akibatnya, menggunakan pendekatan P/ER tanpa mengetahui karakteristik dari masing-masing perusahaan yang dibandingkan bisa memberikan hasil yang kurang tepat.

$$\textbf{PER} = \textbf{Harga Saham /EPS} \tag{2.35}$$

Penggunaan PER juga harus menyesuaikan dengan kondisi pertumuhan perusahaan. Apakah perusahaan akan tumbuh secara stabil atau perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi di awal dan stabil pada periode tertentu (Damodaran, 2002). Melalui pendekatan ini dapat dipahami bahwa ketika *payout ratio* meningkat maka PE *ratio* juga akan meningkat. Dari sudut pandang resiko, ketika resiko meningkat maka PE *ratio* akan semakin kecil. Sebaliknya, ketika tingkat pertumbuhan semakin tinggi, maka PE *ratio* juga semakin tinggi.

2.5 Penelitian Sebelumnya

1. Valuasi Harga Saham PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk Dengan Metode *Present Value To EBITDA Cash Flow* dan *Hidden Value* oleh Yuyu Yusran Kasim (Tesis, 2011). Penelitian ini dilakukan untuk menilai kembali harga saham GIAA yang wajar melalui kombinasi metode *Present Value to EBITDAR* dan *Hidden Value*. Dengan menggunakan proyeksi

pertumbuhan pendapatan perusahaan dan proyeksi lain yang terkait dengan laporan keuangan, diperoleh harga saham Garuda Indonesia yang dianalisa dengan metode NPV terhadap Arus Kas dari EBITDAR sebesar Rp. 931 per lembar saham. Selanjutnya jika menggunakan *Option Based Valuation* yang menghitung *hidden value* dari rencana pembelian pesawat diperoleh harga saham sebesar Rp. 70 per lembar saham. Apabila keduanya digabungkan maka harga saham Garuda Indonesia menjadi Rp. 1.001 per lembar saham. Dengan menggunakan metode komparasi valuasi menggunakan data laporan tahunan tahun 2010 diperoleh harga saham Garuda Indonesia menjadi Rp. 944 per lembar saham. Penyebab harga saham Garuda turun dari harga penawaran perdana dan cenderung *underprice* akibat adanya sentimen negatif berupa *market timing* yang kurang tepat dan kinerja perseroan terkini, *assymetic information* yang diterima oleh investor (berbeda-beda), serta perilaku investor yang tidak konsisten dan rasional dalam memutuskan instrumen investasi yang dipilih. Perbedaan dengan penelitian ini adalah penilaian kembali harga saham GIAA yang wajar melalui kombinasi *Present Value* EBITDAR dan *Hidden Value*. Persamaan dengan penelitian ini adalah metodologi penelitian dengan proses valuasi pemahaman masa lalu, proyeksi masa depan dan valuasi.

2. Penerapan Analisa Fundamental dan Teknikal Pada Penentuan Nilai Intrinsik Harga Saham PT. Perusahaan Gas Negara (Persero), Tbk., oleh Sulthani Adil Mangatur (Tesis, 2010). Analisa penelitian ini menerapkan pendekatan *top down approach* yang dimulai dari analisa kondisi

lingkungan makro ekonomi serta analisa industri. Pendekatan yang dipergunakan dalam analisa kuantitatif adalah metode *Discounted Cash Flow* (DCF) dengan *Free Cash Flow To Firm (FCFF)*. Kinerja teknikal yang dilihat adalah data pergerakan harga penutupan saham PGAS pada bulan Juli 2009 – Juni 2010 dengan menggunakan *candlestick, trendlines, support* dan *resistance* kemudian dikombinasikan dengan *Simple Moving Average*. Data laporan keuangan yang digunakan adalah tahun buku 2007 sampai dengan 2009. Berdasarkan analisa fundamental yang mempertimbangkan faktor makro ekonomi dan kinerja PGN beberapa tahun terakhir, maka perusahaan ini memiliki potensi kuat untuk melanjutkan pertumbuhan kinerja operasional dan keuangan di tahun-tahun mendatang. Dengan metode FCFF diperoleh harga wajar per lembar saham PGN adalah seharga Rp. 4.725 dan masih *undervalued* begitu juga dengan analisa teknikal. Perbedaan dengan penelitian ini adalah analisa penelitian menerapkan pendekatan *top down approach* dimulai dari analisa kondisi lingkungan makro ekonomi serta analisa industri dan berlanjut dengan penilaian perusahaan berdasarkan proyeksi kinerja keuangan perusahaan untuk 3 tahun mendatang dan pendekatan yang dipergunakan untuk menilai kewajaran harga saham dengan metode *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) dan analisa teknikal dengan *candlestick, trendlines, support* dan *resistance* dan kemudian dikombinasikan dengan *simple moving average*. Persamaan dengan penelitian ini adalah analisa yang dilakukan untuk mengetahui apakah harga saham wajar (*overvalue* atau *undervalue*).

3. Valuasi Nilai Wajar Saham Perum Pegadaian Terkait Rencana IPO Tahun 2012 dengan Metode *Discounted Free Cash Flow To Equity* oleh Muhamad Reza Benaji (Tesis, 2011). Dengan menggunakan FCFE dengan lima skenario didapat rentang nilai wajar harga saham Pegadaian antara Rp. 1.716,40 - Rp. 3.859,35 per lembar. Dimana nilai wajar yang dijadikan patokan adalah Rp. 3.275,86 berdasarkan perkiraan tingkat pertumbuhan ekonomi sebesar 7,2%. Perbedaan dengan penelitian ini adalah penelitian ini hanya menggunakan satu metode valuasi. Persamaan dengan penelitian ini adalah valuasi yang dilakukan dengan menggunakan metode *Free Cash Flow To Equity*.
4. Analisa Nilai Harga Saham Perdana PT Bank DKI oleh Diana Mardiana (Jurnal). Tujuan penulisan ini adalah menghitung harga wajar berdasarkan *Free Cash Flow To Equity dan Relative Valuation*. Hasil analisa data valuasi menghasilkan harga per lembar saham dengan skenario optimis, normal dan pesimis yaitu Rp. 912, Rp. 700 dan Rp. 557 per lembar saham. Dengan menggunakan metode *Revaluation* harga saham adalah Rp. 1.537 per lembar. Harga saham tersebut berada pada kondisi di bawah harga (*undervalued*). Persamaan dengan penelitian ini perhitungan harga wajar berdasarkan *Free Cash Flow To Equity dan Relative Valuation*. Perbedaan dengan penelitian ini adalah dilakukan analisa fundamental dengan metode *top down approach*.
5. Penilaian Harga Saham Dengan *Price Earning Ratio* (PER): Studi Kasus Pada Saham Industri Makanan dan Minuman Di Bursa Efek Indonesia oleh Nazwirman (Jurnal, 2008). Berdasarkan hasil penelitian diharapkan

sebelum memutuskan untuk investasi pada saham perlu dipelajari terlebih dahulu apa keuntungan dan kerugian dari melakukan investasi pada saham. Dalam melakukan invetasi saham di pasar modal, sebaiknya belilah saham yang harganya *undervalued* dan jual jika *overvalued*. Apabila menggunakan metode PER belilah saham perusahaan yang PER nya lebih kecil dari PER yang dihitung berdasarkan tingkat *earning* minimal yang diinginkan. Persamaan dengan penelitian ini adalah melakukan valuasi dengan metode PER. Perbedaan dengan penelitian ini hanya menggunakan satu metode saja yaitu PER.

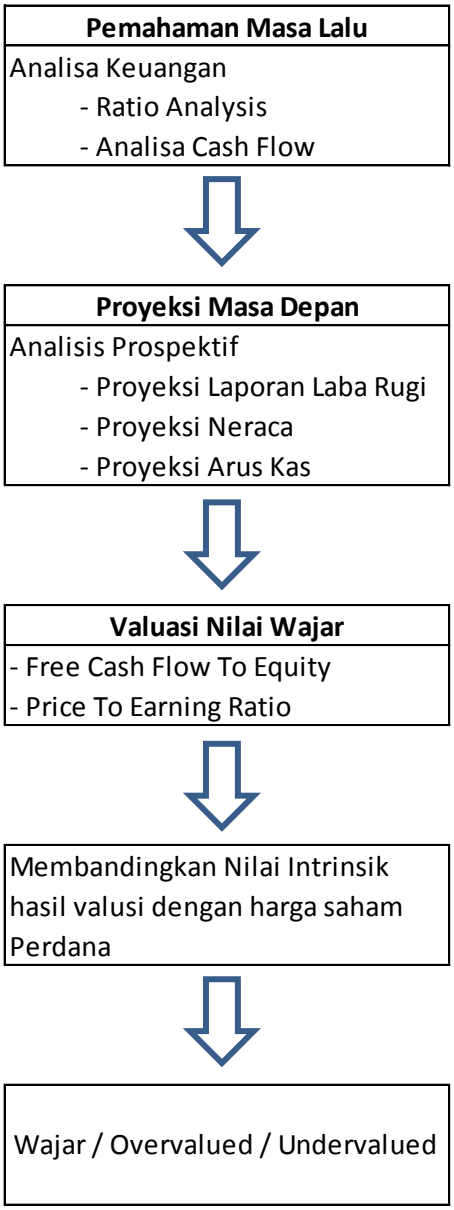
6. Penetuan Nilai Wajar Saham Melalui Model *Discounted Cash Flow* dan *Relative Valuation* (Kasus: Saham PT Bumi Resources, Tbk., Periode 2005-2009) oleh Ivalandari (Tesis, 2010). Adapun penilaian wajar saham BUMI dilakukan menggunakan model *Discounted Cash Flow* (DCF) dan *Relative Valuation*, yaitu *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) dan *Price Earning Ratio* (P/ER). Berdasarkan metode FCFE yang digunakan diperoleh hasil nilai wajar per tanggal 30 Desember 2009 adalah sebesar Rp. 2.147,37 per lembar saham dan harga saham BUMI adalah *overvalued*. Dengan model *relative valuation* PER BUMI relatif *undervalued*. Perhitungan nilai wajar saham BUMI menggunakan metode FCFE dan PER menghasilkan hasil dan kesimpulan yang berbeda. Ketika perhitungan FCFE menyimpulkan saham BUMI *overvalued* dan *undervalued* berdasarkan perhitungan PER, maka hal tersebut mengindikasikan bahwa sektor industri batubara *overvalued*. Persamaan dengan penelitian ini adalah valuasi dilakukan dengan metode *Free Cash*

Flow to Equity (FCFE) dan *Price Earning Ratio* (PER). Perbedaan dengan penelitian ini adalah ruang lingkup penelitian adalah pada perusahaan sektor industri makanan dan minuman yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

7. Analisis Harga Wajar penawaran Umum Saham Perdana PT Krakatau Steel (Persero), Tbk., oleh Ganda Hutapea dan Evi Sidabutar. Metode penilaian harga saham dilakukan dengan menggunakan tiga model penilaian harga saham yaitu *Price Earning Ratio* (PER), *Devidend Discounted Model* (DDM) dan *Price to Book Value* (PBV). Masa waktu penghitungan dilakukan sejak diumumkan harga penawaran umum saham perdana PT KS (Persero), Tbk., hingga sebelum pencatatan di BEI pada 10 November 2010. Berdasarkan hasil perhitungan terhadap harga saham PT KS (Persero), Tbk., dengan menggunakan ketiga pendekatan tersebut, didapatkan bahwa harga wajar saham yang dinilai dengan menggunakan metode PER, DDM dan PBV adalah sebesar Rp. 1.190, Rp. 1.868 dan Rp. 1.245,38. Maka harga penawaran umum perdana PT KS (Persero), Tbk., sebesar Rp. 850 tidak wajar atau murah. Perbedaan dengan penelitian ini adalah metode penilaian harga saham dilakukan dengan menggunakan tiga model penilaian harga saham yaitu *Price Earning Ratio* (PER), *Devidend Discounted Model* (DDM) dan *Price to Book Value* (PBV).

2.6 Kerangka Konseptual

Untuk lebih memperjelas proses kerja yang dilakukan dalam proposal tesis ini berikut ini adalah diagram alur yang menggambarkan proses penelitian yang dilakukan:



Gambar 2.1 Diagram Alur Penelitian

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Rancangan penelitian

Peneliti melakukan analisa terhadap data yang diperoleh dengan menggunakan metode deskriftif, yaitu metode yang mengumpulkan, mengiterprestasikan dan menganalisa data yang diperoleh sesuai dengan kebutuhan analisa berdasarkan pada permasalahan yang dihadapi, kemudian dibandingkan dengan teori-teori yang relevan sehingga dapat diambil suatu kesimpulan untuk pemecahan masalah yang dihadapi.

3.2. Variabel yang diteliti

Variabel yang diteliti adalah harga saham pada saat IPO dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) dan *Price Earning Ratio* (P/ER) untuk menentukan nilai wajar/intrinsik saham.

3.3. Jenis dan sumber data

Jenis data adalah data kuantitatif selama periode lima tahun terakhir yaitu sejak tahun 2008 sampai dengan tahun 2012 dan data proyeksi keuangan selama lima tahun yaitu tahun 2013 sampai dengan tahun 2017.

Sumber data berasal dari laporan tahunan perseroan yang telah dipublikasikan, materi presentasi dan prospektus awal perseroan, serta harga saham yang tersedia di BEI.

3.4. Teknik analisis

Dalam melakukan valuasi harga saham PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk., dengan metode *Free Cash Flow To Equity* dan *Price Earning Ratio*, peneliti melakukan langkah-langkah sebagai berikut:

- Melakukan Valuasi harga saham PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk., untuk mengetahui nilai intrinsik saham.

1. Melakukan analisa historis mengenai kinerja keuangan dari tahun 2008 – 2012. Evaluasi terhadap laporan posisi keuangan dilakukan untuk melihat manajemen aset, manajemen kewajiban dan manajemen ekuitas perusahaan. Evaluasi laporan laba rugi untuk melihat profitabilitas dari perusahaan. Evaluasi secara keseluruhan dilakukan dengan menggunakan analisis rasio keuangan. Proyeksi posisi keuangan selama 5 (lima) tahun kedepan sejak tahun 2013 hingga tahun 2017 diperoleh dari perseroan. Data-data yang diperoleh dalam analisis ini akan digunakan sebagai dasar untuk perhitungan valuasi perusahaan.
2. Menetukan nilai *cost equity*

   Untuk mencari nilai intrinsik dari suatu saham maka pendiskontoan dilakukan dengan menggunakan *cost equity*. *Cost equit*y didapat dari rumus CAPM yaitu dengan menambahkan *risk free rate* dengan perkalian beta dengan selisih *risk market* dan *risk free*.

$$Ke = R_f + ß(Rm-Rf)$$

3. Melakukan perhitungan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE)

   Dalam FCFE nilai suatu saham merupakan arus kas yang diharapkan di masa depan yang tersedia setelah perusahaan memenuhi segala

kewajiban keuangannya termasuk pembayaran hutang serta setelah menutupi kebutuhan *capital expenditure* dan *working capital*.

Rumus :

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

Dimana :

NI = *Net income* atau laba bersih merupakan pendapatan setelah dikurangi beban perusahaan.

Net Capex = *Capital expenditures – depreciation* atau belanja modal bersih merupakan pengeluaran yang dilakukan perusahaan untuk mendapatkan aset setelah dikurangi akumulasi penyusutan.

ΔNCWC = *Changes in net working capital* atau perubahan modal kerja yang didapat dari selisih antara *noncash current asset* dan *nondebt current liabilities*.

Net Debt = *Net debt raised – debt repayment* atau hutang bersih merupakan selisih antara hutang baru yang diterima dengan pembayaran utang yang dilakukan.

- Menghitung FCFE dengan *two stage discounted FCFE model* dengan asumsi bahwa arus kas yang diterima oleh pemegang saham akan tumbuh dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi selama periode tertentu dan menjadi konstan untuk selama-lamanya. Rumus

t*wo stage discounted FCFE model* adalah sebagai berikut (Damodaran,2006; 233):

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

Dimana:

n = Periode

ke = *Cost of equity*

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

$$\text{Terminal Value}_t = \frac{\text{Cash Flow}_{t+1}}{r - g_{stable}}$$

Dimana:

r = *Cost of Equity* atau biaya modal merupakan return yang diproyeksikan menurut resiko yang dirasakan oleh investor.

gstable = *Stable Growth Rate* atau asumsi tingkat pertumbuhan stabil.

- Menghitung asumsi tingkat pertumbuhan stabil dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

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

4. Menghitung *Price Earning Ratio* (PER)

   Peneliti memilih menggunakan model PER karena model ini biasa digunakan oleh penjamin emisi untuk menentukan harga saham perdana, dengan cara mengalikan rata-rata PER sektor industri yang sejenis di pasar sekunder dengan laba bersih per saham perusahaan.

   PER = Harga Saham/EPS

❒ Melakukan analisa kewajaran saham

Analisa kewajaran saham bertujuan untuk menaksir nilai intrinsik (*intrinsic value)* suatu saham dan kemudian membadingkannya dengan harga perdana saham tersebut. Nilai intrinsik menunjukkan *present value* arus kas yang diharapkan dari suatu saham.

Perhitungan dengan metode FCFE dan PER yang dibandingkan dengan harga saham perdana akan menghasilkan kesimpulan apakah saham tersebut dinilai *undervalued, overvalued* atau wajar dengan ketentuan sebagai berikut :

a. Apabila Nilai Intrinsik > harga saham perdana, maka saham tersebut dinilai *undervalued* (harganya terlalu rendah).
b. Apabila Nilai Intrinsik < harga saham perdana, maka saham tersebut dinilai *overvalued* (harganya terlalu mahal).
c. Apabila Nilai Intrinsik = harga saham perdana, maka saham tersebut dinilai wajar harganya.

Untuk mengamati kewajaran nilai saham peneliti juga akan menyajikan arah pergerakan saham SMBR selama satu bulan pertama setelah IPO dan sampai dengan 31 Desember 2013 dengan analisa statistik deskriftif. Analisa ini tidak melihat dari sisi perhitungan nilai intrinsiknya namun hanya menggunakan grafik untuk mengidentifikasikan bentuk pergerakan saham sehingga dapat memperkirakan pergerakan dimasa mendatang.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Kesimpulan dari penelitian ini antara lain :

1. Valuasi saham PT Semen Baturaja (Persero) Tbk dengan metode *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) menunjukkan harga wajar/intrinsik saham SMBR masih berada di atas harga saham perdana yaitu sebesar Rp. 588 per lembar saham.
2. Harga wajar saham SMBR yang dihitung dengan metode *Price Earning Ratio* (PER), menggunakan rata-rata dan median *Price Earning Ratio* industri sejenis menghasilkan nilai wajar/intrinsik di atas harga saham perdana yaitu sebesar Rp 706 dan Rp. 691, masing-masing per lembar sahamnya.
3. Berdasarkan valuasi harga saham perdana SMBR dengan metode FCFE dan PER menunjukan bahwa harga saham SMBR *undervalued*.
4. Perseroan memiliki keunggulan untuk menghasilkan kinerja yang baik dengan memanfaatkan peluang-peluang yang tersedia serta melakukan efisiensi pada kegiatan produksi dan operasionalnya. Hal ini dibuktikan dengan kinerja keuangan perseroan yang terus meningkat pada tahun 2008-2012 antara lain meningkatnya nilai penjualan secara CAGR sebesar 8,42% dan meningkatnya laba bersih secara CAGR 21,72%. Kinerja yang baik ini tentunya didukung oleh peluang yang dimiliki perseroan antara lain

keberlangsungan pasokan semen dan jaringan distribusi yang kuat serta memiliki merek yang sudah dikenal luas oleh masyarakat di kawasan Sumbagsel dan semakin banyaknya pengembangan proyek dan infrastruktur.

5.2 Saran

Saran yang dapat diberikan antara lain :

1. Investor sebaiknya melakukan pembelian saham SMBR untuk dijadikan investasi jangka panjang dengan pertimbangan fundamental perusahaan yang terus meningkat dan prospek usaha yang menjanjikan.
2. Analisis dalam penelitian ini dibuat berdasarkan kondisi perekonomian pada saat IPO, sehingga apabila terdapat perubahan faktor-faktor makro ekonomi seperti nilai tukar dan tingkat suku bunga yang cukup signifikan maka hasil perhitungan ini harus ditinjau kembali.
3. Penelitian dengan metode *FCFE* menggunakan *two stage model* mengasumsikan bahwa arus kas yang diterima oleh pemegang saham akan tumbuh dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi selama periode tertentu dan kemudian tingkat pertumbuhan tersebut akan turun dan menjadi konstan untuk selama-lamanya. Hasil yang didapatkan dalam penelitian ini tentunya sangat dipengaruhi oleh asumsi *growth rate* yang digunakan. Berubahnya asumsi tingkat *growth rate* akan mempengaruhi hasil perhitungan nilai wajar saham. Oleh karena itu dapat dilakukan penelitian lebih lanjut terkait perubahan asumsi *growth rate* yang digunakan.
4. Penelitian ini hanya melakukan valuasi dengan metode *Free Cash Flow to Equity (*FCFE) dan *Price Earning Ratio (*PER), oleh karena itu disarankan

untuk dapat dilakukan penelitian lebih lanjut menggunakan metode valuasi lainnya seperti *Free Cash Flow To Firm* (FCFF), *Dividen Discounted Model* (DDM) dan *Contigent Claim Valuation*. Penelitian selanjutnya sebaiknya dapat menggabungkan analisa fundamental tersebut dengan analisa teknikal.

DAFTAR PUSTAKA

Ardiansyah, Misnen, 2004, **Pengaruh Variabel Keuangan Terhadap *Return* Awal dan *Return* 15 Hari Setelah IPO Serta Moderasi Besaran Perusahaan Terhadap Hubungan Antara Variabel Keuangan Dengan *Return* Awal dan *Return* 15 Hari Setelah IPO**, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol. 7, No. 2 Mei.

Asmalidar, 2011, **Analisis Faktor Fundamental Terhadap *Return* Jangka Pendek dan Jangka Panjang Saham *Initial Public Offering* di Pasar Sekunder Bursa Efek Indonesia**, Jurnal Ekonom, Vol. 14, No. 4.

Asnawi, Said Kelana dan Chandra Wijaya, 2007, **Metodologi Penelitian Keuangan**, Jakarta: Graha Ilmu.

Brigham, Eugene F., Ehrhardt, 2002, ***Financial Management Theory and Practice***, 10th *Edition*. *Orlando*: *Harcourt College Publisher*.

Benaji, Muhammad Reza, 2011, **Valuasi Nilai Wajar Saham Perum Pegadaian Terkait Rencana IPO Tahun 2012 Dengan Metode *Discounted Fee cash Flow to Equity***, Tesis, Universitas Inonesia, Jakarta.

Carter, Richard and Steven Manaster, 1990, ***Initial Public Offering and Underwriter Reputation***, *Jurnal of Finance*, Vol XLV No. 4 September.

Carter, Richard B., Frederick H. Dark and Ajaj K. Singh, 1998, ***Underwriter Reputation, Initial Return and The Long-Run Performance of IPO Stocks***, *Journal of Finance*, Vol LIII, No. 1 Februari.

Christy, Muhammad R. K, Iftekhar dan setphen D. Smith, 1996, ***A Note on Underwriter Competition and Initial Public Offerings***, *Journal of Business Finance and Accounting*, 23 (5) and (6) July.

Chi, Jing and Carol Padgett, 2002, ***Short-Run Underpricing and its Characteristics in Chinese IPO Markets***, ISMA *Discussion Paper in Finance*, Reading University.

Dahlan Siamat, 2004, **Manajemen Lembaga Keuangan**, Edisi ke-4, Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Damodaran, A, 2006, ***Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance***, New York: John Wiley and Sons Inc.

Damodaran, A, 2002, ***Investement Valuation: Tools and Technique for Determining The Value of Any Assets***, *Second Edition*, New York: John Wilye and Sons Inc.

Degeorfe, Francois, Derrien, Francois, 2001, ***IPO Performance and Earning Expectations: Some French Evidence***, http://www.ssrn.com.

Desiyanti, Rika, 2004, **IPO *Underpricing* yang dijelaskan Risiko**, Thesis, Program Studi Manajemen, Magister Sains Ilmu-Ilmu Ekonomi Universitas Gajah Mada.

Dimovski, Wiliam and Robert Brooks, 2004, ***Initial Public Offerings in Australia 1994 to 1999, Recent Evidence of Underpricing and Under Performance***, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 22, No. 3.

Drobetz, Wolgang, 2002, **Performance of Swiss Initial Public Offerings (IPO)**, *Working Paper*, University of Basel.

Durukan, M. Banu, 2002, ***The Relationship Between IPO Returns and Factors Influensing IPO Performance: Case of Istambul Stock Exchange***, *Managerial Finance*: Vol. 28, No. 2

Halim, Abdul, 2005, **Analisis Investasi**, Jakarta: Salemba Empat.

Hanafi, Mamduh M. dan Suad Husnan, 1991, **Perilaku Harga Saham di Pasar Perdana: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta Selama 1990**, Usahawan, No. 11, Nopember, Hal. 12 – 15.

Her, M. Monica and Daniel McConaughy, 2004, ***Multivariate Analysis of The Impact of Venture Capital, Insider Ownership Upon Small Firms Performance Arround the IPO***, www.sbaer.uca.edu/research/usasbe/2004/pdf.

Hutapea, Ganda dan Evi Sidabutar, 2011, **Analisa Harga Wajar Penawaran Umum Saham Perdana PT. Krakatau Steel (Persero), Tbk.**, Jurnal Ekonomi Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Indonesia, No. 2.

Ibbotson, R. G., 1975, ***Price Performance of Common Stock New Issues***, *Journal of Economics*, 2, 235 – 272.

Ibbotson, R., Sinderiar, J.R., and Ritter, J.R., 1988, ***Initial Public Offering***, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1, 37 – 45.

Ibbotson, R. G., Sinderiar, J.L., Ritter, J.R., 1998, **Initial Public Offering**, *Journal of Applied Corporate Finance*, No. 2.

Ivalandari, 2010, **Penentuan Nilai Wajar Saham Melalui Model *Discounted Cash Flow* dan *Relative Valuation* (Studi Kasus: Saham PT. Bumi Resources, Tbk., Periode 2005 – 2009)**, Tesis, Universitas Indonesia.

Kasim, Yuyu Yusran, 2011, **Valuasi Harga Saham PT. Garuda Indonesia (Persero), Tbk., dengan *Metode Present Value to* EBITDAR *Cash Flow* dan *Hidden Value***, Tesis, Universitas Indonesia, Jakarta.

Kim, Jeong-Bon, I, Krinsky and J. Lee, 1993, ***Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea, Journal of Business Finance and Accounting***, 20 (2), January, P. 195 – 211.

Kooli, Maher and Jean_Marc Suret, 2001, ***The Underpricing of Initial Public Offering: Further Canadian Evidence***, *Cirano Working Paper*.

Kurniawan, Beni, **"Analisis Pengaruh Variabel Keuangan dan non Keuangan Terhadap *Initial Return* dan *Return* 7 Hari Setelah *Initial Public Offering* (IPO)" (Studi Empiris: Perusahaan non Keuangan yang Listing di BEJ periode 2002 – 2006)**, Tesis, Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

Lundholm, R. and Sloan, R. 2007, ***Equity Valuation and Analisys***, Michigan: McGraw – Hill International.

Mangatur, Sulthani Adil, 2010, **Penerapan Analisa Fundamental dan Teknikal pada Penentuan Nilai Intrinsik Harga Saham PT. Perusahan Gas Nasional (Persero), Tbk.**, Tesis, Universitas Indonesia, Jakarta.

Manurung, Adler Haymans dan Gaton Soepriyono, 2006, **Hubungan antara Imbal Hasil IPO dan Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kinerja IPO di BEJ**, Manajemen dan Usahawan Indonesia, Vol 35.

Mardiana, Diana, 2011, **Analisa Nilai Harga Saham Perdana PT. Bank DKI**, Tesis, Universitas Gunadarma.

Nasirwan, 2000, **Reputasi Penjamin Emisi, *Return* Awal, *Return* 15 Hari Setelah IPO dan Kinerja Perusahaan 1 Tahun Setelah IPO di BEJ**, Simposium Nasional Akuntansi III, IAI, September.

Nazwirman, 2008, **Penilaian Harga Saham dengan *Price Earning Ratio* (PER): Studi Kasus pada Saham Industri Makanan dan Minuman di Bursa Efek Indonesia**, Makara, Sosial Humaniora, Vol 12, No. 2, Desember 2008: 98 – 106.

Palepu, Khrishna G., Healy, Bernard, 2009, ***Business Analysis and Valuation Using Financial Statement***, South-Western College Publishing.

Parahita, 2008, **Bagaimana Cara Menentukan Harga Wajar Saham**, http://parahita.wordpress.com (11Juni 2009).

Porman, Tumbuan Andi, 2008, **Menilai Harga Wajar Saham**, Jakarta: PT. Elex Media Komputindo.

Prastiwi, Arum dan Indra Wijayakusuma, 2001, **Analisis Kinerja Surat Berharga setelah Penawaran Perdana (IPO) di Indonesia**, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol. 16, No. 2.

PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk., **Prospektus Awal Penawaran Umum Perdana Saham PT. Semen Baturaja (Persero), Tbk.**, Jakarta.

Ritter, J.R., 1991, ***The Long-Run Performance of IPO's***, *Journal of Finance*, Vol. XLVI, 3 – 27.

Ronny B., Sautma dan Sembel, Roy, 2002, **Spining in Hot IPO: A Matter of Business Ethics**, http://ssrn.com/abstract_id=33730.

Samsul, M., 1990, **Analisa P/E Rasio dalam Penilaian Saham: Suatu Analisa Lebih Lanjut**, Manajemen Usahawan Indonesia, No. 2, Februari.

Sembel, Roy, H.M., 1996, ***IPO Anomalies, Truncated Excess Supply, and Heteregeneous Information***, *Unpublished Dissertation*, J. M. Katz Graduate School of Business, University of Pittsburgh, Pennsylvania.