

**ANALISIS FUNDAMENTAL
PT PERUSAHAAN GAS NEGARA TBK
MENGUNAKAN METODE DISCOUNTED CASH FLOW –
FREE CASH FLOW TO THE FIRM**

SKRIPSI

Name : Julmanto
NIM : 4310511 - 0268



FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS MERCU BUANA
JAKARTA
2009

**ANALISIS FUNDAMENTAL
PT PERUSAHAAN GAS NEGARA TBK
MENGUNAKAN METODE DISCOUNTED CASH FLOW –
FREE CASH FLOW TO THE FIRM**

SKRIPSI

Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat Untuk Memperoleh Gelar

SARJANA EKONOMI

Program Studi Manajemen – Strata 1

Nama : Julmanto
NIM : 4310511 - 0268



**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS MERCU BUANA
JAKARTA
2009**

SURAT PERNYATAAN KARYA SENDIRI

Yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Julmanto
NIM : 4310511 - 0268
Progam Studi : Manajemen

Menyatakan bahwa skripsi ini adalah murni hasil karya sendiri. Apabila saya mengutip dari karya orang lain, maka saya mencantumkan sumbernya sesuai dengan ketentuan yang berlaku. Saya bersedia dikenakan sanksi pembatalan skripsi ini apabila terbukti melakukan tindakan plagiat (penjiplakan).

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

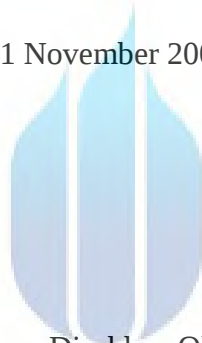
Jakarta, 11 November 2009

(Julmanto)

NIM : 4310511 - 0268

LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI

Nama : Julmanto
NIM : 4310511 - 0268
Program Studi : Manajemen
Judul Skripsi : Analisis Fundamental PT Perusahaan Gas Negara Tbk
Menggunakan Metode Discounted Cash Flow –
Free Cash Flow To The Firm
Tanggal Lulus Ujian : 11 November 2009



Disahkan Oleh :

Pembimbing Skripsi

(Dra. Aty Herawati, MSi)

Dekan

Ketua Program Studi Manajemen – S1

(Dra. Yuli Harwani, MM)

(Arief Bowo Prayoga K, SE, MM)

LEMBAR PENGESAHAN DEWAN PENGUJI

Skripsi

Analisis Fundamental PT Perusahaan Gas Negara Tbk Menggunakan Metode
Discounted Cash Flow – Free Cash Flow To The Firm

Dipersiapkan dan Disusun oleh :

Julmanto
4310511 - 0268

Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 11 November 2009

Susunan Dewan Penguji
Ketua Penguji/Pembimbing Skripsi


(**Dra. Aty Herawati, MSi**)

Anggota Dewan Penguji

(**Dr. Ir. Cecep Winata, MSi**)

Anggota Dewan penguji

(**Yuhasril SE, ME**)

KATA PENGANTAR

Puji syukur Penulis panjatkan ke hadirat Tuhan Yang Maha Esa yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya sehingga Penulis dapat menyelesaikan karya tulis akhir (skripsi) ini dengan judul : “ANALISIS FUNDAMENTAL PT PERUSAHAAN GAS NEGARA TBK MENGGUNAKAN METODE DISCOUNTED CASH FLOW – FREE CASH FLOW TO THE FIRM “

Adapun penulisan skripsi ini diajukan guna memenuhi syarat dalam menyelesaikan program strata satu dan mencapai gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Manajemen di Universitas Mercu Buana (UMB). Dalam kesempatan ini, Penulis menyampaikan banyak-banyak terima kasih atas ide, masukan, bantuan moril, spiritual dan materil dari berbagai pihak. Rasa hormat dan terima kasih yang sebesar-besarnya Penulis sampaikan kepada :

1. Dra. Yuli Harwani, MM selaku Dekan Universitas Mercu Buana, Jakarta
2. Arief Bowo Prayoga K, SE, MM selaku Ketua Program Studi S-1 Manajemen, Universitas mercubuana, Jakarta
3. Dra. Aty Herawati, MSi selaku Dosen Pembimbing yang telah menyediakan waktu dan memberikan bimbingan dan dukungan kepada Penulis selama ini.
4. Bpk. Noor Prio Sasongko SE, ME, yang telah membuka wawasan Penulis dan menjadi inspirasi yang berharga.
5. Seluruh Dosen Fakultas Ekonomi yang telah membimbing dan mendidik kami dengan tanpa pamrih dan penuh dedikasi. Kepercayaan yang telah Anda berikan tidak akan kami sia-siakan.

6. Kepada kedua orang tua yang selalu memberikan doa dan semangat serta menjadi motivasi bagi Penulis.
7. Kepada seluruh pasukan dari Batalyon VII antara lain Edy, Ayu, Ahmad, Cici, Ronald, I-is, Wibowo, Nur, Vladex, Eulis, Widie, Taufik, Fitri, Dina, Ali, Fatma, Purwoto, Maria, Triani dan semua yang tidak bisa Penulis sebutkan satu persatu, semoga semangat perjuangan tetap menyatukan kita selamanya.
8. Kepada istri yang dengan tabah dan setia mengambil alih tanggung jawab berat mengelola rumah selama masa panjang perkuliahan, terima kasih untuk pengertian dan pengorbanannya.

Menyadari masih adanya kekurangan dan kesalahan dalam skripsi ini, Penulis menyambut kritik dan saran dari para pembaca agar wawasan dan pengetahuan kita dapat berkembang dengan lebih dinamis yang pada akhirnya membawa manfaat kepada masyarakat Indonesia dan dunia.

UNIVERSITAS
MERCU BUANA

Jakarta, 11 November 2009

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN SAMPUL.....	i
HALAMAN JUDUL.....	ii
HALAMAN PERNYATAAN KARYA SENDIRI.....	iii
HALAMAN PENGESAHAN PEMBIMBING SKRIPSI.....	iv
HALAMAN PENGESAHAN DEWAN PENGUJI.....	v
KATA PENGANTAR.....	vi
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiii
ABSTRAK.....	xiv
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	3
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	3
BAB II LANDASAN TEORI.....	5
2.1 Manajemen Keuangan.....	5
2.1.1 Keputusan Investasi.....	7
2.1.2 Keputusan Pendanaan.....	9
2.1.3 Keputusan Pengelolaan Aktiva.....	10
2.2 Perkembangan Teori Keuangan.....	11

2.2.1 Teori Pasar Modal Efisien.....	11
2.2.2 Teori Struktur Modal.....	13
2.2.3 Teori Dividen.....	14
2.2.4 Teori Diskonto Aliran Kas.....	15
2.2.5 Teori Agen.....	15
2.2.6 Teori Informasi Asimetrik.....	16
2.2.7 Teori Portofolio.....	17
2.2.8 Teori Opsi.....	18
2.3 Saham.....	18
2.4 Return Saham.....	23
2.5 Informasi Laporan Keuangan.....	26
2.6 Kinerja Keuangan Dan Rasio Keuangan.....	28
BAB III METODOLOGI PENELITIAN	33
3.1 Objek Penelitian.....	33
3.1.1 Latar Belakang PT PGN Tbk.....	33
3.1.2 Sejarah Singkat PT PGN Tbk.....	35
3.1.3 Bidang Usaha PT PGN Tbk.....	36
3.2 Desain Penelitian.....	43
3.3 Variabel.....	43
3.4 Metode Pengumpulan Data.....	52
3.5 Metode Analisis Data.....	53

BAB IV	ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	55
4.1	Perhitungan Variabel.....	55
4.2	Proyeksi.....	61
4.3	Perhitungan DCF.....	64
BAB V	SIMPULAN DAN SARAN.....	67
5.1	Simpulan.....	67
5.2	Saran.....	67
DAFTAR PUSTAKA.....		68
LAMPIRAN.....		69
LAMPIRAN A:	Neraca (Aset) PT PGN Tbk.....	69
LAMPIRAN B:	Neraca (Kewajiban) PT PGN Tbk.....	70
LAMPIRAN C:	Neraca (Ekuitas) PT PGN Tbk.....	71
LAMPIRAN D:	Laporan Laba Rugi PT PGN Tbk.....	72
LAMPIRAN E :	Laporan Arus Kas PT PGN Tbk.....	73

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 3.1 Volume Distribusi Gas.....	41
Tabel 3.2 Volume Transmisi Gas.....	42
Tabel 4.1 Obligasi Negara.....	55
Tabel 4.2 Tarif Pajak.....	56
Tabel 4.3 Return Market Bulanan & Average Return.....	57
Tabel 4.4 Beta.....	57
Tabel 4.5 Cost of Debt.....	59
Tabel 4.6 Growth.....	61
Tabel 4.7 Proyeksi EBIT.....	62
Tabel 4.8 NOPAT.....	63
Tabel 4.9 Proyeksi Capex.....	63
Tabel 4.10 Proyeksi Perubahan Working Capital.....	64
Tabel 4.11 FCFF.....	65
Tabel 4.12 Value of Firm.....	65

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Skema Hubungan Manajemen Keuangan Dan Fungsinya	7
Gambar 3.1 Diagram Struktur Pemegang Saham.....	36
Gambar 3.2 Zona Distribusi Gas.....	39
Gambar 3.3 Diagram Basis Pelanggan.....	40
Gambar 3.4 Jaringan Transmisi Gas.....	42
Gambar 3.5 Flow Chart Metode Valuasi DCF - FCFF.....	54
Gambar 4.1 Perbandingan Volatilitas IHSG dan PGAS.....	58



DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1	Neraca (Aset) PT PGN Tbk..... 70
Lampiran 2	Neraca (Kewajiban) PT PGN Tbk..... 71
Lampiran 3	Neraca (Ekuitas) PT PGN Tbk..... 72
Lampiran 4	Laporan Laba Rugi PT PGN Tbk..... 73
Lampiran 5	Laporan Arus Kas PT PGN Tbk..... 74



ABSTRAK

Skripsi ini membahas nilai wajar saham PT Perusahaan Gas Negara Tbk dihitung dengan menggunakan metode Discounted Cash Flow – Free Cash Flow To The Firm. Sebagai dasar perhitungan digunakan data dari laporan keuangan Perusahaan tahun 2007 dan 2008, dan Presentasi Paparan Publik Perusahaan. Untuk proyeksi digunakan *guidance* dari manajemen Perusahaan.

Hasil analisis menunjukkan bahwa harga wajar saham PT Perusahaan Gas Negara Tbk senilai Rp 4,651.- yang berarti terdapat *upside potential* sebesar 31%.

Kata kunci: valuasi, nilai wajar, *discounted cash flow*.



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dinamika pasar saham di Indonesia selalu menjadi perhatian masyarakat dari berbagai kalangan, baik itu dari investor yang aktif berinvestasi, ataupun masyarakat awam yang ikut memantau perkembangannya dari kejauhan. Masuknya dana investor asing membawa IHSG naik hingga ke titik tertinggi pada tahun 2008. Industri reksa dana yang berkembang pesat ikut mendorong likuiditas pasar dan volume transaksi saham membengkak mencapai nilai rekor. Demikian juga berbagai profesi penunjang pasar modal seperti analis, pialang, penasihat investasi dan lain sebagainya yang semakin banyak bermunculan. Intinya adalah masyarakat Indonesia semakin sadar akan kehadiran sarana investasi yang bernama saham.

Masih segar dalam ingatan kita terhadap munculnya berbagai kasus kerugian yang dialami investor retail di Indonesia akibat dari keputusan investasi yang ceroboh. Gejolak harga saham di Bursa Efek Indonesia pada bulan Oktober 2008 memberikan imbal hasil negatif kepada investor *retail* dan juga reksa dana. Masyarakat akhirnya menyadari kenyataan bahwa tidak ada kepastian keuntungan di dalam berinvestasi, terdapat resiko yang terkait dalam setiap investasi, dan diperlukan suatu kajian informasi yang lebih komprehensif terhadap instrumen investasi sebelum mengambil keputusan investasi.

Seiring dengan kecenderungan ini, kita menyadari adanya pergeseran pada kebiasaan investor *retail* dari yang semula berinvestasi secara buta tanpa pemahaman memadai kepada cara investasi yang lebih bijaksana dan penuh pertimbangan.

Perusahaan pialang yang menjadi fasilitator utama dalam perdagangan saham bagi investor *retail* juga mengantisipasi dinamika ini dengan menyediakan kebutuhan investor akan informasi, hasil analisa, rekomendasi dan saran yang dapat membantu investor dalam mengambil keputusan investasinya.

Pada umumnya analisa saham terbagi menjadi dua jenis, yaitu analisa fundamental dan analisa teknikal. Analisa fundamental memanfaatkan data-data dari laporan keuangan perusahaan mengenai kinerja perusahaan, sedangkan analisa teknikal berusaha meramalkan kecenderungan pergerakan harga saham berdasarkan pergerakan harga saham itu sendiri di masa lalu.

Analisa fundamental, yang akan menjadi pokok bahasan dalam karya tulis ini, berasumsi bahwa pasar (dalam hal ini pasar saham) adalah tidak efisien dan bisa terjadi kesalahan terhadap valuasi harga saham di pasar (*mispriced*) karena berbagai alasan. Oleh karena itu ada kemungkinan ditemukannya harga saham yang dinilai tidak wajar. Dibutuhkan kerangka kerja, cara dan alat analisis untuk menemukan adanya *mispriced* di pasar, dan juga untuk menemukan tingkat harga yang wajar dari suatu saham yang diperdagangkan di pasar.

Ada beberapa model yang dapat digunakan dalam analisa fundamental antara lain *Discounted Cash Flow Analysis*, *Dividend Discount Method*, *Accounting Based Valuation Method*, *Relative Valuation Method* dan lain-lainnya.

Masing-masing model menggunakan asumsi-asumsi yang berbeda untuk menentukan harga wajar.

Meskipun investor *retail* dapat memperoleh hasil analisa, kesimpulan dan rekomendasi dari analis melalui pialang, sekuritas maupun media cetak, internet dan televisi, Penulis tetap melihat perlunya menyajikan suatu gambaran yang ringkas kepada pembaca bagaimana analisa fundamental diterapkan oleh seorang analis sehingga sampai kepada suatu kesimpulan berupa nilai wajar dari suatu saham.

Oleh karena itulah Penulis memilih judul ‘Analisis Fundamental PT Perusahaan Gas Negara Tbk. Dengan Menggunakan Metode Discounted Cash Flow – Free Cash Flow to The Firm’

1.2 Rumusan Masalah

Dari uraian di atas, maka Penulis menyimpulkan permasalahan sebagai berikut: berapakah nilai wajar saham PT Perusahaan Gas Negara Tbk bila dianalisa menggunakan metode *Discounted Cash Flow*?

1.3 Tujuan Dan Manfaat Penelitian

Tujuan dari karya tulis ini adalah untuk:

1. Mendapatkan harga wajar saham PT Perusahaan Gas Negara Tbk dengan menggunakan metode *Discounted Cash Flow*.
2. Memberikan rekomendasi investasi atas saham PT. Perusahaan Gas Negara Tbk berdasarkan hasil analisa.

Manfaat dari karya tulis ini adalah:

1. Bagi Penulis, penelitian ini diharapkan dapat menambah pengetahuan dan memperluas wawasan Penulis tentang valuasi saham dan aplikasinya di dunia investasi.
2. Bagi investor saham, penelitian ini dapat menjadi referensi dalam mengambil keputusan investasi berkaitan dengan saham PGAS.
3. Bagi manajemen PT Perusahaan Gas Negara sebagai referensi dalam pengambilan keputusan berkaitan dengan *corporate action* dan *capital budgeting*.
4. Bagi peneliti lain selanjutnya sebagai bahan acuan untuk mengembangkan penelitian lebih lanjut agar didapat perbaikan-perbaikan dan inovasi baru dalam metode valuasi saham.



UNIVERSITAS
MERCU BUANA

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Manajemen Keuangan

Manajemen Keuangan (*Financial Management*) adalah segala aktivitas perusahaan yang berhubungan dengan bagaimana memperoleh dana, menggunakan dana, dan mengelola *asset* sesuai tujuan perusahaan secara menyeluruh. (Martono & Harjito, 4)

Dari definisi tersebut ada tiga fungsi utama dalam manajemen keuangan yaitu:

1. Keputusan Investasi (*Investment Decision*)
2. Keputusan Pendanaan (*Financing Decision*)
3. Keputusan Pengelolaan Aset (*Assets Management Decision*)

Manajemen keuangan sebagai aktivitas memperoleh dana, menggunakan dana dan mengelola aset secara efisien membutuhkan beberapa tujuan atau sasaran. Untuk menilai apakah tujuan tersebut telah tercapai atau belum, maka dibutuhkan beberapa standar dalam mengukur efisiensi keputusan perusahaan. Sebagai tujuan normatif, tujuan manajemen keuangan berkaitan dengan keputusan di bidang keuangan untuk memaksimumkan nilai perusahaan. Secara lebih luas tujuan ini juga merupakan salah satu tujuan perusahaan.

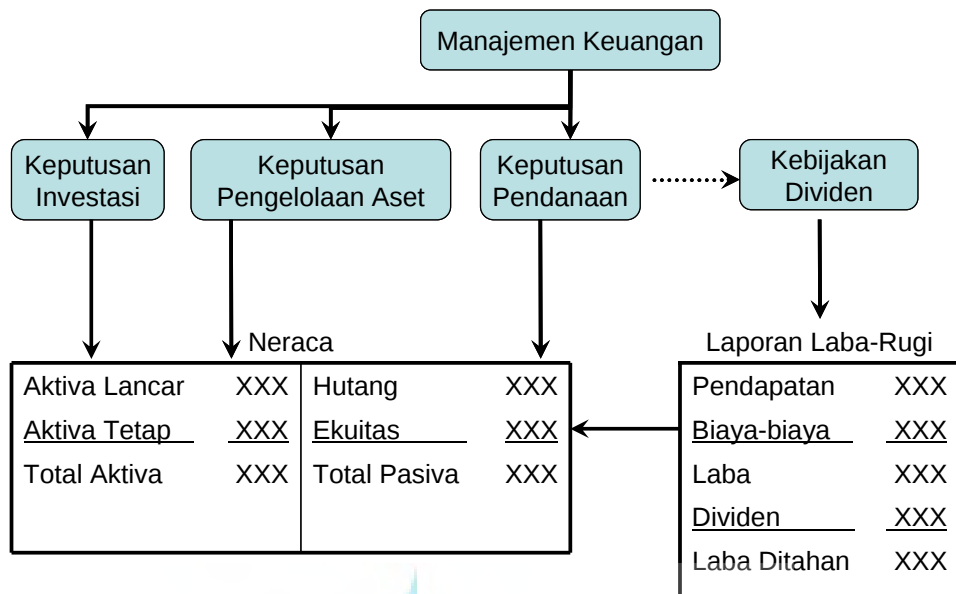
Bagi perusahaan yang telah *go public*, maka nilai perusahaan akan tercermin dari nilai pasar sahamnya. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan.

Sedangkan bagi perusahaan yang belum *go public*, maka nilai perusahaan adalah nilai yang terjadi apabila perusahaan tersebut dijual.

Tujuan memaksimumkan nilai perusahaan disebut juga sebagai memaksimumkan kemakmuran pemilik perusahaan atau pemegang saham (*stockholder wealth maximization*) yang dapat diartikan juga sebagai memaksimumkan harga saham dari perusahaan (*maximizing the price of the firm's common stock*). Tujuan memaksimumkan nilai perusahaan ini digunakan sebagai pengukur keberhasilan perusahaan karena dengan meningkatnya nilai perusahaan berarti meningkatnya kemakmuran pemilik perusahaan atau pemegang saham perusahaan. Tujuan memaksimumkan kemakmuran pemegang saham tidak hanya secara langsung bermanfaat bagi pemegang saham tetapi dapat memberi manfaat juga bagi masyarakat luas.

Semua keputusan keuangan di atas, yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan pengelolaan aset harus diambil dengan tetap berpedoman pada tujuan untuk memaksimumkan nilai perusahaan. Kemakmuran atau kesejahteraan pemegang saham ditunjukkan melalui harga saham perusahaan. Tinggi rendahnya harga saham ini juga merupakan refleksi dari keputusan investasi, keputusan pendanaan dan pengelolaan aset tersebut di atas.

Dari gambar di bawah terlihat bahwa keputusan investasi dan pengelolaan aset membahas masalah-masalah yang terdapat pada sisi aktiva yaitu aktiva lancar dan aktiva tetap. Sedangkan keputusan pendanaan membahas unsur-unsur yang ada di sisi pasiva yang terdiri atas hutang dan modal sendiri.



Gambar 2.1: Skema hubungan antara manajemen keuangan dengan fungsinya (Martono, 2005:4)

Kebijakan dividen akan membicarakan besarnya laba yang diperoleh dari operasional perusahaan yang akan dibagikan sebagai dividen kepada pemilik saham dan sebagian yang lain ditahan di perusahaan.

2.1.1 Keputusan Investasi

Investasi diartikan sebagai penanaman modal perusahaan. Penanaman modal dapat dilakukan pada aktiva riil ataupun aktiva finansial. Aktiva riil merupakan aktiva yang bersifat fisik atau dapat dilihat secara fisik, misalnya persediaan barang, gedung, tanah dan bangunan. Sedangkan aktiva finansial merupakan aktiva berupa surat-surat berharga seperti saham dan obligasi. Aktiva-aktiva yang dimiliki perusahaan akan digunakan dalam operasinya untuk mencapai tujuan perusahaan. Kemampuan perusahaan mengelola aktiva tersebut sangat menentukan kemampuan perusahaan memperoleh laba yang diinginkan.

Pengambilan keputusan yang keliru dalam investasi aktiva tersebut berakibat terganggunya pencapaian tujuan perusahaan.

Keputusan investasi merupakan keputusan terhadap aktiva apa yang akan dikelola oleh perusahaan. Keputusan ini merupakan keputusan yang paling penting di antara ketiga bidang keputusan tersebut di atas. Hal ini karena keputusan investasi ini berpengaruh secara langsung terhadap besarnya rentabilitas investasi dan aliran kas perusahaan untuk waktu-waktu yang akan datang. Rentabilitas investasi (*return on investment*) merupakan kemampuan perusahaan memperoleh laba yang dihasilkan dari suatu investasi.

Keputusan investasi yang dilakukan perusahaan dilakukan dengan beberapa langkah. Pertama, manajer keuangan perlu menetapkan beberapa aset secara keseluruhan (*total assets*) yang diperlukan dalam perusahaan. Kedua, dari aset yang diperlukan perlu ditetapkan komposisi dari aset-aset tersebut yaitu berapa jumlah aktiva lancar (*current assets*) dan berapa jumlah aktiva tetap (*fixed assets*). Aktiva lancar dirinci lagi menjadi berapa jumlah kas, piutang dan persediaan. Aktiva tetap dirinci lagi menjadi berapa jumlah alat kantor, kendaraan, mesin, gedung dan tanah. Ketiga, untuk mencapai pemanfaatan aset secara optimal maka aset-aset yang tidak ekonomis lagi perlu dikurangi, dihilangkan atau diganti dengan aset yang baru. Pengurangan aset yang sudah tidak ekonomis tersebut diganti dengan aset yang baru, sehingga dapat mengurangi beban biaya yang dikeluarkan karena aktiva yang baru biasanya akan menghemat biaya operasi.

2.1.2 Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan mempelajari sumber-sumber dana yang berada di sisi pasiva. Keputusan pendanaan menyangkut beberapa hal. Pertama, keputusan mengenai penetapan sumber dana yang diperlukan untuk membiayai investasi. Sumber dana yang akan digunakan untuk membiayai investasi tersebut dapat berupa hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Kedua, penetapan tentang perimbangan pembelanjaan yang terbaik atau sering disebut struktur modal yang optimum. Struktur modal optimum merupakan perimbangan hutang jangka panjang dan modal sendiri dengan biaya modal rata-rata minimal. Oleh karena itu, perlu ditetapkan apakah perusahaan menggunakan sumber modal eksternal yang berasal dari hutang dengan menerbitkan obligasi, atau menggunakan modal sendiri dengan menerbitkan saham baru sehingga beban biaya modal yang ditanggung perusahaan minimal. Kekeliruan dalam pengambilan keputusan pendanaan ini akan berakibat biaya yang ditanggung menjadi tidak minimal.

Biaya modal yang muncul berkaitan dengan keputusan pendanaan adalah biaya bunga untuk dana yang berasal dari hutang dan dividen bagi dana yang berasal dari saham atau modal sendiri. Biaya modal berupa bunga lebih mudah ditetapkan karena sifatnya akan tetap selama umur hutang/obligasi. Sedangkan penentuan tentang dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham memerlukan kebijakan tersendiri. Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) atau rasio antara dividen yang dibayarkan dibanding laba yang diperoleh, menentukan jumlah laba yang dapat ditahan (*retained earning*). Semakin besar laba ditahan

berarti semakin kecil dana yang tersedia untuk pembayaran dividen. Sebaliknya, semakin kecil laba yang ditahan maka semakin besar laba yang dibagi untuk pembayaran dividen.

2.1.3 Keputusan Pengelolaan Aktiva

Apabila aset telah diperoleh dengan pendanaan yang tepat, maka aset-aset tersebut memerlukan pengelolaan secara efisien. Manajer keuangan bersama manajer-manajer lain di perusahaan bertanggung jawab terhadap berbagai tingkatan operasi dari aset-aset yang ada. Pengalokasian dana yang digunakan untuk pengadaan dan pemanfaatan aset menjadi tanggung jawab manajer keuangan. Tanggung jawab tersebut menuntut manajer keuangan lebih memperhatikan pengelolaan aktiva lancar daripada aktiva tetap.

Manajer keuangan yang konservatif akan mengalokasikan dananya sesuai dengan jangka waktu aset yang didanai. Misalnya, aktiva lancar akan didanai dari hutang lancar yang jangka waktunya lebih panjang dari usia aktiva lancar dan sebagian dengan hutang jangka panjang. Aktiva tetap yang tidak disusutkan seperti tanah akan dibiayai dengan modal sendiri dan laba perusahaan atau laba ditahan, sedangkan aset yang disusutkan seperti bangunan dan mesin serta peralatan dapat dibiayai dengan hutang jangka panjang dan modal sendiri. Hutang jangka panjang yang digunakan untuk membiayai aktiva yang disusutkan tersebut jangka waktu pengembaliannya lebih panjang dari umur ekonomis aktiva yang dibiayai. Hal ini untuk mengurangi resiko kegagalan dalam pengembalian hutang perusahaan.

2.2 Perkembangan Teori Keuangan

Di dalam lingkup manajemen keuangan, teori-teori yang mendasari tiga kegiatan utama manajemen keuangan telah mengalami perkembangan yang umumnya merupakan penyempurnaan dan pendalaman serta perluasan analisis dari teori yang lebih dulu ada.

2.2.1 Teori Pasar Modal Efisien (*Efficient Capital Market Theory*)

Asumsi penting dalam teori keuangan adalah asumsi pasar modal yang efisien. Efisiensi pasar modal ini bukan efisien dalam arti administrasi keuangannya, tetapi efisien yang dimaksud adalah efisien secara informasional. (Martono, 2005: 8) Artinya bahwa harga-harga sekuritas yang ada di pasar modal mencerminkan informasi relevan yang mempengaruhi harga sekuritas tersebut. Efisiensi pasar modal ini memiliki karakteristik sebagai berikut:

- a. Tidak ada biaya transaksi baik pembelian maupun penjualan
- b. Tidak ada pajak
- c. Pasar bersifat persaingan sempurna, artinya banyak pembeli dan penjual
- d. Pembeli maupun penjual bertindak sebagai *price maker* (penentu harga)
- e. Baik individu maupun perusahaan memiliki akses yang sama ke pasar modal
- f. Informasi yang berhubungan dengan pasar modal tersedia untuk semua pelaku pasar dan mereka memiliki ekspektasi yang sama
- g. Tidak ada biaya yang berkaitan dengan *financial distress*

Asumsi tersebut di atas mengacu pada suatu hipotesis yaitu hipotesis pasar efisien. Untuk mencapai kondisi yang efisien secara informasional ini ada 4 syarat yang diperlukan, yaitu:

- a. Informasi harus dapat diperoleh tanpa biaya dan tersedia bagi semua pelaku pasar modal secara merata dan pada waktu yang sama.
- b. Pelaku pasar modal secara individu tidak dapat dan tidak mampu mempengaruhi harga saham.
- c. Semua pelaku pasar modal bertindak secara rasional, seperti memaksimalkan *return* yang diharapkan.
- d. Tidak ada biaya transaksi, pajak, dan hambatan-hambatan transaksi lainnya.

Efisiensi pasar modal dapat dibagi menjadi 3 bentuk efisiensi, yaitu:

- a. Efisiensi bentuk lemah (*Weak-form efficiency*). Efisiensi bentuk lemah menunjukkan bahwa harga saham di masa datang tidak dapat diprediksi hanya menggunakan data harga saham yang lalu. Pergerakan harga saham bersifat acak.
- b. Efisiensi bentuk setengah kuat (*Semi strong-form efficiency*). Efisiensi bentuk setengah kuat menunjukkan bahwa harga saham yang terjadi merupakan refleksi atas informasi yang dipublikasikan.
- c. Efisiensi bentuk kuat (*Strong-form efficiency*). Efisiensi bentuk kuat menunjukkan bahwa harga saham yang terjadi merefleksikan informasi yang dipublikasikan maupun informasi yang tidak dipublikasikan.

2.2.2 Teori Struktur Modal (*Capital Structure Theory*)

Struktur modal merupakan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Teori mengenai struktur modal pertama kali dikenalkan oleh Franco Modigliani dan Merton Miller tahun 1958. Modigliani dan Miller mempublikasikan teori struktur modal ini dalam hubungannya dengan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba di masa yang akan datang (*future earning*). Mereka mengemukakan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba di masa datang tidak dipengaruhi oleh besarnya struktur modal (dengan asumsi tidak ada pajak).

Jika teori ini benar maka manajer keuangan tidak perlu memikirkan perencanaan besarnya struktur modal karena tidak berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan memperoleh laba. Kemampuan memperoleh laba ini nantinya akan mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Jika kemampuan laba tinggi maka harga saham akan naik. Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan pula bahwa besarnya struktur modal tidak relevan mempengaruhi tinggi rendahnya harga saham. Teori struktur modal ini terus berkembang berkenaan dengan usaha perusahaan untuk menghasilkan laba yang diperoleh dari penggunaan modal.

Pada tahun 1963, Modigliani-Miller mempublikasikan teorinya yang kedua tentang struktur modal dengan memperhatikan dampak pajak. Dengan adanya pajak maka nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham dipengaruhi oleh struktur modal. Semakin besar hutang yang digunakan maka semakin tinggi nilai perusahaan yang berarti semakin tinggi harga sahamnya.

Alasannya adalah bunga hutang yang dibayarkan dapat mengurangi pajak yang dibayar oleh perusahaan. Penghematan pajak ini merupakan keuntungan pemegang saham, sehingga nilai perusahaan meningkat yang tercermin pada meningkatnya harga saham. (Martono, 2005: 10)

2.2.3 Teori Dividen (*Dividend Theory*)

Menurut Modigliani-Miller dengan asumsi pasar modal efisien dan tidak ada pajak, kebijakan dividen tidak relevan dengan konsep nilai perusahaan (harga saham). Hal ini disebabkan setiap rupiah yang dibayarkan perusahaan sebagai dividen mengharuskan perusahaan mengeluarkan saham baru. Sebagai akibat emisi saham baru itu maka nilai sekarang dari penerimaan pemegang saham lama menjadi semakin kecil. Ini artinya pembagian dividen tidak mempengaruhi kemakmurannya. Dengan kata lain, bagi pemegang saham akan sama saja apakah menerima pembayaran dividen sekarang atau *capital gain* di masa datang.

Dengan asumsi pasar modal yang efisien maka nilai perusahaan hanya dipengaruhi oleh keputusan penganggaran modal (*capital budgeting*). Keputusan penganggaran modal tersebut nantinya akan menentukan aliran kas dan tingkat resiko di masa datang. Resiko merupakan penentu aliran kas di masa datang karena keadaan yang akan datang penuh ketidakpastian. Hasil yang telah direncanakan kemungkinan tidak tercapai. Kemungkinan menyimpangnya hasil dari rencana yang telah ditetapkan inilah sebagai resiko yang harus diperkirakan sebelumnya. (Martono, 2005: 10)

2.2.4 Teori Diskonto Aliran Kas (*Discounted Cashflow Theory*)

Teori ini berdasarkan pada konsep nilai waktu dari uang (*time value of money*). Aliran kas yang akan diterima pada masa depan dapat dinilai sekarang menggunakan faktor diskonto (*discount factor*). Faktor diskonto ini misalnya berupa bunga. Proses penilaian aliran kas di masa depan tersebut dinamakan pendiskontoan aliran kas (*discounted cashflow*). Pendiskontoan ini dimaksudkan untuk menilai aliran kas di masa depan yang dinilai sekarang (*present value*). Proses pendiskontoan aliran kas ini dilakukan melalui 4 tahap, yaitu:

- a. Estimasi aliran kas di masa yang akan datang.
- b. Penilaian resiko aliran kas di masa yang akan datang.
- c. Menganalisis penilaian resiko dihubungkan dengan aliran kas.
- d. Penentuan nilai sekarang dari aliran kas (*present value of cashflow*).

Pendiskontoan aliran kas ini penting untuk menetapkan suatu tingkat diskonto atau bunga yang akan digunakan untuk menilai aliran kas masa yang akan datang jika dinilai saat ini. Tingkat diskonto yang akan digunakan tersebut harus mencerminkan tingkat resiko aliran kas, tingkat keuntungan ekonomi (*return*) dari investasi yang dilakukan dan periode waktu aliran kas (jangka waktu suatu investasi). (Martono, 2005: 11)

2.2.5 Teori Agen (*Agent Theory*)

Tujuan perusahaan adalah memaksimumkan kemakmuran para pemegang saham yang diterjemahkan sebagai memaksimumkan harga saham. Dalam kenyataannya tidak jarang manajer perusahaan memiliki tujuan lain yang mungkin

bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Karena manajer diangkat oleh pemegang saham maka idealnya mereka bertindak terbaik untuk kepentingan pemegang saham. Namun dalam prakteknya sering terjadi konflik antara kedua pihak tersebut yang dinamakan *agency problem*. *Agency problem* ini dapat muncul antara manajer dan pemegang saham atau antara kreditur dan pemegang saham.

Dalam perusahaan besar *agency problem* sangat potensial terjadi karena proporsi kepemilikan perusahaan oleh manajer relatif kecil. Tidak jarang tindakan manajer bukannya memakmurkan pemegang saham, melainkan memperbesar skala perusahaan dengan cara ekspansi atau membeli perusahaan lain. Motif utamanya adalah untuk menghindari pengambilalihan oleh perusahaan lain. Konflik lain yang potensial terjadi dalam perusahaan besar adalah antara pemegang saham dan kreditur. Kreditur memiliki hak atas sebagian laba dan sebagian aset perusahaan terutama dalam kasus kebangkrutan. Sementara itu pemegang saham memegang pengendalian perusahaan yang sangat menentukan profitabilitas dan resiko perusahaan. (Martono, 2005: 11)

2.2.6 Teori Informasi Asimetrik (*Asymetric Information Theory*)

Umumnya manajer perusahaan lebih mengetahui tentang informasi berkaitan dengan kondisi dan prospek perusahaan dibanding dengan investor atau analis. Kondisi seperti ini disebut *asymetric information*. Artinya antara manajer dan pemegang saham mempunyai informasi yang berbeda tentang perusahaan. Dalam kasus ini mungkin saja manajer perusahaan percaya bahwa saham

perusahaan dalam keadaan *undervalued* atau *overvalued*. Hal itu tergantung apakah informasi tersebut menguntungkan atau tidak bagi perusahaan. Dampak yang mungkin muncul dengan adanya *asymmetric information* adalah timbulnya kegagalan pasar. Misalnya seorang pembeli mobil bekas dirugikan dengan membeli terlalu mahal karena tidak memiliki informasi memadai mengenai harga pasaran mobil bekas dibandingkan dengan penjualnya yang memiliki informasi lebih lengkap. (Martono, 2005: 11)

2.2.7 Teori Portofolio (*Portfolio Theory*)

Tokoh yang terkenal dengan teori portofolionya adalah Harry Markowitz. Dia pernah memperoleh hadiah Nobel di bidang ekonomi tahun 1990. Teori portofolionya menyatakan bahwa resiko dapat dikurangi dengan cara mengkombinasikan aset ke dalam suatu portofolio. Investor dapat mengurangi resiko atas investasinya dengan cara menanamkan dananya pada berbagai saham di berbagai pasar saham. Hal ini karena resiko aset secara individu akan lebih besar daripada resiko portofolio.

Namun teori ini belum menyebutkan secara jelas hubungan antara *return* dengan resiko investasi. Oleh karena itu, teori ini kemudian disempurnakan oleh William Sharpe dengan mengembangkan teori keseimbangan yang menghubungkan antara resiko dan hasil (*return*) yaitu dengan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Model CAPM ini dapat digunakan untuk menjelaskan bahwa *return* suatu saham merupakan fungsi dari tingkat keuntungan bebas resiko

(*risk free rate*), tingkat keuntungan yang disyaratkan atas portofolio pasar (*market return*) dan koefisien beta (β). (Martono, 2005: 12)

2.2.8 Teori Opsi (*Option Theory*)

Opsi merupakan suatu hak untuk menjual atau membeli suatu aset dengan harga tertentu selama jangka waktu tertentu. Fisher Black dan Myron Scholes pada tahun 1973 memperkenalkan suatu model penilaian opsi yang kemudian dikenal dengan *Black-Scholes Option Pricing Model*. Namun demikian, walaupun sudah agak lama teori ini berkembang tetapi sampai saat ini belum dianggap sebagai teori dalam manajemen keuangan. Hanya saja ada beberapa keputusan di bidang keuangan yang dapat dianalisis dan dipahami lebih baik dengan menggunakan kerangka teori opsi. Sebagai contoh, dalam perkara pembatalan sewa guna usaha sebagai salah satu alternatif pembiayaan perusahaan. Pembatalan transaksi sewa guna usaha dapat dianalisis dengan kerangka teori opsi. Begitu pula modal yang akan digunakan oleh perusahaan yang dapat berupa modal sendiri perusahaan atau memakai hutang dapat di pertukarkan menggunakan teori opsi ini. (Martono, 2005: 12)

2.3 Saham

Saham adalah penyertaan dalam modal dasar suatu perseroan terbatas. Sebagai tanda bukti penyertaan tersebut dikeluarkan surat kolektif kepada pemilik yaitu pemegang saham (Sumantoro, 1990: 10). Perusahaan tetap menjual sahamnya kepada masyarakat meskipun hal tersebut dapat mengurangi atau

menghilangkan kekuasaan kontrol atas perusahaannya dengan pertimbangan sebagai berikut: (Sumantoro, 1990: 11)

- a. Untuk menghimpun dana yang diperlukan bagi pembelanjaan perusahaan (*capital expenditure*).
- b. Untuk memberi kesempatan kepada masyarakat untuk turut serta dalam pengelolaan dan perkembangan perusahaan.
- c. Untuk meningkatkan transparansi pengelolaan perusahaan.

Perdagangan saham dilakukan di Bursa Efek yaitu tempat bertemunya penjual dana dan pembeli dana yang ada di pasar modal. Kegiatan di bursa tersebut diperantarai oleh para anggota bursa selaku pedagang perantara efek untuk melakukan transaksi jual-beli (Sumantoro, 1990: 10)

Sekuritas atau saham yang telah dibeli di pasar perdana (*Initial Public Offering*) kemudian akan diperdagangkan di bursa efek atau pasar sekunder. Saat pertama kali sekuritas tersebut diperdagangkan di bursa efek biasanya memerlukan waktu sekitar enam sampai delapan minggu dari saat *Initial Public Offering*. Pada waktu saham tersebut mulai diperdagangkan di bursa, dikatakan saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder. Jadi bursa efek merupakan suatu tempat untuk memperdagangkan saham tersebut.

Awalnya di Indonesia terdapat dua bursa efek, yaitu PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ), dan PT. Bursa Efek Surabaya (BES). Kedua bursa efek ini merupakan perseroan terbatas (PT) yang dimiliki oleh beberapa perusahaan sekuritas. Kini kedua bursa telah bergabung (*merger*) menjadi Bursa Efek

Indonesia. Setiap perdagangan sekuritas di bursa harus dilakukan lewat pialang yang menjadi anggota bursa.

Pada proses ini juga dapat dicatat bahwa penjualan saham kepada masyarakat sejalan dengan kebijakan pemerintah untuk ikut serta menunjang program pemerataan pendapatan kepada masyarakat luas pemegang saham. Adapun jenis-jenis saham adalah sebagai berikut: (Riyanto, 1995: 241)

1. Saham Biasa (*Common Stock*)

Pemegang saham biasa hanya akan mendapat dividen pada akhir tahun pembukuan, hanya kalau perusahaan tersebut mendapatkan keuntungan. Apabila perusahaan tersebut tidak mendapatkan keuntungan atau mendapat kerugian, maka pemegang saham tidak akan mendapat dividen dan mengenai hal ini ada ketentuan hukumnya, yaitu bahwa suatu perusahaan yang menderita kerugian, selama kerugian itu belum dapat ditutup, maka selama itu perusahaan tidak diperbolehkan membayar dividen.

Adapun fungsi saham dalam perusahaan adalah:

- a. Sebagai alat untuk membiayai belanja perusahaan dan terutama sebagai alat untuk memenuhi kebutuhan akan modal permanen.
- b. Sebagai alat untuk menentukan pembagian laba.
- c. Sebagai alat untuk mengadakan fusi atau kombinasi dari perusahaan-perusahaan.
- d. Sebagai alat untuk menguasai perusahaan

2. Saham Preferen (*Preferred Stock*)

Pemegang saham preferen mempunyai beberapa “preferensi” tertentu dibandingkan dengan pemegang saham biasa, terutama dalam hal-hal:

a. Pembagian Dividen

Dividen dari perusahaan disisihkan lebih dahulu untuk bagian saham preferen, kemudian sisanya barulah disediakan untuk saham biasa. Dividen saham preferen dinyatakan dalam persentase tertentu dari nilai nominalnya.

b. Pembagian Kekayaan

Apabila perusahaan dilikuidasi, maka dalam pembagian kekayaan, saham preferen didahulukan daripada saham biasa. Tetapi di lain pihak pemegang saham preferen juga ada kelemahannya dibandingkan dengan pemegang saham biasa, karena pemegang saham preferen tidak mempunyai hak suara dalam rapat umum pemegang saham. Adapun persamaannya adalah bahwa pemegang saham biasa maupun pemegang saham preferen hanya berhak menerima dividen apabila perusahaan mendapatkan keuntungan.

Ada beberapa faktor berpengaruh terhadap keberhasilan suatu pasar modal (Husnan, 2003: 8), antara lain:

- a. Penawaran sekuritas, faktor ini menunjukkan banyaknya perusahaan yang bersedia menerbitkan sekuritas di pasar modal.

- b. Permintaan sekuritas, faktor ini menunjukkan banyaknya anggota masyarakat yang memiliki sejumlah dana yang cukup besar untuk digunakan membeli sekuritas-sekuritas yang ditawarkan. Calon-calon pembeli sekuritas tersebut mungkin berasal dari individu, perusahaan non keuangan, maupun lembaga-lembaga keuangan. Sehubungan dengan faktor ini, maka pendapatan per kapita suatu negara dan distribusi pendapatan akan mempengaruhi besar kecilnya permintaan akan sekuritas.
- c. Kondisi politik dan ekonomi, kondisi politik yang stabil dan mantap akan membantu mendorong pertumbuhan ekonomi yang pada akhirnya akan mempengaruhi besarnya penawaran dan permintaan akan sekuritas.
- d. Hukum dan peraturan perundang-undangan, investor pada dasarnya mengandalkan diri pada informasi yang disediakan oleh perusahaan-perusahaan yang menerbitkan sekuritas. Oleh karena itu kecepatan, kelengkapan, dan kebenaran informasi menjadi hal yang sangat penting untuk dihasilkan perusahaan, dan peraturan yang melindungi pemodal dari informasi yang tidak benar dan menyesatkan mutlak diperlukan.
- e. Lembaga-lembaga pendukung pasar modal seperti BAPEPAM, bursa efek, akuntan publik, wali amanat, notaris, konsultan hukum, dan lembaga *clearing*. Lembaga-lembaga pendukung tersebut perlu bekerja secara profesional agar informasi yang dihasilkan dan digunakan oleh

para pemodal untuk mengambil keputusan bisa diandalkan dan transaksi dapat diselesaikan secara cepat dan murah. Kedua faktor tersebut diperlukan agar pasar modal dapat berjalan dengan efisien.

2.4 Return Saham

Return merupakan hasil/keuntungan yang diperoleh dari sebuah investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi (*realized return*) yaitu *return* yang telah terjadi atau *return* ekspektasi (*expected return*) yaitu *return* yang diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang. (Hartono, 2000 : 107) menyatakan bahwa *return* abnormal (*abnormal return*) merupakan selisih antara *return* ekspektasi dan *return* realisasi.

Tujuan *corporate finance* adalah memaksimumkan nilai perusahaan. Tujuan ini bisa menyimpan konflik potensial antara pemilik perusahaan dengan kreditur. Jika perusahaan menikmati laba yang besar, nilai pasar saham (dana pemilik) akan meningkat pesat, sementara nilai hutang perusahaan (dana kreditur) tidak terpengaruh. Sebaliknya, apabila perusahaan mengalami kerugian atau bahkan kebangkrutan, maka hak kreditur akan didahulukan sementara nilai saham akan menurun drastis.

Jadi dengan demikian nilai saham merupakan indeks yang tepat untuk mengukur efektivitas perusahaan, sehingga seringkali dikatakan memaksimumkan nilai perusahaan juga berarti memaksimumkan kekayaan pemegang saham. Saham suatu perusahaan bisa dinilai dari pengembalian (*return*) yang diterima oleh pemegang saham dari perusahaan yang bersangkutan. *Return* bagi pemegang

saham bisa berupa penerimaan dividen tunai ataupun adanya perubahan harga saham pada suatu periode (Beza, 1998).

Return abnormal menjadi indikator untuk mengukur efisiensi suatu pasar modal. Apabila harga suatu instrumen investasi telah mencerminkan seluruh informasi yang ada maka *return* ekspektasi atas suatu harga saham relatif akan sama dengan *return* realisasinya. Pada pasar modal yang telah efisien, seorang investor tidak akan dapat memperoleh *abnormal return* secara berlebihan atau secara terus menerus. Hal ini tentu saja berlaku dengan asumsi seluruh pelaku pasar bertindak rasional atas informasi yang diperoleh.

Dalam skala yang lebih besar, suatu informasi dapat mempengaruhi harga atas suatu aktiva atau bahkan seluruh aktiva yang ada di pasar modal. Hartono (2000: 351) menyebutkan bahwa perubahan nilai atas aktiva tersebut memungkinkan akan terjadi adanya pergeseran ke harga ekuilibrium yang baru. Harga ekuilibrium ini akan tetap bertahan sampai suatu informasi baru lainnya merubahnya kembali ke harga ekuilibrium yang baru lagi. Bagaimana suatu pasar bereaksi terhadap informasi untuk mencapai harga ekuilibrium baru inilah yang merupakan konsep dasar efisiensi pasar. Kecepatan dan keakuratan pasar dalam bereaksi yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia inilah yang menjadi dasar untuk menilai efisiensi suatu pasar.

Pasar yang efisien adalah pasar dimana *return* semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Dalam hipotesis pasar modal yang efisien dikatakan bahwa pasar yang efisien akan bereaksi cepat terhadap informasi yang relevan. Sharpe, Brealy dan Myers dalam

Indrawijaya (2001) menekankan bahwa pengertian pasar yang efisien adalah pasar dimana seorang investor tidak mendapatkan keuntungan yang berlebihan atau *abnormal return*. Dalam studi analisa efisiensi pasar modal setengah kuat dengan menggunakan metode *event study*, penelitian dilakukan dengan melihat pergerakan saham selama *event windows* yang tercermin dari *return* saham tersebut dibandingkan dengan *return* ekspektasi apabila diasumsikan peristiwa tersebut tidak terjadi. Selisih antara *return* yang terjadi karena peristiwa tersebut dan *return* ekspektasi apabila peristiwa tersebut tidak terjadi adalah *return abnormal*.

Untuk melakukan investasi dalam bentuk saham diperlukan analisis untuk mengukur nilai saham, yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal. Tujuan analisis fundamental adalah menentukan apakah nilai saham berada pada posisi *undervalue* atau *overvalue*. Saham dikatakan *undervalue* bilamana *return* saham di pasar saham lebih kecil dari harga wajar atau nilai yang seharusnya, demikian juga sebaliknya. Dapat dikatakan bahwa untuk memperkirakan *return* saham dapat menggunakan analisa fundamental yang menganalisa kondisi keuangan dan ekonomi perusahaan yang menerbitkan saham tersebut. Analisanya dapat meliputi trend penjualan dan keuntungan perusahaan, kualitas produk, posisi persaingan perusahaan di pasar, hubungan kerja pihak perusahaan dengan karyawan, sumber bahan mentah, peraturan-peraturan perusahaan dan beberapa faktor lain yang dapat mempengaruhi nilai saham perusahaan tersebut.

Analisis fundamental berkaitan dengan penilaian kinerja perusahaan, tentang efektifitas dan efisiensi perusahaan mencapai sasarannya (Foster. 1986).

Untuk menganalisis kinerja perusahaan dapat digunakan rasio keuangan yang terbagi dalam empat kelompok, yaitu rasio likuiditas, aktivitas, hutang, dan profitabilitas (Kim, 1991). Dengan analisis tersebut, para analisis mencoba memperkirakan *return* saham dimasa yang akan datang dengan mengestimasi nilai dari faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham dimasa yang akan datang dan menerapkan hubungan faktor-faktor tersebut sehingga diperoleh taksiran *return* saham.

2.5 Informasi Laporan Keuangan

Alat yang dapat digunakan sebagai dasar untuk menentukan atau menilai posisi keuangan perusahaan adalah laporan keuangan. Laporan keuangan terdiri dari Neraca, Laporan Rugi Laba dan Laporan Perubahan Modal. Laporan keuangan pada dasarnya adalah hasil dari proses akuntansi yang dapat digunakan sebagai alat untuk berkomunikasi antara data keuangan atau aktivitas suatu perusahaan dengan pihak-pihak yang berkepentingan dengan data atau aktivitas perusahaan tersebut (Nainggolan, 2004: 41).

Neraca adalah laporan yang menunjukkan keadaan keuangan suatu unit usaha pada tanggal tertentu. Keadaan keuangan ini ditunjukkan dengan jumlah harta yang dimiliki yang disebut aktiva dan jumlah kewajiban perusahaan yang disebut pasiva. Neraca mempunyai dua sisi yang nilainya harus seimbang (Nainggolan, 2004: 43).

Hutang merupakan milik kreditur yang ditanamkan dalam perusahaan dan jumlah-jumlah ini merupakan kewajiban perusahaan yang harus dilunasi,

sedangkan modal menunjukkan jumlah milik para pemegang saham yang ditanamkan dalam perusahaan. Elemen-elemen dalam neraca biasanya dikelompokkan dalam suatu cara yang tujuannya adalah untuk memudahkan analisis. Biasanya aktiva dan hutang akan dikelompokkan dalam kelompok lancar (jangka pendek) dan tidak lancar (tetap/jangka panjang).

Laporan Rugi Laba adalah suatu laporan atas kegiatan-kegiatan perusahaan selama waktu periode akuntansi tertentu (Nainggolan, 2004).

Laporan Rugi Laba menunjukkan penghasilan dan biaya operasi, bunga, pajak dan laba bersih yang diperoleh suatu perusahaan. Bila neraca menyajikan gambaran perusahaan sesaat, maka Laporan Rugi Laba mengiktisarkan kegiatan-kegiatan untuk memperoleh laba selama satu periode tertentu.

Perhitungan rugi laba perusahaan harus disusun sedemikian rupa hingga dapat memberikan gambaran dari besarnya kegiatan perusahaan dan hasil dari kegiatan itu. Kegiatan perusahaan paling jelas tercermin pada jumlah penjualan kotor, penyajiannya adalah sebagai berikut:

- Harus memuat secara terperinci unsur-unsur dari hasil dan biaya.
- Dapat disusun dalam bentuk urutan ke bawah (stafel) atau bentuk skontro.
- Harus dipisahkan antara hasil dari usaha utama dengan hasil usaha lain-lain.

Dalam Laporan Perubahan Modal ditunjukkan laba ditahan awal periode, ditambah dengan laba seperti yang tercantum di dalam perhitungan rugi laba dan dikurangi dengan deviden yang diumumkan selama periode yang bersangkutan.

2.6 Kinerja Keuangan Dan Rasio Keuangan

Analisis rasio keuangan merupakan instrumen analisis prestasi perusahaan yang menjelaskan berbagai hubungan dan indikator keuangan yang ditujukan untuk menunjukkan perubahan dalam kondisi keuangan atau prestasi operasi di masa lalu. Makna dan kegunaan rasio keuangan dalam praktik bisnis pada kenyataannya bersifat subjektif, bergantung pada untuk apa suatu analisis dilakukan dalam konteks apa analisis tersebut diaplikasikan (Helfret, 1999).

Selanjutnya perkembangan yang terjadi pada pendekatan penyusunan teori akuntansi telah mendorong dilakukannya studi akuntansi yang menghubungkan rasio keuangan dengan fenomena akuntansi tertentu. Harapannya akan dapat ditemukan berbagai kegunaan objektif dari rasio keuangan. Beberapa yang telah dilakukan diantaranya adalah yang menguji kegunaan rasio keuangan untuk memprediksi kondisi keuangan perusahaan khususnya perusahaan yang mengalami kebangkrutan (Beaver, 1966; Altman, 1968) dan memprediksi perubahan laba perusahaan (Machfoed, 1994; Zainuddin dan Hartono, 1999).

Salah satu tahapan dalam proses akuntansi yang penting untuk keperluan pengambilan keputusan manajemen adalah tahap interpretasi laporan akuntansi, yang didalamnya mencakup rasio keuangan. Rasio keuangan yang merupakan bentuk informasi akuntansi yang penting bagi perusahaan selama suatu periode

tertentu. Berdasarkan rasio tersebut, dapat dilihat keuangan yang dapat mengungkapkan posisi, kondisi keuangan, maupun kinerja ekonomis di masa depan dengan kata lain informasi akuntansi.

Dalam penggunaannya terdapat keunggulan dan keterbatasan dari analisa keuangan untuk digunakan dalam memahami kondisi perusahaan. Menurut Harahap (2002 : 49) ada beberapa keunggulan dari analisa rasio yaitu:

1. Rasio merupakan angka-angka atau ikhtisar statistik yang lebih mudah dibaca dan ditafsirkan.
2. Merupakan pengganti yang lebih sederhana dari informasi yang disajikan laporan keuangan yang sangat rinci dan rumit.
3. Mengetahui posisi perusahaan di tengah industri lain.
4. Sangat bermanfaat untuk bahan dalam mengisi model-model pengambilan keputusan dan model prediksi.
5. Menstandarisasi *size* perusahaan.
6. Lebih mudah memperbandingkan perusahaan dengan perusahaan lain atau melihat perkembangan perusahaan secara periodik atau "*time series*".
7. Lebih mudah melihat trend perusahaan serta melakukan prediksi di masa yang akan datang.

Menurut Harahap (2002) adapun jenis rasio keuangan yang sering sekali digunakan adalah:

1. Rasio likuiditas, rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya.
2. Rasio solvabilitas, rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjangnya atau kewajiban-kewajiban apabila perusahaan dilikuidasi.
3. Rasio rentabilitas/profitabilitas, rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan mendapatkan laba melalui sumber daya yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan dan sebagainya.
4. Rasio Leverage, rasio ini menggambarkan hubungan perbandingan antara hutang perusahaan terhadap modal maupun asset.
5. Rasio Aktivitas, rasio ini menggambarkan aktivitas yang dilakukan perusahaan dalam menjalankan operasinya baik dalam kegiatan penjualan, pembelian atau kegiatan lainnya.
6. Rasio Pertumbuhan, rasio ini menggambarkan persentasi kenaikan penjualan tahun ini dibanding dengan tahun lalu. Semakin tinggi berarti semakin baik.
7. Penilaian Pasar, rasio ini merupakan rasio yang khusus dipergunakan di pasar modal yang menggambarkan situasi perusahaan di pasar modal.
8. Rasio Produktivitas, rasio ini menunjukkan tingkat produktivitas dari unit atau kegiatan yang dinilai.

Menurut Nainggolan (2004 : 68) ada beberapa rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan yaitu:

a. EPS (Earning per Share)

Merupakan laba yang diperoleh perusahaan per lembar saham. Laba per saham merupakan alat ukur yang berguna untuk membandingkan laba dari berbagai entitas usaha yang berbeda dan untuk membandingkan laba suatu entitas dari waktu ke waktu jika terjadi perubahan dalam struktur modal. Laba per saham telah sejak dulu dihitung dan digunakan oleh para analis keuangan. Perhitungan laba per saham yang mengarah ke masa depan mencoba memberikan informasi mengenai laba per saham yang mungkin akan diperoleh di masa datang.

b. DER (Debt to Equity Ratio)

Merupakan rasio yang mengukur besarnya hutang yang ditanggung melalui modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Debt to Equity Ratio adalah instrumen untuk mengetahui kemampuan akuitas atau aktiva bersih suatu perusahaan untuk melunasi seluruh kewajibannya.

c. PER (Price Earning Ratio)

Menurut Rahardjo (2003) rasio harga dengan penghasilan atau price earning ratio sering digunakan untuk membandingkan peluang investasi. Suatu rasio harga dan penghasilan saham dihitung dengan membagi harga pasar per lembar saham (*share market price*) dengan penghasilan per lembar saham (EPS). Harahap (2002) mengatakan bahwa price earning ratio ini

menunjukkan perbandingan antara harga saham di pasar atau harga perdana yang ditawarkan dibandingkan dengan pendapatan yang diterima.

d. ROI (Return on Investment)

Merupakan rasio untuk mengukur kemampuan manajemen dalam menghasilkan pendapatan dari pengelolaan aset (Kasmir, 2003).

e. ROE (Return on Equity)

Merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam mengelola modal yang ada untuk mendapatkan *net income* (Kasmir, 2003).



BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Objek Penelitian

Di dalam penelitian ini, Penulis memilih PT. Perusahaan Gas Negara Tbk sebagai objek penelitian. Yang menjadi pertimbangan Penulis dalam memilih objek penelitian adalah likuiditas perdagangan sahamnya yang cukup baik dan tercakup didalam indeks LQ45 (45 saham paling *liquid* di BEI), *future cash flow* yang relatif lebih terukur, *good corporate governance* dan keterbukaan informasi dari perusahaan ini.

3.1.1 Latar Belakang PT. Perusahaan Gas Negara Tbk

PT Perusahaan Gas Negara Tbk. adalah perusahaan penyedia gas terkemuka di Indonesia. Sampai dengan tahun 2008 Perseroan telah membangun jaringan pipa gas transmisi dan distribusi sepanjang 5.638 Km, terbentang di wilayah Sumatera bagian Utara, Sumatera Selatan, Jawa bagian Barat, dan Jawa bagian Timur.

Selesaiannya pembangunan mega proyek Pipa Transmisi South Sumatera – West Java (“SSWJ”) pada tahun 2008 merupakan pencapaian yang bersejarah bagi Perseroan dimana pipa tersebut mampu menghubungkan ladang gas di Sumatera Selatan dengan konsumen pelanggan yang berada di Pulau Jawa. Tambahan penjualan gas yang dihasilkan dari proyek ini telah mengangkat kinerja Perseroan sehingga menghasilkan pendapatan sebesar Rp12,8 triliun.

Gas yang dijual dan disalurkan oleh Perseroan pada tahun 2008 mencapai volume 1.336 juta standar kaki kubik per hari atau *Million Standard Cubic Feet per Day* (MMSCFD), menjangkau pelanggan yang luas di sektor industri, komersial, dan rumah tangga. Beberapa industri besar yang telah menikmati gas dari Perseroan diantaranya adalah pembangkit listrik PLN, industri baja, industri keramik, industri kimia, dan industri kertas.

Jaringan pipa Perseroan secara keseluruhan sampai dengan tahun 2008 terdiri dari pipa transmisi sepanjang 2.158 Km dan pipa distribusi sepanjang 3.480 Km. Dengan panjang pipa dan jangkauan ke wilayah-wilayah utama operasional di Sumatera dan Jawa, Perseroan dapat bersinergi dengan perusahaan-perusahaan lain yang memiliki jaringan pipa distribusi lokal di wilayah-wilayah tersebut sehingga memperluas area penjualannya.

Selain menjual dan menyalurkan gas, Perseroan juga mengembangkan potensi usaha-usaha strategis lainnya, diantaranya: menyimpan gas sebagai persediaan yang siap untuk dijual; bersama dengan mitra strategis berencana membangun Receiving Terminal LNG sebagai sarana penunjang utama untuk mendistribusikan gas dari lapangan di wilayah yang terpencil. Seluruh rencana usaha ini akan terus dikembangkan untuk tujuan lebih meningkatkan nilai Perseroan bagi para pemegang saham.

3.1.2 Sejarah Singkat PT Perusahaan Gas Negara Tbk

PT Perusahaan Gas Negara Tbk atau sering disebut PGN, merupakan sebuah perusahaan milik negara yang dirintis sejak tahun 1859, ketika masih bernama Firma L.I. Enthoven & Co.

Kemudian pada tahun 1950, oleh Pemerintah Belanda, perusahaan tersebut diberi nama NV Overzeese Gas en Electriciteit Maatschappij (NV OGEM). Namun pada tahun 1958, Pemerintah Republik Indonesia mengambil alih kepemilikan Firma tersebut dan mengubah namanya menjadi Penguasa Perusahaan Peralihan Listrik dan Gas (P3LG). Seiring dengan perkembangan Pemerintahan Indonesia, pada tahun 1961 status perusahaan itu beralih menjadi BPU-PLN.

Pada tanggal 13 Mei 1965, berdasarkan Peraturan Pemerintah No. 19/1965, Perusahaan ditetapkan sebagai perusahaan negara dan dikenal sebagai Perusahaan Gas Negara (PGN). Kemudian, berdasarkan Peraturan Pemerintah No. 27 tahun 1984, Perseroan berubah status hukumnya dari Perusahaan Negara (PN) menjadi Perusahaan Umum ("Perum").

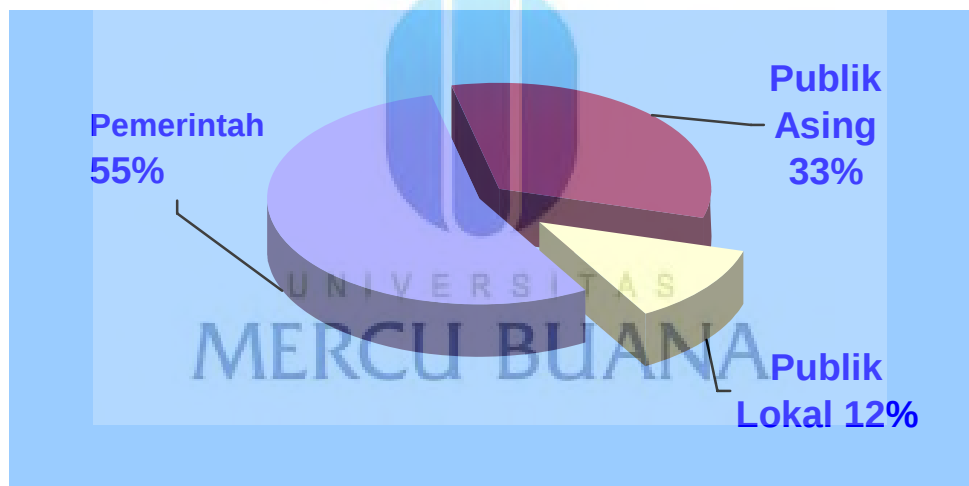
Setelah itu, status perusahaan diubah dari Perum menjadi Perseroan Terbatas yang dimiliki oleh Negara berdasarkan Peraturan Pemerintah No. 37 tahun 1994.

Pada tanggal 5 Desember 2003, Perseroan memperoleh pernyataan efektif dari Badan Pengawas Pasar Modal untuk melakukan penawaran umum saham perdana kepada masyarakat sebanyak 1.296.296.000 saham, yang terdiri dari

475.309.000 saham dari divestasi saham milik Pemerintah Republik Indonesia, dan 820.987.000 saham baru.

Sejak saat itu, nama resmi Perseroan menjadi PT Perusahaan Gas Negara Tbk. Saham Perseroan telah dicatatkan di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya pada tanggal 15 Desember 2003 dengan kode transaksi perdagangan PGAS.

Komposisi pemegang saham mayoritas Perseroan seperti tercatat pada tanggal 31 Desember 2008 adalah Pemerintah RI sebesar 54.6%. Sisanya dimiliki oleh pemegang saham publik baik dari dalam negeri maupun luar negeri.



Gambar 3.1: Diagram struktur pemegang saham PT PGN Tbk (Paparan Publik PT PGN Tbk – Desember 2008)

3.1.3 Bidang Usaha PT Perusahaan Gas Negara Tbk

Bidang usaha utama Perseroan pada saat ini terbagi dua, yaitu distribusi dan transmisi. Dari usaha distribusi Perseroan mendapatkan keuntungan dari penjualan gas bumi ke pelanggan industri, komersial dan rumah tangga, sedangkan dari usaha transmisi Perseroan mendapatkan upah jasa transportasi gas,

mengangkut gas melalui pipanya dari *supplier* gas ke tempat tujuan pelanggan dan menerima pendatapan atas jasa tersebut.

Untuk mencapai target pengelolaan gas, Perseroan membagi wilayah usahanya menjadi Strategic Business Unit (SBU) Distribusi dan SBU Transmisi, terbagi dalam:

1. SBU Distribusi Wilayah I, Jawa Bagian Barat.

Mencakup Wilayah Jawa Bagian Barat sampai dengan Sumatera Selatan. Memiliki tujuh distrik dan satu rayon, yaitu distrik Jakarta, Banten, Bekasi, Karawang, Bogor, Cirebon, dan Palembang, serta rayon Bandung.

2. SBU Distribusi Wilayah II, Jawa Bagian Timur.

Mencakup Wilayah Jawa Timur, Jawa Tengah, dan Makassar. Memiliki empat distrik dan satu rayon, yaitu distrik Surabaya-Gresik, Sidoarjo-Mojokerto, Pasuruan-Probolinggo dan distrik Semarang serta rayon Makassar.

3. SBU Distribusi Wilayah III, Sumatera Bagian Utara.

Mencakup Wilayah Sumatera bagian utara dan Kepulauan Riau. Memiliki tiga distrik yaitu distrik Medan, Batam, dan Pekanbaru.

4. SBU Transmisi Sumatera-Jawa.

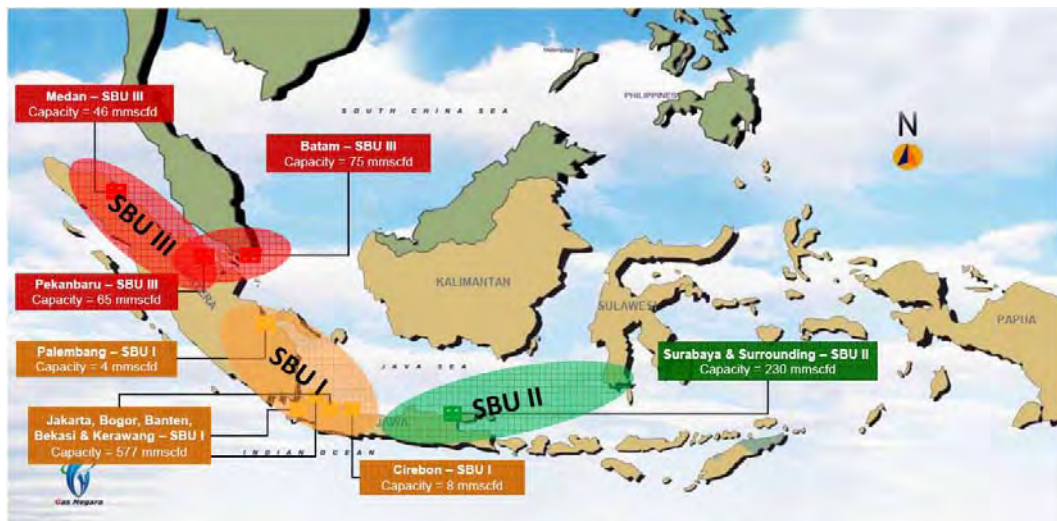
Mencakup wilayah Sumatera bagian selatan dan Jawa.

a. Kegiatan Usaha Distribusi Gas Bumi

Kegiatan usaha distribusi merupakan kegiatan utama Perseroan yang memberikan kontribusi pendapatan sebesar 88% dari seluruh pendapatan usaha tahun 2008. Pengelolaan jaringan distribusi dilakukan oleh tiga unit SBU Distribusi berdasarkan pengelompokan wilayah.

Dengan selesainya pipa SSWJ di tahun 2008 maka pengelolaan distribusi gas oleh Perseroan semakin meluas dengan total jaringan sepanjang 3.480 Km dan kapasitas distribusi 1.013 MMScfd. Distribusi gas meliputi kota-kota utama di Indonesia yakni Jakarta, Bogor, Tangerang, Bekasi, Banten, Karawang, Cirebon, Surabaya, Medan, Pekanbaru, Batam, dan Palembang dengan volume distribusi mencapai 578 MMScfd.

Secara keseluruhan volume penjualan melalui jaringan distribusi mengalami peningkatan sebesar 37%, yakni dari 423 MMScfd pada tahun 2007 menjadi 578 MMScfd pada tahun 2008. Kenaikan volume yang sangat signifikan ini terutama berasal dari SBU Distribusi Wilayah I Jawa Bagian Barat dengan adanya tambahan pasokan gas melalui pipa transmisi SSWJ sehingga dapat meningkatkan volume penjualan kepada pelanggan baru maupun yang sudah ada. Untuk menyalurkan tambahan pasokan gas tersebut, maka pada tahun 2008 terdapat penambahan jaringan distribusi sepanjang 156 Km.



Gambar 3.2: Zona Distribusi Gas (Paparan Publik PT PGN Tbk – Desember 2008)

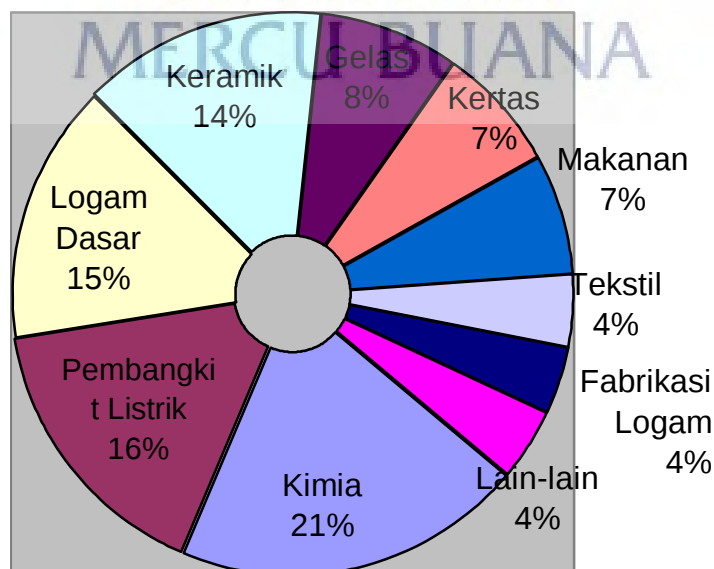
Perseroan memenuhi kebutuhan pasar gas bumi dari lapangan gas yang dimiliki oleh Pertamina dan Production Sharing Contract Contractor, melalui Perjanjian Pembelian Gas (*Gas Sales and Purchase Agreement*). Perjanjian pembelian bersifat jangka panjang guna menjamin pasokan gas bumi kepada pelanggan.

Pada tahun 2008 pasokan gas untuk SBU Distribusi Wilayah I Jawa Bagian Barat berasal dari Lapangan gas Pertamina DOH Cirebon, blok Offshore North West Java (ONWJ), Lapangan gas Jatirangon Bekasi, Lapangan gas Operasi EP Prabumulih Sumatera Selatan, Lapangan gas Pertamina DOH Sumbagsel dan Corridor Block. Untuk SBU Distribusi Wilayah II Jawa Bagian Timur pasokan gas diperoleh dari Offshore West Madura Contract Area, Lapangan Wunut dan Lapangan Maleo. Sedangkan pasokan gas untuk SBU Distribusi Wilayah III Sumatera Bagian Utara diperoleh dari lapangan gas Pertamina DOH Rantau dan Corridor Block.

Selain pasokan gas yang telah diperoleh di atas, Perseroan berhasil mengupayakan pasokan gas bumi dari Husky Oil (Madura Ltd) dan dari ConocoPhillips/Petronas berupa *Heads of Agreement* (HoA) untuk memenuhi kebutuhan wilayah Jawa Timur.

Perseroan melayani pelanggan gas bumi dengan menerapkan sistem operasional distribusi secara bertingkat, yaitu melalui pipa distribusi tekanan tinggi (>4 bar), pipa distribusi tekanan menengah (100 mbar – 4 bar) dan pipa distribusi tekanan rendah (<100 mbar). Penyaluran gas bumi sistem tekanan tinggi menggunakan pipa baja, sedangkan tekanan menengah dan rendah menggunakan pipa polyethylene.

Pelanggan dari usaha distribusi gas didominasi oleh industri, yaitu mencakup 98% dari volume gas yang didistribusikan Perseroan. Komposisi pelanggan industri dapat dibedakan menurut sektor produksinya seperti berikut.



Gambar 3.3: Diagram basis pelanggan berdasarkan sektor industri (Paparan Publik PT PGN Tbk – Desember 2008)

Volume distribusi tahun 2008 bila dilihat dari wilayah SBU Distribusi dapat diperinci dalam tabel berikut ini.

Tabel 3.1
Volume Distribusi tahun 2008

Wilayah	MMSCF	MMSCFD
SBU I	133,446	365
SBU II	50,773	139
SBU III	27,285	74
Total	211,504	578

Sumber: Paparan Publik PT PGN Tbk

b. Kegiatan Usaha Transmisi Gas Bumi

Usaha transmisi adalah kegiatan transportasi gas bumi dari lapangan gas milik produsen melalui jaringan transmisi bertekanan tinggi ke stasiun penyerahan pembeli. Saat ini, Pertamina, ConocoPhillips dan Petro China merupakan pelanggan utama yang menyewa jaringan transmisi milik Perseroan melalui perjanjian transportasi gas (*Gas Transportation Agreement/GTA*) berjangka waktu 10-20 tahun. Atas jasa transportasi ini Perseroan memperoleh pendapatan *toll fee* dari penyewa. Usaha jasa transportasi memberikan kontribusi pendapatan transmisi sebesar 11% dari total pendapatan usaha yang diperoleh pada tahun 2008.

Dari bisnis transmisi, volume gas yang diangkut meningkat sebesar 3%, yakni dari 736 MMScfd pada tahun 2007 menjadi 758 MMScfd pada tahun 2008 karena sudah mendekati kemampuan optimum kapasitas pipa yakni sebesar 87%.



Gambar 3.4: Jaringan pipa transmisi (Paparan Publik PT PGN Tbk – Desember 2008)

Jaringan pipa transmisi yang dioperasikan untuk komersial di tahun 2008 panjangnya 2.158 Km. Pengoperasian jaringan pipa transmisi Sumatera Selatan - Jawa Barat (SSWJ) dan transmisi Sumatera Utara dioperasikan oleh PGN sedangkan jaringan pipa transmisi Grissik-Duri dan Grissik-Singapura dioperasikan oleh anak perusahaan, yakni PT Transportasi Gas Indonesia (Transgasindo). Tahun 2008 Perseroan mentransportasikan gas bumi ke pelanggan sebesar 758 MMScfd, meningkat 3% dari tahun 2007.

Volume transmisi yang dijalankan Perseroan sepanjang tahun 2008 dapat diperinci dalam tabel sebagai berikut.

Tabel 3.2
Volume Transmisi PT PGN Tbk

Pelanggan	MMSCF	MMSCFD
Grissik-Duri	154,238	421
Grissik-Singapura	114,879	314
PLN (Medan)	7,722	21
BBG	693	2
Total	277,532	758

3.2 Desain Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian deskriptif yang menyajikan hasil perhitungan nilai wajar saham PT. Perusahaan Gas Negara Tbk. dan kemudian diperbandingkan dengan harga pasarnya pada saat ini untuk diambil suatu kesimpulan.

Untuk mendapatkan nilai wajar saham PT. Perusahaan Gas Negara Tbk. Penulis menggunakan metode valuasi *Discounted Cash Flow - Free Cash Flow to the Firm*.

3.3 Variabel

Penulis memakai beberapa variabel yang dapat diperoleh dari laporan keuangan perusahaan dan juga hasil olah data oleh Penulis.

3.3.1 Risk Free Rate

Risk Free Rate adalah tingkat suku bunga teoritis yang diperoleh dari investasi bebas resiko. Dalam kepentingan untuk valuasi, variabel *risk free rate* yang digunakan biasanya adalah *long term government bond*, dalam hal ini adalah Obligasi Negara.

3.3.2 Tarif Pajak

Tarif pajak yang berlaku di Indonesia untuk Wajib Pajak Badan. Sebagai perusahaan publik yang lebih 40% sahamnya diperdagangkan di bursa, Perusahaan berhak untuk dikenakan pajak 5% lebih rendah dari ketentuan berlaku.

3.3.3 Return Market

Return market yang dimaksudkan di sini adalah kinerja pasar saham di Bursa Efek Indonesia. Dalam kaitannya dengan penelitian ini Penulis memakai kinerja Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai acuan. Rumus yang digunakan adalah:

$$R_m = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \times 100\%$$

Dalam penelitian ini, *return market* dihitung dalam periode bulanan.

3.3.4 Beta

Koefisien Beta (β) menunjukkan tingkat resiko yang dikandung suatu aset/instrumen relatif terhadap *market*. Ia juga menggambarkan tingkat volatilitas. Apabila koefisien Beta suatu asset adalah 1 berarti nilai asset tersebut bergerak seiring dengan gerak *market*. Bila koefisien Beta adalah 2 berarti asset tersebut dua kali lebih *volatile* dibanding pergerakan *market*.

Dalam model CAPM, Beta dipakai untuk mewakili *unsystematic risk* yang dikandung oleh suatu saham/aset/portfolio. Rumus yang digunakan untuk mendapatkan koefisien Beta adalah:

$$\beta_a = \frac{\text{Cov}(r_a, r_m)}{\text{Var}(r_m)}$$

di mana: r_a = *return asset a*

r_m = *return market*

3.3.5 Cost of Equity

Cost of equity adalah tingkat pengembalian tahunan yang diharapkan dapat diperoleh investor saat berinvestasi pada saham suatu perusahaan.

Untuk menentukannya kita dapat memakai pendekatan CAPM (*Capital Asset Pricing Method*) dengan rumus:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

di mana: K_e = *expected return (cost of equity)*

R_f = *risk free rate*

R_m = *return market*

β = koefisien Beta

3.3.6 Proporsi Equity

Proporsi *equity* adalah porsi ekuitas dalam struktur modal keseluruhan.

Proporsi ini dinyatakan dalam persentase. Rumus yang digunakan adalah:

$$E = \frac{\text{Total Equity}}{(\text{Total Equity} + \text{Interest Bearing Debt})}$$

Di mana E = Proporsi ekuitas

3.3.7 Interest Bearing Debt

Interest bearing debt adalah jumlah seluruh hutang perusahaan yang dikenakan beban bunga. Rumusnya adalah:

$$\text{Interest Bearing Debt} = \text{Hutang Jangka Panjang} + \text{Hutang jangka panjang yang jatuh tempo di bawah 1 tahun}$$

3.3.8 Cost of Debt

Cost of debt adalah tingkat suku bunga efektif yang harus dibayar oleh perusahaan atas hutangnya. Untuk keperluan valuasi ini, *cost of debt* yang digunakan adalah setelah perlindungan pajak. Perhitungannya menggunakan rumus:

$$K_d = \frac{(\text{Beban bunga})}{\text{Interest Bearing Debt}} \times (1 - \text{Tarif Pajak})$$

Di mana K_d = Cost of Debt

Interest Bearing Debt yang digunakan adalah dari periode sebelumnya.

3.3.9 Proporsi Hutang

Proporsi hutang adalah porsi hutang dalam struktur modal keseluruhan.

Proporsi ini dinyatakan dalam persentase dan diperoleh dari rumus:

$$D = \frac{\text{Interest Bearing Debt}}{(\text{Total Equity} + \text{Interest Bearing Debt})}$$

Di mana D = Proporsi hutang

3.3.10 WACC (Weighted Average Cost of Capital)

WACC adalah biaya modal tertimbang, yang terdiri dari biaya ekuitas dan biaya hutang yang dihitung dengan pembobotan terhadap proporsi masing-masing. Rumus yang digunakan adalah:

$$WACC = (K_e \times E) + (K_d \times D)$$

Di mana WACC = Biaya modal tertimbang

K_e = Cost of capital

K_d = Cost of debt

E = Proporsi ekuitas

D = Proporsi hutang

3.3.11 EBIT (Earning Before Interest and Tax)

EBIT disebut juga *Operating Profit*, yaitu keuntungan setelah biaya operasional. Rumus umum yang dipakai untuk EBIT adalah:

$$\text{EBIT} = \text{Laba Kotor} - \text{Biaya Operasional}$$

Namun EBIT juga dapat diperoleh dengan rumus lain:

$$\text{EBIT} = \text{Pendapatan} \times \text{Operating Margin}$$

3.3.12 NOPAT (Nett Operating Profit After Tax)

NOPAT adalah laba operasional setelah pajak yang dihasilkan oleh perusahaan bagi seluruh investor, yaitu pemegang saham dan kreditor hutang.

Rumus yang digunakan untuk menghitung NOPAT adalah:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - \text{Tax})$$

3.3.13 Capex (Capital Expenditure)

Capital expenditure atau belanja modal adalah dana yang dikeluarkan perusahaan untuk memperoleh aset baru, merawat, memperbaiki atau meningkatkan aset yang telah ada, misalnya membangun pabrik baru, membeli tanah, akuisisi anak perusahaan, perbaikan mesin pabrik, dan lain-lain.

Capex dapat dihitung dengan rumus berikut:

$$\text{Capex} = \text{Aktiva Tetap Bersih}_1 - \text{Aktiva Tetap Bersih}_0$$

Untuk keperluan valuasi dalam karya tulis ini, Penulis memakai arahan dari manajemen perusahaan dalam memproyeksikan Capex untuk periode tahun berikutnya.

3.3.14 Working Capital

Working capital atau modal kerja adalah aktiva lancar bersih yang dimiliki perusahaan setelah dikurangi dengan kewajiban lancarnya. Rumus umum yang digunakan adalah:

$$\text{Working Capital} = \text{Aktiva Lancar} - \text{Kewajiban Lancar}$$

Namun untuk kebutuhan valuasi, *working capital* yang dipakai harus memperkecualikan Kas dan setara kas dari perhitungan dan juga Hutang tidak lancar yang jatuh tempo di bawah 1 tahun. Rumus yang digunakan menjadi:

$$\text{Working Capital} = (\text{Aktiva Lancar} - \text{Kas}) - (\text{Kewajiban Lancar} - \text{Hutang jangka panjang yang jatuh tempo dalam 1 tahun})$$

3.3.15 FCFF (Free Cash Flow to the Firm)

Free cash flow to the firm (FCFF) menggambarkan arus kas yang dihasilkan oleh sebuah perusahaan dalam suatu periode setelah dikurangi biaya operasional dan re-investasi. Arus kas ini menggambarkan pengembalian kepada pemodal, baik itu pemegang saham maupun kreditur.

Arus kas bersih ini biasanya dialokasikan untuk pembayaran hutang, *buy back* saham, pembayaran dividen, atau disimpan sebagai laba ditahan untuk dana ekspansi di masa yang akan datang.

Rumus untuk menghitung FCFF adalah:

$$\text{FCFF} = \text{NOPAT} - \text{Capex} - \Delta \text{Working Capital}$$

3.3.16 Return on Invested Capital (RoIC)

Return on invested capital (ROIC) adalah angka yang menunjukkan seberapa efektif sebuah perusahaan menghasilkan arus kas dibandingkan dengan modal yang diinvestasikan dalam bisnis tersebut. Besaran RoIC dinyatakan dalam persentase melalui rumus :

$$\text{RoIC} = \frac{\text{NOPAT}}{(\text{Interest Bearing Debt} + \text{Total Equity})}$$

Untuk keperluan valuasi, RoIC yang digunakan adalah rata-rata RoIC selama tiga tahun terakhir agar diperoleh angka yang lebih *reliable*.

3.3.17 Dividend Payout Ratio (DPR)

Dividend Payout Ratio adalah proporsi dari laba bersih perusahaan yang dikeluarkan dan dibayarkan sebagai dividen tunai, ataupun *buyback* saham.

Rumus perhitungan *Dividend Payout Ratio* adalah:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba Bersih}}$$

3.3.18 Reinvestment Rate

Reinvestment Rate adalah proporsi dari laba bersih perusahaan yang tidak dibayarkan sebagai dividen dan diinvestasikan kembali sebagai laba ditahan untuk keperluan ekspansi usaha, peningkatan modal kerja belanja modal dan lain-lain.

Rumus *Reinvestment Rate* adalah:

$$RR = 1 - DPR$$

Di mana RR = Reinvestment Rate

DPR = Dividend Payout Ratio

3.3.19 Long Term Growth Rate

Long term growth rate menunjukkan tingkat pertumbuhan kegiatan bisnis perusahaan yang dapat bertahan hingga periode-periode mendatang dan berkelanjutan, meliputi pertumbuhan pendapatan, laba, dividen dan aspek lainnya.

Rumus untuk menghitung *growth rate* adalah:

$$\text{Growth} = \text{RoIC} \times \text{RR}$$

Dimana RoIC = Return on Invested Capital

RR = Reinvestment Rate

3.3.20 Terminal Value

Terminal value adalah jumlah dari seluruh nilai arus kas bersih yang dapat dihasilkan oleh perusahaan untuk periode-periode di masa mendatang hingga waktu yang tak terhingga dengan didiskontokan terhadap selisih *discount rate* terhadap tingkat pertumbuhan perusahaan yang berkelanjutan.

Rumus untuk menghitung *Terminal value* adalah:

$$TV = \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - Growth)}$$

Di mana TV = Terminal Value

FCFF = Free Cashflow to Firm

WACC = Weighted Average

Growth = Tingkat pertumbuhan jangka panjang

3.3.21 Value of the Firm

Value of the Firm adalah nilai sekarang (*present value*) dari arus kas bersih yang dihasilkan perusahaan bagi pemegang saham dan pemegang hutang (kreditur) setelah didiskonto dengan biaya modal tertimbangnya.

Untuk menghitungnya kita dapat menggunakan rumus:

$$\text{Value of the Firm} = \frac{FCFF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCFF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1+WACC)^n} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

Di mana FCFF = Free Cash Flow

WACC = Weighted Average Cost of Capital

TV = Terminal Value

3.3.22 Value of Equity

Value of Equity adalah nilai intrinsik perusahaan bagi pemegang saham setelah dikurangi bagian pemegang hutang (kreditur).

Untuk menghitung *Value of Equity* kita gunakan rumus:

$$\text{Value of Equity} = \text{Value of the Firm} - \text{Total Kewajiban}$$

3.3.23 Harga Wajar Saham

Harga Wajar Saham adalah harga per lembar saham perusahaan yang sewajarnya bila dihitung berdasarkan metode valuasinya.

Rumus yang kita gunakan adalah:

$$\text{Share Price} = \frac{\text{Value of Equity}}{\text{Jumlah lembar saham emiten}}$$

3.4 Metode Pengumpulan Data

Penulis mengumpulkan data melalui penelitian kepustakaan (*library research*). Laporan keuangan PT. PGN Tbk dan materi paparan publik perusahaan dapat di-download di *website* perusahaan (<http://www.pgn.co.id>). Penulis juga mengutip beberapa informasi dari *website* resmi Bank Indonesia (<http://www.bi.go.id>), dan Bursa Efek Indonesia (<http://www.idx.co.id>).

Data yang dipakai oleh Penulis merupakan data sekunder yaitu Laporan Keuangan periode tahun 2007 dan 2008 yang diterbitkan PT. Perusahaan Gas Negara Tbk. Demikian juga data mengenai pergerakan harga saham perusahaan yang disediakan oleh Bursa Efek Indonesia.

3.5 Metode Analisis Data

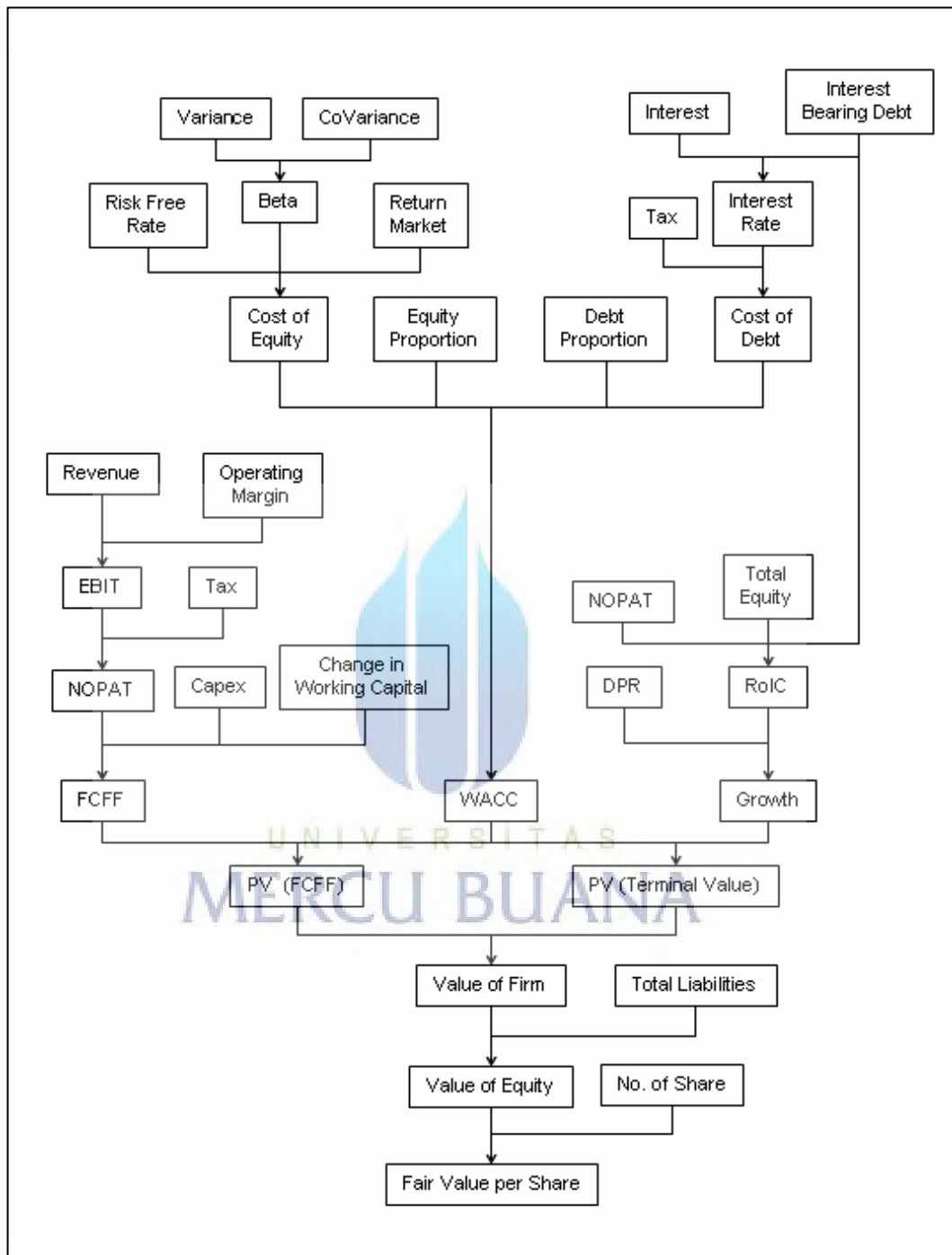
Valuasi saham perusahaan dilakukan dengan metode *Discounted Cash Flow – Free Cash Flow to the Firm*, yang merupakan proses di mana nilai dari asset diestimasi dengan menghitung *present value* dari *expected cash flow* yang dihasilkan oleh aset, kemudian di-discount ulang dengan *discount rate* yang sesuai dengan tingkat resiko yang terkandung dalam aset.

Valuasi dimulai dengan menentukan model yang akan dipakai untuk proyeksi *earning*. Model dibuat atas asumsi yang berdasarkan hasil analisa industri dan rekam jejak perusahaan di masa lalu. Kemudian ditentukan juga model untuk *discount rate*-nya. Setelah itu nilai intrinsik perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan rumus :

$$\text{Value of the Firm} = \frac{\text{FCFF}_1}{(1+\text{WACC})^1} + \frac{\text{FCFF}_2}{(1+\text{WACC})^2} + \dots + \frac{\text{FCFF}_n}{(1+\text{WACC})^n} + \frac{\text{TV}}{(1+\text{WACC})^n}$$

Setelah itu nilai yang dihasilkan dikurangkan dengan keseluruhan kewajiban perusahaan. Lalu dibagi dengan jumlah saham perusahaan untuk mendapatkan harga wajar per lembar sahamnya.

Kemudian kita dapat membandingkan hasil perhitungan kita dengan harga saham perusahaan di Bursa. Apabila hasil yang kita dapatkan ternyata lebih murah, berarti saham perusahaan diperdagangkan terlalu mahal (*overvalued*) di Bursa. Demikian juga sebaliknya, bila hasil perhitungan kita lebih tinggi dari harga saham perusahaan di Bursa, berarti harga saham perusahaan diperdagangkan terlalu murah (*undervalued*).



Gambar 3.5: Flowchart metode valuasi DCF - FCFF

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Perhitungan Variabel

4.1.1 Risk Free Rate

Dalam penelitian ini, Penulis mendapatkan tingkat suku bunga Obligasi Negara seri terakhir yang diterbitkan oleh pemerintah sebagai berikut.

Tabel 4.1
Obligasi Negara

Seri	Jatuh tempo	Tingkat Kupon
VR0031	July 25, 2020	8.05%
VR0032	April 25, 2011	8.05%

Sumber: Bank Indonesia (<http://www.bi.go.id>)

Tingkat suku bunga di Indonesia telah mengalami penurunan konsisten sesuai kebijakan moneter Bank Indonesia dalam memberi stimulus ekonomi. Diperkirakan tingkat suku bunga masih akan cenderung menurun hingga mencapai 6% untuk periode-periode mendatang.

4.1.2 Tarif Pajak

Tarif pajak yang berlaku di Indonesia untuk Wajib Pajak Badan dalam negeri dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel 4.2
Tarif Pajak

Tahun	Tarif Pajak
2008	30%
2009	28%
2010 dan selanjutnya	25%
PT yang 40% sahamnya diperdagangkan di bursa efek	5% lebih rendah dari yang seharusnya

Sumber: Dirjen Pajak Indonesia (<http://www.pajak.go.id>)

Dengan demikian tarif pajak yang berlaku untuk PT PGN Tbk adalah 30% (tahun 2008), 23% (tahun 2009) dan 20% untuk tahun-tahun berikutnya.

4.1.3 Return Market

Dalam penelitian ini, *return market* dihitung dalam periode bulanan.

Rincian perhitungan *return* bulanan dilihat dalam tabel di bawah ini.

Tabel 4.3
Return Market Bulanan & Rata-rata Return

Date	PGAS	IHSG	Rm	Date	PGAS	IHSG	Rm
30-Dec-03	310	692		29-Sep-06	2410	1535	7.2%
30-Jan-04	330	753	8.8%	31-Oct-06	2280	1583	3.1%
27-Feb-04	310	761	1.1%	30-Nov-06	2180	1719	8.6%
31-Mar-04	265	736	-3.3%	28-Dec-06	2320	1806	5.0%
30-Apr-04	260	783	6.5%	31-Jan-07	1880	1757	-2.7%
31-May-04	285	733	-6.5%	28-Feb-07	1790	1741	-0.9%
30-Jun-04	290	732	0.0%	30-Mar-07	1870	1831	5.2%
30-Jul-04	240	757	3.4%	30-Apr-07	2100	1999	9.2%
31-Aug-04	230	755	-0.3%	31-May-07	2050	2084	4.3%
30-Sep-04	230	820	8.7%	29-Jun-07	1890	2139	2.6%
29-Oct-04	240	860	4.9%	31-Jul-07	1850	2349	9.8%
30-Nov-04	280	978	13.6%	31-Aug-07	2050	2194	-6.6%
30-Dec-04	380	1000	2.3%	28-Sep-07	2410	2359	7.5%
31-Jan-05	510	1045	4.5%	31-Oct-07	2800	2643	12.0%
28-Feb-05	545	1074	2.7%	30-Nov-07	3380	2688	1.7%
31-Mar-05	455	1080	0.6%	28-Dec-07	3070	2746	2.1%
29-Apr-05	520	1030	-4.7%	31-Jan-08	2680	2627	-4.3%
31-May-05	555	1088	5.7%	29-Feb-08	2760	2722	3.6%
30-Jun-05	575	1122	3.1%	31-Mar-08	2830	2447	-10.1%
29-Jul-05	645	1182	5.3%	30-Apr-08	2420	2305	-5.8%

31-Aug-05	715	1050	-11.2%	30-May-08	2800	2444	6.1%
30-Sep-05	835	1079	2.8%	30-Jun-08	2600	2349	-3.9%
31-Oct-05	1080	1066	-1.2%	31-Jul-08	2440	2305	-1.9%
30-Nov-05	1430	1097	2.9%	29-Aug-08	2550	2166	-6.0%
29-Dec-05	1380	1163	6.0%	29-Sep-08	2175	1833	-15.4%
30-Jan-06	1660	1232	6.0%	31-Oct-08	1400	1257	-31.4%
28-Feb-06	1930	1231	-0.1%	28-Nov-08	1840	1242	-1.2%
29-Mar-06	2000	1323	7.5%	30-Dec-08	1860	1355	9.2%
28-Apr-06	2480	1464	10.7%	30-Jan-09	2200	1333	-1.7%
31-May-06	2450	1330	-9.2%	27-Feb-09	1900	1285	-3.5%
30-Jun-06	2250	1310	-1.5%	31-Mar-09	2150	1434	11.6%
31-Jul-06	2360	1352	3.2%	30-Apr-09	2600	1723	20.1%
31-Aug-06	2530	1431	5.9%	22-May-09	2800	1882	9.2%
Rm (monthly)				1.9%			
Rm (yearly)				22.3%			

Sumber: Bursa Efek Indonesia (<http://www.idx.co.id>) dan hasil olah data

Dari tabel di atas, kita dapat melihat pertumbuhan pasar modal kita cukup signifikan, yaitu rata-rata 1.9% tiap bulannya, atau 22% per tahun nya.

Untuk kolom II, harga penutupan saham PGAS yang tercantum adalah yang telah disesuaikan dengan rasio *stock split*-nya.

4.1.4 Beta

Perhitungan Beta yang dilakukan Penulis menghasilkan angka seperti pada tabel di bawah ini.

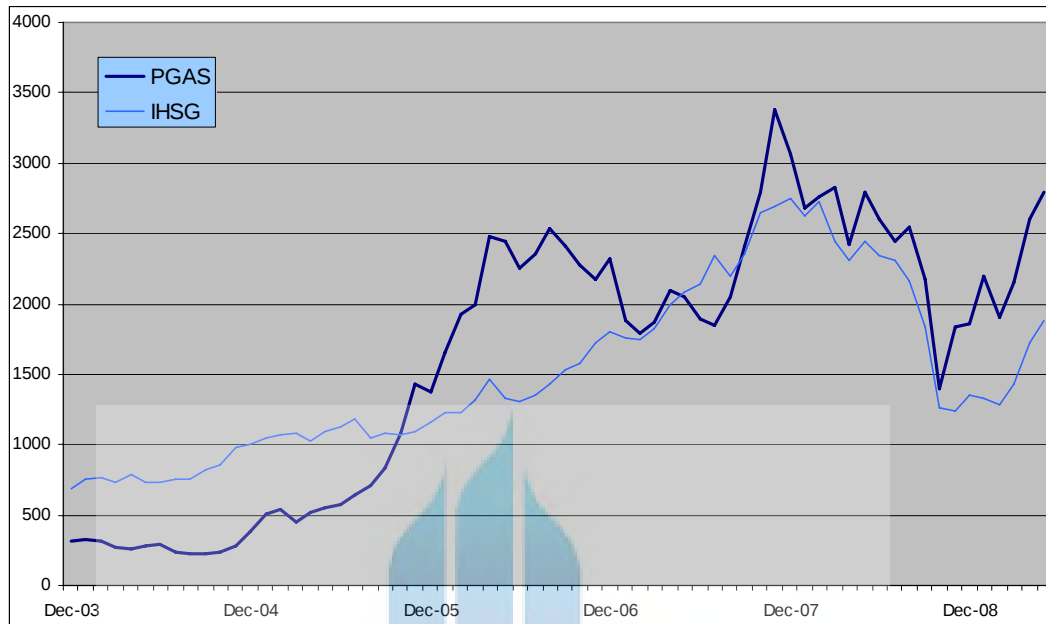
Tabel 4.4
Beta

CoVar	481664.5
Var	363161.7
Beta	1.3

Sumber: Hasil olah data

Dengan Beta 1.3 dapat dilihat bahwa volatilitas saham PGAS 1.3 kali lebih tinggi dibandingkan volatilitas pasar, seperti tergambar dalam grafik di bawah ini.

Artinya, apabila IHSG mengalami kenaikan 1% maka saham PGAS mengalami kenaikan 1.3%. Demikian juga sebaliknya dengan penurunan yang terjadi.



Gambar 4.1: Perbandingan volatilitas pergerakan IHSG dan saham PGAS

Grafik di atas memberikan ilustrasi yang jelas mengenai karakter volatilitas saham PGAS yang memiliki Beta 1.3x

4.1.5 Cost of Equity

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

$$K_e = 8.05\% + 1.3 (22.3\% - 8.05\%)$$

$$K_e = 26.6\%$$

Dari perhitungan di atas dapat kita lihat bahwa investor menuntut *return* sebesar 26.6% dalam berinvestasi pada saham PGAS sebagai *trade off* untuk resiko yang dihadapinya.

4.1.6 Proporsi Equity

$$E = \frac{\text{Total Equity}}{(\text{Total Equity} + \text{Interest Bearing Debt})}$$

$$E = \frac{7,075,257,169,426}{(7,075,257,169,426 + 14,536,929,429,748)}$$

$$E = 33\%$$

Modal sendiri (ekuitas) membentuk 33% dari keseluruhan kebutuhan permodalan Perusahaan, yaitu mencapai Rp 7 triliun. Ekuitas ini terdiri dari Modal Disetor dan Laba Ditahan.

4.1.7 Cost of Debt

Beban bunga dari periode tahun 2008 dibagikan dengan Interest Bearing Debt dari periode 2007 dikurangi dengan manfaat pajak.

$$Kd = \frac{(\text{Beban bunga})}{\text{Interest Bearing Debt}} \times (1 - \text{Tarif Pajak})$$

Hasil perhitungan dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Tabel 4.5
Cost of Debt

	2008	2007	2006
Beban Bunga	547,212,033,095	410,060,366,361	
Interest Bearing Debt		10,317,977,056,586	7,785,579,166,087
Interest	5.30%	5.27%	
Tax	30%		
Cost of Debt	3.71%		

Sumber: Laporan Keuangan PT PGN Tbk dan hasil olah data

Cost of Debt dari Perusahaan sangat rendah karena sebagian besar pinjaman yang diperoleh adalah merupakan penerusan dari pinjaman yang diperoleh pemerintah Republik Indonesia untuk tujuan pembangunan infrastruktur.

4.1.8 Proporsi Hutang

$$D = \frac{\text{Interest Bearing Debt}}{(\text{Total Equity} + \text{Interest Bearing Debt})}$$

$$D = \frac{14.536.929.429,748}{(7.075.257.169.426 + 14.536.929.429,748)}$$

$$D = 67\%$$

Hutang Jangka Panjang membentuk 67% dari seluruh kebutuhan permodalan Perusahaan. Hutang Perusahaan terutama terdiri dari pinjaman terusan dari dana pembangunan infrastruktur dari Pemerintah Republik Indonesia. Keseluruhan Hutang Jangka Panjang mencapai Rp 14.5 triliun.

4.1.9 WACC (Weighted Average Cost of Capital)

$$WACC = (K_e \times E) + (K_d \times D)$$

$$WACC = (27\% \times 33\%) + (3.71\% \times 67\%)$$

$$WACC = 11.3\%$$

Kombinasi dari biaya ekuitas dan biaya hutang menghasilkan Biaya Modal Rata-rata Tertimbang sebesar 11.3%. Angka ini kemudian akan kita pakai sebagai faktor pendiskonto dalam perhitungan *present value* arus kas.

4.1.10 Return on Invested Capital (RoIC), Dividend Payout Ratio dan Growth

Untuk keperluan valuasi, RoIC yang digunakan adalah rata-rata RoIC selama tiga tahun terakhir agar diperoleh angka yang lebih *reliable*.

Tabel 4.6
Growth

	2008	2007	2006
EBIT	4,657,251,785,620	3,081,690,433,920	2,393,321,509,353
Tax	30%	30%	30%
NOPAT	3,260,076,249,934	2,157,183,303,744	1,675,325,056,547
Total Equity	7,075,257,169,426	6,307,977,534,272	5,576,033,317,991
Interest Bearing Debt	14,536,929,429,748	10,317,977,056,586	7,785,579,166,087
RoIC	15.1%	13.0%	12.5%
Average RoIC	13.5%		
DividendPayOutRatio	50%	50%	50%
Reinvestment Rate	50%	50%	50%
Growth	6.8%		

Sumber: Laporan Keuangan PT PGN Tbk dan hasil olah data

Dapat dilihat pada tabel bahwa RoIC terus mengalami peningkatan hingga mencapai 15% pada tahun 2008. Namun bila dirata-ratakan, kita dapatkan tingkat RoIC 13.5%. Dengan *Reinvestment Rate* sebesar 50%, maka kita dapat perkirakan Perusahaan dapat mempertahankan pertumbuhan 6.8% berkesinambungan (*sustainable growth*) untuk tahun-tahun berikutnya.

4.2 Proyeksi

4.2.1 EBIT (Earning Before Interest and Tax)

Pendapat perusahaan terdiri dari pendapatan dari *fee* jasa transmisi dan keuntungan penjualan gas distribusi. Perusahaan memperkirakan akan ada kenaikan *fee* jasa distribusi menjadi US\$0.65 / MMBtu. Kapasitas pipa transmisi tidak meningkat karena perusahaan baru saja menyelesaikan proyek SSWJ pada tahun 2008 yang meningkatkan kapasitas transmisi menjadi 970 MMSCFD.

Pada tahun 2010, kapasitas distribusi meningkat tajam menjadi 1,500 MMSCFD dengan selesainya proyek jaringan distribusi Jawa Barat. Sedangkan harga jual gas diperkirakan naik menjadi US\$5.5 /MMBtu seiring dengan naiknya harga minyak mentah dunia.

Kurs nilai tukar Rupiah diperkirakan akan menguat untuk periode mendatang dan kemudian stabil pada level Rp.10,000.- / US\$.

Tabel 4.7
Proyeksi EBIT

	2008	2009	2010	2011
Transmission Capacity	970	970	970	970
Transmission Utility	78%	80%	82%	85%
Transmission Vol/Day	758	779	800	820
Transmission Volume	276,670	284,335	292,000	299,300
Transmission Fee	0.52	0.65	0.65	0.65
Kurs IDR/USD	10,500	10,000	10,000	10,000
Transmisn Revenue	1,518,641,000,000	1,848,177,500,000	1,898,000,000,000	1,945,450,000,000

	2008	2009	2010	2011
Distribution Capacity	1,005	1,005	1,500	1,500
Distribution Utility	58%	75%	60%	73%
Distribution Vol/Day	578	750	900	1,100
Distribution Volume	210,970	273,750	328,500	401,500
Distr Selling Price	5.1	5.5	5.5	5.5
Kurs IDR/USD	10,500	10,000	10,000	10,000
Distribution Revenue	11,275,208,000,000	15,056,250,000,000	18,067,500,000,000	22,082,500,000,000

Total Revenue	12,793,849,000,000	16,904,427,500,000	19,965,500,000,000	24,027,950,000,000
Operating Margin	36%	37%	39%	40%
EBIT	4,605,785,640,000	6,254,638,175,000	7,786,545,000,000	9,611,180,000,000

Sumber: Paparan Publik PT PGN Tbk dan hasil olah data

Dari rekam jejak perusahaan, kita ketahui bahwa Operating Margin meningkat secara stabil hingga mencapai 36% pada tahun 2008, dan diperkirakan akan terus meningkat seiring semakin efisiennya operasional perusahaan.

4.2.2 NOPAT (Nett Operating Profit After Tax)

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - \text{Tax})$$

Tabel 4.8
NOPAT

	2008	2009	2010	2011
EBIT	4,605,785,640,000	6,254,638,175,000	7,786,545,000,000	9,611,180,000,000
Tax	30%	23%	20%	20%
NOPAT	3,224,049,948,000	4,816,071,394,750	6,229,236,000,000	7,688,944,000,000

Sumber: Hasil olah data

NOPAT hasil perhitungan di atas menunjukkan laba operasi Perusahaan setelah dikurangi dengan tarif pajak yang berlaku pada periode tahun terkait. Dapat kita lihat Perusahaan diperkirakan berhasil meningkatkan labanya cukup signifikan pada periode 2008 – 2009.

4.2.3 Capex (Capital Expenditure)

Sesuai pedoman yang diberikan manajemen Perusahaan, pengeluaran belanja modal akan mencapai puncaknya di tahun 2009. Kemudian secara bertahap *capex* akan turun hingga tahun 2011.

Tabel 4.9
Proyeksi Capex

	2008	2009	2010	2011
Capex	1,167,305,296,958	3,500,000,000,000	1,750,000,000,000	875,000,000,000

Sumber: Paparan Publik PT PGN Tbk dan hasil olah data

4.2.4 Working Capital

Working capital untuk periode-periode mendatang diproyeksikan meningkat sebesar *long term growth* yang telah dihitung sebelumnya. Meningkatnya volume penjualan tentu meningkatkan pula kebutuhan dana untuk membayar pembelian gas dari pemasok.

Tabel 4.10
Proyeksi Perubahan Working Capital

	2008	2009	2010	2011
Working Capital	734,601,790,269	784,306,874,027	837,375,134,113	894,034,131,857
Change in Working Capital	1,117,485,732,484	49,705,083,758	53,068,260,086	56,658,997,744

Sumber: Hasil olah data

4.3 Perhitungan DCF

4.3.1 Terminal Value

$$TV = \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - Growth)}$$

FCFF tahun 2012 = FCFF tahun 2011 x (1 + Growth)

FCFF tahun 2012 = 6,757,285,002,256 x (1 + 6.8%)

FCFF tahun 2012 = 7,214,500,627,731

$$TV = \frac{7,214,500,627,731}{(11.3\% - 6.8\%)}$$

$$TV = 158,249,424,532,552$$

Dengan asumsi pertumbuhan stabil 6.8% setiap tahunnya hingga waktu tak terbatas, PT PGN Tbk dapat menghasilkan *terminal value* sebesar Rp 158 triliun.

4.3.2 FCFF (Free Cash Flow to the Firm)

$$\text{FCFF} = \text{NOPAT} - \text{Capex} - \text{Change in Working Capital}$$

Tabel 4.11
Free Cash Flow To The Firm

	2008	2009	2010	2011
Change in Working Capital	1,117,485,732,484	49,705,083,758	53,068,260,086	56,658,997,744
Capex	1,167,305,296,958	3,500,000,000,000	1,750,000,000,000	875,000,000,000
NOPAT	3,224,049,948,000	4,816,071,394,750	6,229,236,000,000	7,688,944,000,000
FCFF	939,258,918,558	1,266,366,310,992	4,426,167,739,914	6,757,285,002,256

Sumber: Hasil olah data

Tabel di atas memperlihatkan hasil perhitungan dari *Free Cash Flow* yang dihasilkan oleh Perusahaan pada masing-masing tahun 2008 hingga tahun 2011.

4.3.3 Value of the Firm

Bila *present value* dari *cash flow* tersebut dijumlahkan semua, maka kita peroleh nilai intrinsik Perusahaan sebesar Rp 124,306,179,675,704.-

$$\text{Value of the Firm} = \frac{\text{FCFF}_1}{(1+\text{WACC})^1} + \frac{\text{FCFF}_2}{(1+\text{WACC})^2} + \dots + \frac{\text{FCFF}_n}{(1+\text{WACC})^n} + \frac{\text{TV}}{(1+\text{WACC})^n}$$

Tabel 4.12
Value of Firm

	2008	2009	2010	2011	Terminal Value
FCFF	939,258,918,558	1,266,366,310,992	4,426,167,739,914	6,757,285,002,256	158,249,424,532,552
PV dari FCFF		1,137,537,820,894	3,571,419,466,524	4,897,694,884,252	114,699,527,504,035
Total PV (value of firm)	124,306,179,675,704				

Sumber: Hasil olah data

4.3.4 Value of Equity

Value of Equity = Value of the Firm – Total Kewajiban

Value of Equity = 124,306,179,675,704 – 17,480,499,661,543

Value of Equity = 106,825,680,014,161

Nilai intrinsik Perusahaan, setelah dikurangkan dengan porsi milik pemegang hutang (kreditur), barulah tersisa porsi milik pemegang saham, yaitu sebesar Rp 106,825,680,014,161.-

4.3.5 Harga Wajar Saham

Share Price = $\frac{\text{Value of Equity}}{\text{Jumlah lembar saham beredar}}$

Share Price = $\frac{106,825,680,014,161}{22,967,185,965}$

Share Price = 4,651

Dengan membagi nilai ekuitas Perusahaan terhadap jumlah seluruh saham beredar maka kita sampai kepada nilai wajar saham PGAS, yaitu Rp 4,651 per lembar saham.

Dibandingkan dengan harga saham PGAS di Bursa Efek senilai Rp 3,550.- (penutupan tanggal 9 Oktober 2009), saham PGAS diperdagangkan dibawah harga wajarnya (*undervalued*) dan terdapat *upside potential* sebesar 31%.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Melalui perhitungan menggunakan metode Discounted Cash Flow – FCFF kita sampai kepada harga wajar (*fair value*) saham PT Perusahaan Gas Negara Tbk sebesar Rp. 4,651.- per lembar saham.

5.2 Saran

Dari kesimpulan di atas, Penulis dapat memberikan beberapa saran sebagai berikut ini:

1. Bagi investor saham, Penulis memberikan rekomendasi beli terhadap saham PGAS mengingat masih terdapat potensi keuntungan (*upside potential*) sebesar 31% sehingga masih sangat layak untuk investasi.
2. Bagi manajemen PT PGN Tbk Penulis menyarankan untuk melakukan *buyback* saham di bursa mengingat harga sahamnya yang masih *undervalued*).
3. Bagi peneliti selanjutnya, Penulis menyarankan untuk melakukan penelitian yang memperbandingkan perbedaan hasil valuasi dengan mencoba berbagai skenario asumsi nilai tukar Rupiah, harga jual gas, dan biaya ekspansi (*capex*).

DAFTAR PUSTAKA

Husnan, S. (2005). Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.

Husnan, S. & Pudjiastuti E. (2004). Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.

Keown A. J., Martin J. D., Petty J. W., & Scott D. F. Jr. (2008). Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan (Edisi 10). Jakarta: PT Indeks.

Martono & Harjito, D. Agus (2005). Manajemen Keuangan. Yogyakarta: Ekonisia

Sjahrial, D. (2006). Pengantar Manajemen Keuangan. Jakarta: Mitra Wacana Media

