

The Manager Review

Jurnal Ilmiah Manajemen

Studi Tentang Budaya Organisasi, Kepuasan Kerja Perawat, Dan Komitmen Organisasi di RSUD Dr. M. Yunus Kota Bengkulu

*Welly Wahyuningsih
Fahrudin JS Pareke
Sri Warsono*

Motivasi Berprestasi Pegawai PT. Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk Kantor Cabang Bengkulu

*Lydia Gustina Putri
Syaiful Anwar
Sugeng Susetyo*

Penerapan *Reward* dan *Punishment* PNS di Lingkungan Kabupaten Bengkulu Tengah

*Juli Herlina
Darmansyah
Sugeng Susetyo*

Analisis Perilaku Disiplin Kerja Karyawan Pegawai Negeri Sipil (PNS) Pada Departemen Tenaga Kerja, Pemuda, dan Olah Raga di Kota Bengkulu

*Wina Aprilani
Herawan Sauni
Praningrum*

Pelaksanaan *Good Corporate Governance* Pada Seksi Keuangan Di Polres Bengkulu

*Jangkung Riyanto
Witman Rasyid
Sugeng Susetyo*

Kinerja Pegawai Negeri Sipil Samsat Kabupaten Kepahiang Pada Unit Pelayanan Pendapatan Provinsi (UPPP)

*Rima Melati
Darmansyah
Nasution*

Analisis Kinerja Pegawai Unit Sentra Pelayanan Kantor Pertanahan Kota Bengkulu

*Masita
Witman Rasyid
Sugeng Susetyo*

Kinerja PNS Pada Dinas Pariwisata, Kebudayaan, dan Perhubungan Kabupaten Lebong

*Riswan Efendi
Kamaludin
Praningrum*

Manajemen Berbasis Sekolah

*Murkan Sutarto
Darmansyah
Sri Warsono*

Analisis Pengaruh Kepemimpinan, Komunikasi, Iklim Organisasi, dan Motivasi Terhadap Kinerja Pegawai di Lingkungan Dinas Kesejahteraan Sosial Provinsi Bengkulu

*Roni Desa
Syaiful Anwar
Sri Warsono*

Analisis Saham Perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Dan Non BUMN Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia : Dengan Pendekatan *Price Earning Ratio (PER)* Dan *Price Book Value (PBV)*

Sri Adji Prabawa



The Manager Review

Jurnal Ilmiah Manajemen



Volume 13, Nomor 3, Oktober 2012

DAFTAR ISI

- Studi Tentang Budaya Kerja Organisasi, Kepuasan Kerja Perawat, Dan 245 - 258
Komitmen Organisasi di RSUD Dr. M. Yunus Kota Bengkulu
Welly Wahyuningsih
Fahrudin JS Pareke
Sri Warsono
- Motivasi Berprestasi Pegawai PT. Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk 259 - 271
Kantor Cabang Bengkulu
Lydia Gustina Putri
Syaiful Anwar
Sugeng Susetyo
- Penerapan *Reward* dan *Punishment* PNS Di Lingkungan Kabupaten Bengkulu 272 - 281
Tengah
Juli Herlina
Darmansyah
Sugeng Susetyo
- Analisis Perilaku Disiplin Kerja Karyawan Pegawai Negeri Sipil (PNS) Pada 282 - 318
Departemen Tenaga Kerja, Pemuda, dan Olah Raga di Kota Bengkulu
Wina Aprilani
Herawan Sauni
Praningrum
- Pelaksanaan *Good Corporate Governance* Pada Seksi Keuangan Di Polres 319 - 306
Bengkulu
Jangkung Riyanto
Witman Rasyid
Sugeng Susetyo
- Kinerja Pegawai Negeri Sipil Samsat Kabupaten Kepahiang Pada Unit 307 - 320
Pelayanan Pendapatan Provinsi (UPPP)
Rima Melati
Darmansyah
Nasution

DAFTAR ISI

Analisis Kinerja Pegawai Unit Sentra Pelayanan Kantor Pertanahan Kota Bengkulu <i>Masita</i> <i>Witman Rasyid</i> <i>Sugeng Susetyo</i>	321 - 332
Kinerja PNS Pada Dinas Pariwisata, Kebudayaan, Dan Perhubungan Kabupaten Lebong <i>Riswan Efendi</i> <i>Kamaludin</i> <i>Praningrum</i>	333 - 342
Manajemen Berbasis Sekolah <i>Murkan Sutarto</i> <i>Darmansyah</i> <i>Sri Warsono</i>	343 - 355
Analisis Pengaruh Kepemimpinan, Komunikasi, Iklim Organisasi, dan Motivasi Terhadap Kinerja Pegawai di Lingkungan Dinas Kesejahteraan Sosial Provinsi Bengkulu <i>Roni Desa</i> <i>Syaiful Anwar</i> <i>Sri Warsono</i>	356 – 370
Analisis Saham Perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Dan Non BUMN Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia : Dengan Pendekatan <i>Price Earning Ratio</i> (PER) Dan <i>Price Book Value</i> (PBV) <i>Sri Adji Prabawa</i>	371 - 385

ANALISIS SAHAM PERUSAHAAN BADAN USAHA MILIK NEGARA (BUMN) DAN NON BUMN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA : DENGAN PENDEKATAN PRICE EARNING RATIO (PER) DAN PRICE BOOK VALUE (PBV)

Sri Adji Prabawa

Dosen Program Pascasarjana Magister Manajemen

Fakultas Ekonomi Universitas Bengkulu

Jln W.R Supratman, Kandang Limun, Bengkulu 38371A

ABSTRACT

This study is to identify how share prices of state owned enterprise and private enterprise listed at Indonesia Stock Exchange (IDX) determined fairly both by Price Earning Ratio (PER) and Price To Book Value (PBV) approach and how its efficiency. The result show stocks which consistently undervalued both by PER and PBV approach are two state-owned shares, namely: **PT Bank Mandiri Tbk** and **PT Wijaya Karya Tbk**, while there are four private enterprises shares consistently undervalued namely, **PT XL Axiata Tbk**, **PT Bank Danamon Tbk**, **PT Petrosea Tbk**, and **PT Nickel Asia Corp.Tbk**. The results also showed **PT Wijaya Karya Tbk** and **PT Nickel Asia Corp. Tbk** is more efficient than the other four stocks undervalued. However, when viewed from the ability to produce the highest operating profit are **PT Bank Mandiri Tbk**, **PT Bank Danamon Tbk** followed, **PT XL Axiata Tbk**, **PT Petrosea Tbk**, and **PT Wijaya Karya Tbk** and the last is **PT Nickel Asia Corp.Tbk**. Overall the results of the identification of undervalued stocks in the study engaged in banking, construction, mining and telecommunications sectors.

Keywords : price earning ratio, price to book value,undervalue,overvalue, efficiency

PENDAHULUAN

Peran pasar modal sebagai sarana pendanaan usaha jangka panjang semakin signifikan mengingat keterbatasan pendanaan yang tersedia di jalur perbankan. Dengan go publik perusahaan dapat memperoleh dana dalam jumlah besar guna memenuhi berbagai kebutuhan perusahaan seperti kebutuhan ekspansi,menambah modal kerja, membayar utang, memperbaiki struktur permodalan dan lain-lain. Seperti diketahui, Indonesia oleh lembaga pemeringkat utang internasional Fitch and Moody's telah dimasukkan ke dalam kategori **investment grade** dimana implikasinya adalah investor semakin membanjiri negara kita dengan aliran modal sangat besar.

Menurut Umar Juoro, Ekonom senior CIDES dan The Habibie Center, dalam Kompas (30 Januari 2012), pada tahun 2011 sekitar 13 miliar dollar AS dari penanaman modal asing (PMA) dan 8 miliar dollar AS portfolio masuk ke Indonesia. Investasi ini mendorong pertumbuhan ekonomi dan membuat indeks pasar modal sempat menembus angka 4.000. Walaupun keadaan ekonomi dunia penuh ketidakpastian karena krisis Eropa dan masih stagnerannya perekonomian AS pascakrisis 2008, kemungkinan aliran investasi ke Indonesia tahun 2012 masih besar sehingga perekonomian Indonesia masih dapat tumbuh dan terus berkembang.

Secara teoritis, meningkatnya banyak perusahaan yang go publik akan berdampak baik karena transaksi saham di bursa menjadi semakin likuid dan pengawasannya dilakukan oleh lebih banyak pemilik. Implikasinya adalah tata kelola perusahaan semakin membaik.

Badan Usaha Milik Negara yang berperan sangat strategis dalam pembangunan ekonomi di Indonesia perlu terus memperbaiki kinerjanya. Menurut data Kementerian Negara BUMN, jumlah BUMN yang terkait kepemilikan pemerintah secara langsung dan berada di bawah

Menteri Negara BUMN ada 158 perusahaan. Dari jumlah itu ada 141 BUMN yang secara mayoritas sahamnya dikuasai pemerintah, terdiri atas 14 Perum, 111 Persero, dan 16 Persero Tbk. Sementara itu pada tahun 2011 ditargetkan ada 10 BUMN lagi yang akan go publik di Bursa Efek Indonesia. Komang Darmawan (Investor, November 2010).

Pentingnya transparansi terhadap BUMN akibat berbagai praktek negatif seperti menjadikan BUMN sebagai “sapi perahan” oleh partai politik maupun pemerintahan, mendorong Kementerian Negara BUMN harus melakukan langkah privatisasi. Berdasar PP33/2005 pasal 5, ada tiga metode privatisasi yang diperbolehkan, yaitu penjualan melalui pasar modal, penjualan langsung kepada investor dan penjualan kepada karyawan persero. Komang Darmawan (Investor, November 2010).

Beberapa waktu yang lalu beberapa BUMN telah mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia sebagai tindak lanjut privatisasi BUMN yang telah diwacanakan sebelumnya. Tercatat diantaranya adalah PT Krakatau Steel, PT Bank Mandiri, PT Bank BNI, dan terakhir adalah PT Garuda Indonesia. Dari beberapa BUMN yang go publik tersebut ada kisah sukses dan ada kisah kurang sukses terkait go publik di Bursa Efek Indonesia. Seperti diketahui *right issue* yang dilakukan Bank Mandiri berhasil menghimpun dana sebesar Rp11,68 triliun, sebelumnya *right issue* BNI juga berhasil mendapatkan Rp10,4 triliun sehingga kedua bank ini dapat lebih ekspansif perannya sebagai intermediasi finansial.

Sayangnya kisah sukses ini tidak diikuti oleh Garuda Indonesia. (A Tony Prasetyantono, Kompas, 21 Februari 2011).

Pada awal tahun 2011 Garuda telah melakukan IPO pada harga Rp750, dari prospektus ringkas dimana terdapat laporan keuangan periode kuartal III 2010 diketahui bahwa PER (Price Earning Ratio) nya adalah 63,66 kali sehingga valuasi saham Garuda (GIAA) dinilai sangat mahal, Desmond Wira (2011: 108). Dikatakan lebih lanjut oleh Desmond Wira, karena di BEI tidak ada perusahaan penerbangan lain yang sejenis, maka kita bisa membandingkan dengan perusahaan penerbangan di bursa regional.

Saat itu PER perusahaan penerbangan di bursa regional berkisar 12 - 13 kali. Bila diambil saja angka tertinggi yaitu 13 maka harga wajar saham Garuda adalah $13/63,66 \times 750 = \text{Rp}153$. Secara logika pemerintah tidak mau melihat harga saham BUMN yang dipuja-puja tinggal Rp153. Untuk itu kita bisa pakai alternatif komparasi lain yaitu PBV (Price Book Value).

Nilai buku (BV) saham GIAA adalah $= \text{Total modal} / \text{total jumlah saham beredar} = 3,1 \text{ triliun} / 22,06 \text{ miliar} = \text{Rp}140,50$. Dengan demikian PBV saham GIAA adalah $= 750 / 140,5 = 5,33$ kali. Karena tak ada perusahaan penerbangan setara di BEI, kita bandingkan saja dengan saham *blue chip*. Saat itu saham blue chip memiliki PBV 4 - 5 kali. Bila diambil yang terendah yaitu 4 kali, maka harga wajar saham GIAA $= (4/5,33) \times \text{Rp}750 = \text{Rp}562$. Setelah listing perdana di BEI, saham GIAA langsung rontok. Selain karena *timing* IPO yang tidak pas, investor juga merasa harga saham GIAA terlalu mahal. Selang sebulan kemudian saham GIAA ditransaksikan di kisaran 500 -750 ternyata relatif sama dengan hasil perhitungan sederhana di atas. Desmond Wira (2011: 109).

M. Samsul dalam penelitiannya (1989) menyatakan, ada tiga pendekatan yang sering dipakai untuk menentukan harga saham, yaitu: 1) pendekatan dividen, 2) pendekatan *equity*, 3) pendekatan laba. Pemodal Indonesia pernah menggunakan pendekatan dividen untuk membeli saham, yaitu melebihi satu dasa warsa (1977s/d 1988). Sejak Paket Desember 1988 pendekatan dividen sudah ditinggalkan. Mereka yang ingin tetap menggunakan pendekatan dividen, tidak akan pernah lagi mendapatkan saham, sebab akan tersaing oleh pemodal yang menggunakan pendekatan laba. Hasil penelitiannya dengan analisis P/E ratio membuktikan sebelum paket Desember 1988, P/E ratio rata-rata atas saham yang go public adalah 8,44. Ini berarti laba rata-rata $= 100 : 8,44 = 12\%$. Sesudah paket Desember 1988 P/E = 25,02. Ini berarti laba rata-rata $= 100 / 25 = 4\%$. Naiknya P/E ratio berarti ditinggalkannya pendekatan dividen.

Sementara itu hasil penelitian Nazwirman (2008) atas 6 sampel perusahaan industri makanan dan minuman terpilih dengan pendekatan PER ternyata hanya 1 yang layak beli karena masih undervalued yaitu saham PT Multi Bintang Tbk. Sedangkan 5 perusahaan lainnya yaitu PT Aqua

Golden Mississippi Tbk, PT Delta Djakarta Tbk, PT Indofood Sukses Makmur Tbk, PT Mayora Indah Tbk, dan PT Sari Husada Tbk tidak layak beli karena sudah kemahalan.

Penelitian M Samsul (1989) dengan PER rata-rata untuk menentukan kewajaran harga saham dan penelitian Nazwirman (2008) dalam penentuan **risk premium** hanya berdasar angka kira-kira, penelitian ini menggunakan **CAPM** dalam penentuan return minimalnya sehingga diharapkan ada masukan guna melengkapi informasi akademik maupun bagi kepentingan investor yang lebih beragam.

Berdasar hal-hal di atas maka penelitian ini perlu dilakukan guna mengetahui bagaimana harga saham-saham BUMN dan NON BUMN yang telah go publik di Bursa Efek Indonesia secara wajar ditentukan, serta bagaimana efisiensinya sehingga investor dapat memperoleh masukan yang relatif lebih lengkap dalam mengambil keputusan berinvestasi di pasar modal.

Adapun tujuan penelitian ini adalah :

1. Untuk mendapatkan gambaran yang lebih jelas mengenai metode **PER** dan **PBV** beserta penerapannya dalam penilaian saham perusahaan BUMN dan Non BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia berdasar teori yang ada.
2. Untuk mengidentifikasi dan mendeskripsikan apakah saham perusahaan BUMN dan Non BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia masih **undervalued** ataukah sudah **overvalued**.
3. Untuk memperoleh gambaran secara deskriptif bagaimana kinerja efisiensi perusahaan BUMN dan Non BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Organisasi dalam penulisan artikel ini berikutnya akan diuraikan bagaimana metode penelitian dilanjutkan analisis data dan pembahasan kemudian diakhiri dengan kesimpulan, implikasi dan keterbatasan penelitian. Sebagai kelengkapan artikel ditampilkan juga data pendukung yang dilampirkan di halaman akhir dari artikel ini.

Metode Penelitian

Pendekatan **Price Earning Ratio (PER)** merupakan pendekatan yang paling populer dipakai bagi analisis dan praktisi saham. Menurut Tandelilin (2007), disamping pendekatan nilai sekarang (model diskonto dividen), dalam pendekatan PER, investor akan menghitung berapa kali nilai *earning* yang tercermin dalam harga suatu saham. Dengan kata lain PER menggambarkan rasio atau perbandingan antara harga saham terhadap *earning per lembar sahamnya*. Secara matematis rumus PER adalah :

$$PER = \text{Harga per lembar saham} / \text{Earning per lembar saham} \dots (1)$$

Sementara itu Surono Subekti (2001:34-35) menjelaskan mengenai PER sebagai berikut. Misal bunga tabungan dan deposito adalah 20% dan 25%, meski tidak persis sama, untuk perbandingan dapat dikatakan PER tabungan adalah $100/20 = 5x$, dan untuk deposito adalah $100/25 = 4x$. Misalkan saham PT. Tancho Indonesia Tbk dengan PER 11,76 x bila dinyatakan dalam persentase menjadi $100/11,76 = 8,5\%$. Dan misalkan saham PT. Intan Wijaya Chemical Tbk dengan PER 1,46 x bila dinyatakan dalam persentase menjadi $100/1,46 = 68\%$.

Tabel 1. Hubungan antara PER dan Persentase

Keterangan	Tabungan	Deposito	TCID	INCI
PER	5,00 x	4,00 x	11,76 x	1,46 x
Persentase	20%	25%	8,5 %	68%

Sumber : Surono Subekti (2001)

Dari Tabel 1 dapat diambil kesimpulan bahwa semakin rendah PER suatu saham adalah semakin baik atau murah harganya, karena memberi hasil yang lebih tinggi. Jadi harga saham PT. A Tbk Rp250 misalnya, belum tentu lebih murah dibanding PT. B Tbk yang Rp725 per lembar, bila dipertimbangkan PER nya.

Adapun pendekatan rasio nilai buku atau **Price To Book Value (PBV)** dapat digunakan untuk mengetahui apakah harga suatu saham saat ini murah atau mahal. Semakin rendah rasio PBV

berarti harga saham tersebut bisa dianggap murah. Menurut Desmond Wira (2011:82), rumus PBV adalah :

$$PBV = \text{Harga saham/Book Value} \dots \quad (2)$$

Dimana Book Value (BV) atau nilai buku adalah rasio yang dihitung dengan membagi total modal (Aset – Hutang) dengan jumlah saham yang beredar.

Secara teoritis, nilai ini mencerminkan nilai uang yang bakal diterima oleh pemegang saham bila perusahaan dilikuidasi. Berikut adalah rumus Book Value,

$$BV = \text{Total Ekuitas (Aset – Hutang)/Jumlah saham yang beredar} \dots \quad (3)$$

Book Value digunakan untuk menilai harga suatu saham dari sudut pandang akuntansi. Sebagai contoh perusahaan ABCD memiliki total harta/asset sebesar 500 miliar. Total hutang/kewajibannya adalah 100 miliar, dan saham perusahaan ada 200 juta lembar. Maka nilai buku saham tersebut adalah = 500 – 100 miliar/2 juta = Rp2.000. Bila PT ABCD dijual, maka secara teori pemegang saham akan mendapatkan minimal Rp2.000 per saham.

Lebih lanjut menurut Desmond Wira (2011:82-83), kebanyakan saham di BEI diperjualbelikan jauh di atas nilai bukunya. Sangat jarang kita bisa menemukan saham yang dijual di bawah nilai bukunya. Untuk BEI, rata-rata harga saham blue chip diperdagangkan sebesar 4 – 5 kali nilai bukunya. Sebagai contoh, diawal tahun 2011, harga saham ASII diperdagangkan di level Rp55.000 sedangkan nilai bukunya Rp12.000. Jadi saham ASII diperdagangkan sebanyak 4,58 kali dari nilai bukunya (PBV=4,58).

Sebagai catatan, PBV hanya membandingkan harga saham dengan nilai bukunya, dengan demikian PBV tidak memuat informasi tentang kemampuan perusahaan menghasilkan laba.

Konsep penentuan harga saham secara umum dapat dirumuskan sebagai berikut ;

$$P_0 = [\sum D/(1+r)^t] + P_n/(1+r)^n \dots \quad (4)$$

Rumus tersebut menyatakan harga saham saat ini merupakan nilai sekarang (present value) dari penghasilan-penghasilan yang akan diterima pemodal di masa yang akan datang. Untuk menghitung nilai sekarang tersebut dipergunakan tingkat keuntungan yang dianggap layak. Kelayakan tersebut tergantung, antara lain, pada risiko investasi tersebut. (Suad Husnan & Enny Pudjiastuti, 1993: 133).

Karena saham adalah modal sendiri dan akan tertanam selamanya di perusahaan, maka dapat dikatakan P_0 akan tergantung antara lain pada P_1 , dan P_1 tergantung pada P_2 demikian seterusnya, atau P_{n-1} akan tergantung pada P_n , sehingga rumus di atas dapat dimodifikasi menjadi;

$$P_0 = \sum D_t/(1+r)^t \dots \quad (5)$$

Rumus tersebut menunjukkan bahwa harga saham akan dipengaruhi oleh dua unsur utama, yaitu r dan D , dimana r adalah return yang disyaratkan atau diminta oleh investor, sedangkan D adalah dividen yang dibayarkan pada investor. Bila r meningkat tetapi D konstan, maka harga saham akan turun. Sebaliknya kalau D meningkat dan r konstan, maka harga saham akan naik.

Karena itu kita perlu mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi r dan D . (Suad Husnan&Enny Pudjiastuti, 1993:133).

Dalam bukunya Eugene F Brigham dan Joel F Houston (2001:366), harga saham dengan pertumbuhan konstan dinyatakan sebagai berikut :

$$P_0 = D_1/(k_s - g) \dots \quad (6)$$

Dari rumus di atas, k_s adalah return yang disyaratkan, dan bila persamaan tersebut diubah menjadi :

$$K_s = D_1/P_0 + g \dots \quad (7)$$

Persamaan (6) menjadikan k_s yang semula sebagai return yang disyaratkan berubah menjadi return yang diharapkan. Istilah diharapkan perlu klarifikasi dalam arti probabilistik yang secara statistik merupakan return yang diharapkan. Karenanya bila kita katakan misal pertumbuhan diharapkan konstan sebesar $x\%$ tiap tahun bukan berarti bahwa pertumbuhan konstan tersebut benar-benar tepat sebesar $x\%$ pada masa depan, akan tetapi dalam pengertian tersebut asumsi pertumbuhan konstan adalah masuk akal bagi perusahaan besar yang sudah mapan.

Dari persamaan (6) menurut pendekatan CAPM, k_s sebagai return yang disyaratkan dapat dicari dengan rumus :

$$K_s = k_{RF} + (k_m - k_{RF})b \dots (8)$$

Dimana; k_{RF} = tingkat bunga bebas risiko

k_m = return pasar

b = beta

Adapun g dalam persamaan (6) adalah tingkat pertumbuhan yang dapat dicari dengan rumus:

$$g = (\text{retention rate})(ROE) \dots (9)$$

Dimana; retention rate = $(1 - \text{dividend payout ratio})$ atau laba ditahan

ROE = laba bersih/ekuitas

Lebih lanjut guna menaksir 'r' kita dapat mempergunakan CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), Said Kelana Asnawi dan Chandra Wijaya (2005:31-32), sementara untuk menaksir D kita perlu mempergunakan beberapa asumsi guna penyederhanaan. Terkait dengan rumus (6) di atas, model sederhana yang paling banyak dipergunakan untuk menaksir harga saham adalah dengan pertumbuhan konstan dengan asumsi-asumsi sebagai berikut :

1. Perusahaan mempertahankan *dividend payout ratio* yang konstan.
2. Setiap laba yang diinvestasikan kembali memperoleh tingkat keuntungan yang sama tiap tahunnya.
3. Konsekuensinya adalah EPS dan DPS (*Earning per share* dan *Dividend per share*) akan meningkat dengan persentase yang konstan tiap tahunnya. (Suad Husnan & Enny Pudjiastuti, 1993).

Sebagai penjabaran dan penggambaran asumsi-asumsi di atas maka rumusannya adalah :

$$D_0 = E_0(1 - b) \dots (10)$$

$$D_1 = E_1(1 - b) \dots (11)$$

Dimana; D_0 = dividen awal tahun atau dividen tahun yang lalu.

E_0 = EPS awal tahun

D_1 = dividen tahun 1 atau dividen tahun berikutnya

b = proporsi laba yang ditahan

$$\text{Sementara itu, } E_1 = E_0(1 + g) \dots (12)$$

Dimana; E_1 = EPS tahun 1 atau EPS tahun berikutnya

E_0 = EPS awal tahun atau EPS tahun sebelumnya

g = tingkat pertumbuhan

Dengan asumsi-asumsi tersebut maka kita dapat memperkirakan D_1 sampai dengan D_∞ , sehingga model penilaian saham dengan pertumbuhan konstan menjadi :

$$P_0 = D_1/(1 + r) + D_1(1 + g)/(1 + r)^2 + \dots + D_1(1 + g)^{\infty-1}/(1 + r)^\infty \dots (13)$$

Rumus tersebut disederhanakan menjadi :

$$P_0 = D_1/(r - g) \quad \text{dimana; } D_1 = D_0(1 + g)^1 \dots (14)$$

Dengan asumsi berikutnya adalah bahwa $r > g$, dan persamaan (14) di atas bisa dimodifikasi menjadi persamaan dalam bentuk *Price Earning Ratio (PER)*, dimana analisis sekuritas banyak yang menyukai penggunaan PER dalam menilai kewajaran harga saham. Saham yang

mempunyai PER yang tinggi diduga telah terlalu tinggi harganya. PER dalam penelitian ini menggunakan referensi Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (1993: 135).

Kalau dirumuskan PER sebagai P_0/E_1 (yang berarti perbandingan harga saham saat ini dengan perkiraan laba tahun yang akan datang), maka rumus (14) dapat dimodifikasi sebagai berikut.

$$PER = P_0/E_1 = [D_1/(r - g)]/E_1 \dots \quad (15)$$

Karena $D_1 = E_1(1 - b)$, maka

$$PER = [E_1(1 - b)/(r - g)]/E_1$$

$$PER = (1 - b)/(r - g) \text{ atau } PER = DPR/(r - g) \dots \quad (16)$$

Dengan demikian untuk menghitung **PER periode berikut** adalah;

$$PER_1 = DPR_1/(r - g) \text{ dan } DPR_1 = DPR(1 + g) \dots \quad (17)$$

$$PER_1 = DPR(1 + g)/(r - g) \dots \quad (18)$$

Dari rumus PER di atas kita perlu mengidentifikasi beberapa variabel terkait yaitu **r** atau return minimal yang disyaratkan investor serta **g** atau pertumbuhan. Dalam penelitian ini return minimal yang diminta investor dipergunakan pendekatan **CAPM** yaitu;

$$r = R_f + \beta(R_m - R_f) \dots \quad (19)$$

R_f diproksi dengan BI Rate atau SBI (Sertifikat Bank Indonesia) yang sebesar 5.75% pada tanggal 9 November 2012. R_m dalam hal ini diproksi dengan IHSG yang pada tanggal 9 November 2012 mencapai level 4.333,64 dan dengan tahun dasar 1982=100 maka besarnya R_m pada tahun 2012 dapat dihitung dengan menarik akar pangkat 30 dari 4.333,64 dibagi 100 dikurang 1 = 13.38%.

Perhitungan Return Market :

$$RM = \sqrt[30]{\frac{4.333,64}{100}} - 1 = 13.38\%$$

Beta masing-masing saham dapat diakses dalam web Reuter, sehingga besarnya return minimal adalah;

$$r = 5.75\% + \beta(13.38\% - 5.75\%) \dots \quad (20)$$

Seperti yang telah diungkap di atas, menurut Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (1993), penggunaan CAPM terlepas dari kelemahannya dalam penentuan return minimal atau return yang disyaratkan investor masih lebih baik daripada hanya menggunakan intuisi. Untuk kasus di Indonesia banyak peneliti hanya menggunakan tingkat bunga deposito ataupun SBI (Sertifikat Bank Indonesia) sebagai proksi dari risk free. Sementara untuk risk premium para peneliti masih beragam dalam menentukan besaran angkanya.

Guna melengkapi penelitian M Samsul (1989) dan Nazwirman (2008), **penentuan return minimal yang diminta investor** dalam penelitian ini akan menggunakan **CAPM** sehingga diharapkan dalam identifikasi maupun analisisnya dapat menjadi masukan bagi kepentingan akademik maupun kepentingan investor dalam mengambil keputusan investasi yang lebih beragam. Hal tersulit di penelitian ini adalah bagaimana memperkirakan besarnya pertumbuhan dividen masing-masing perusahaan tahun berikutnya. Dengan data yang tersedia maka dalam penelitian ini dipakai data ROE rata-rata dan data DPR rata-rata lima tahun terakhir.

Adapun Rumus untuk menghitung tingkat pertumbuhan dividen (**g**) adalah :

$$g = \text{ROE} (1 - \text{DPR}) \dots \quad (21)$$

Dimana; ROE = ROE rata-rata
DPR = DPR rata-rata

Adapun formula untuk menghitung PBV dalam penelitian ini adalah:

$$\text{PBV} = \text{Harga Saham/Book Value} \dots \quad (22)$$

Dimana; Book Value = Total Ekuitas (Aset - Hutang)/Jumlah Saham

Adapun analisis mengenai efisiensi operasi akan dipakai dua rasio utama, J Fred Weston & Thomas E Copeland (1995:249-250) yaitu ;

1. **Rasio perputaran total aktiva** dengan rumus = $\text{Penjualan/Total Aktiva} \dots \quad (23)$

2. **Rasio Marjin laba kotor** dengan rumus =

$$(\text{Penjualan} - \text{Harga Pokok Penjualan})/\text{Penjualan} \dots \quad (24)$$

Sampel penelitian dalam penelitian ini dipilih berdasar *purposive sampling* dengan beberapa kriteria berikut :

- Perusahaan BUMN dan NON BUMN yang terdaftar di BEI 2007 sampai 2011
- Perusahaan melaporkan laporan keuangan lengkap dan dipublikasi pada *Indonesian Capital Market Directory*
- Perusahaan membagikan dividen tahun 2007-2011

Berdasar kriteria di atas dan telah disesuaikan dengan kebutuhan penelitian maka berikut daftar perusahaan BUMN dan NON BUMN sampel penelitian ini (Tabel 2).

Tabel 2. Daftar Perusahaan BUMN dan NON BUMN Terpilih

No	Perusahaan BUMN	No	Perusahaan NON BUMN
1	PT Telkom Tbk	1	PT Bank Danamon Tbk
2	PT Bank Rakyat Indonesia Tbk	2	PT Bank Central Asia Tbk
3	PT Bank Mandiri Tbk	3	PT Bumi Resources Tbk
4	PT Perusahaan Gas Negara Tbk	4	PT Bumi Serpong Damai Tbk
5	PT Bank Negara Indonesia Tbk	5	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk
6	PT Semen Gresik Tbk	6	PT XL Axiata Tbk
7	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	7	PT Gajah Tunggal Tbk
8	PT Aneka Tambang Tbk	8	PT Harum Energy Tbk
9	PT Jasa Marga Tbk	9	PT Holcim Indonesia Tbk
10	PT Bank Tabungan Negara Tbk	10	PT Indo Tambang Megah Tbk
11	PT Timah Tbk	11	PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk
12	PT Wijaya Karya Tbk	12	PT Indofood sukses Makmur Tbk
13	PT Pembangunan Perumahan Tbk	13	PT Kalbe Farma Tbk
14	PT Adhi Karya Tbk	14	PT Petrosea Tbk
15	PT Kimia Farma Tbk	15	PT Nickel Asia Corp Tbk

Sumber : idx.co.id

Analisis dalam penelitian ini dilakukan dengan membandingkan PER hasil perhitungan dengan PER yang dipublikasi oleh Bursa Efek Indonesia:

PER hasil perhitungan > PER yang dipublikasi BEI maka saham **undervalued**.

PER hasil perhitungan < PER yang dipublikasi BEI maka saham **overvalued**.

Sebagai kesimpulan bila saham undervalued maka layak dibeli atau dikoleksi, dan sebaliknya bila saham overvalued maka tidak layak dibeli atau sebaiknya dijual.

Analisis dalam penelitian ini juga dilakukan dengan membandingkan PBV data penelitian dengan besaran 4-5 kali nilai bukunya:

PBV<4-5 kali nilai bukunya maka saham tersebut **undervalued**.

PBV>4-5 kali nilai bukunya maka saham tersebut **overvalued**.

Analisis efisiensi operasi akan dibandingkan dengan rata-rata rasio sampel penelitian.

Disamping hal di atas, hasil penelitian juga akan dideskripsi berdasar teori dan referensi yang relevan sehingga akan didapat gambaran menyeluruh atas fenomena yang ada dan diharapkan berguna bagi kepentingan akademik maupun pihak investor.

Analisis Data dan Pembahasan PER

Sebelum melakukan analisis dan pembahasan dalam penelitian ini, data-data pendukung seperti beta masing-masing perusahaan, DPR (Dividend Payout Ratio) dan ROE (Return on Equity) perlu diolah terlebih dulu sehingga PER masing-masing perusahaan dapat dihitung. Seperti telah diuraikan di atas, PER dalam penelitian ini secara spesifik menggunakan rumus berikut :

$$PER = \frac{DPR_{2011}(1+g)}{r-g} \dots \quad (25)$$

Dari rumus PER di atas, **r** adalah return minimal yang diminta investor dan **g** adalah pertumbuhan dividen. Hasil lengkap perhitungan PER masing-masing perusahaan BUMN dan PER masing-masing perusahaan NON BUMN ditampilkan dalam lampiran 1 dan lampiran 2.

Berikut ditampilkan PER masing-masing perusahaan BUMN dan NON BUMN :

Tabel 3. PER BUMN dan PER NON BUMN

No	Perusahaan BUMN	PER	No	Perusahaan NON BUMN	PER
1	TLKM	-4.67	1	BDMN	36.93
2	BBRI	-1.82	2	BBCA	-1.89
3	BMRI	77.07	3	BUMI	-0.94
4	PGAS	13.64	4	BSDE	2.63
5	BBNI	6.90	5	CPIN	-2.14
6	SMGR	-5.96	6	EXCL	101.70
7	PTBA	-12.27	7	GJTL	0.54
8	ANTM	-16.82	8	HRUM	-6.60
9	JSMR	8.14	9	SMCB	12.08
10	BBTN	8.33	10	ITMG	-14.66
11	TINS	-10.16	11	INTP	-6.10
12	WIKA	63.32	12	INDF	-10.56
13	PTPP	-3.39	13	KLBF	-17.95
14	ADHI	-23.07	14	PTRO	17.39
15	KAEF	3.15	15	NIKL	3.79

Sumber : Data penelitian 2012

Tabel 3 memperlihatkan PER BUMN tertinggi dicapai oleh **PT Bank Mandiri Tbk** sebesar 77.07 kali dan terendah **PT Adhi Karya Tbk** sebesar -23.07 kali dengan rata-rata sebesar 6.83 kali. PER yang negatif beberapa perusahaan BUMN maupun perusahaan NON BUMN dalam sampel penelitian ini menunjukkan pertumbuhan yang lebih tinggi daripada return minimal yang disyaratkan investor, sehingga PER menjadi negatif. Sementara PER NON BUMN tertinggi dicapai oleh **PT XL Axiata Tbk** sebesar 101.70 kali dan terendah **PT Kalbe Farma Tbk** sebesar -17.95 kali dengan rata-rata sebesar 7.61 kali.

Untuk mengidentifikasi apakah saham-saham tersebut undervalue atau overvalue maka masing-masing PER hasil penelitian tersebut akan dibandingkan dengan PER yang dipublikasi BEI pada 31 Juli 2012. Bila PER penelitian > PER publikasi BEI maka saham tersebut undervalue. Sebaliknya bila PER penelitian < PER publikasi BEI maka saham tersebut overvalue. Berikut ini adalah perbandingan PER penelitian dengan PER publikasi BEI 31 Juli 2012

Tabel 4. Perbandingan PER Penelitian dengan PER Publikasi BEI 31 Juli 2012 BUMN

No	Perusahaan	PER Penelitian	> <	PER BEI 31/7/2012	Keterangan
1	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	-4.67	<	10.21	Overvalue
2	PT Bank Rakyat Indonesia Tbk	-1.82	<	9.64	Overvalue
3	PT Bank Mandiri Tbk	77.07	>	12.70	Undervalue
4	PT Perusahaan Gas Negara Tbk	13.64	>	11.63	Undervalue
5	PT Bank Negara Indonesia Tbk	6.90	<	12.08	Overvalue
6	PT Semen Gresik Tbk	-5.96	<	18.18	Overvalue
7	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	-12.27	<	11.63	Overvalue
8	PT Aneka Tambang Tbk	-16.82	<	8.62*	Overvalue
9	PT Jasa Marga Tbk	8.14	<	21.68	Overvalue
10	PT Bank Tabungan Negara Tbk	8.33	<	10.69	Overvalue
11	PT Timah Tbk	-10.16	<	9.94	Overvalue
12	PT Wijaya Karya Tbk	63.32	>	15.08	Undervalue
13	PT Pembangunan Perumahan Tbk	-3.39	<	25.70	Overvalue
14	PT Adhi Karya Tbk	-23.07	<	74.37	Overvalue
15	PT Kimia Farma Tbk	3.15	<	24.51	Overvalue

Sumber : Data penelitian 2012

*PER Publikasi BEI 31 Januari 2012

Hasil identifikasi perbandingan PER penelitian BUMN dengan PER publikasi BEI dalam tabel 4 di atas menunjukkan tiga perusahaan yang sahamnya masih undervalue yaitu **PT Bank Mandiri Tbk, PT Perusahaan Gas Negara Tbk, dan PT Wijaya Karya Tbk**. Ketiga saham perusahaan tersebut yang bergerak di **sektor perbankan, energi dan konstruksi** masih layak dikoleksi karena masih berpeluang tumbuh lebih lanjut dengan meningkatkan inovasi dan efisiensi. Hal ini dikarenakan pertumbuhan ekonomi Indonesia yang dipicu permintaan pasar dalam negeri untuk sektor perbankan, energi dan konstruksi di Indonesia masih sangat besar dan belum tergarap dengan baik.

Hasil identifikasi perbandingan PER penelitian dengan PER publikasi BEI perusahaan NON BUMN dalam tabel 5 berikut menunjukkan empat perusahaan yang sahamnya masih undervalue yaitu **PT Bank Danamon Tbk, PT XL Axiata Tbk, PT Petrosea Tbk, dan PT Nickel Asia Corp Tbk**. Keempat saham perusahaan tersebut yang bergerak di sektor **perbankan, telekomunikasi, energi dan pertambangan** masih layak dikoleksi karena pasar dalam negeri maupun pasar ekspor masih sangat besar.

Tabel 5. Perbandingan PER Penelitian dengan PER Publikasi BEI 31 Juli 2012 NON BUMN

No	Perusahaan	PER Penelitian	> <	PER BEI 31/7/2012	Keterangan
1	PT Bank Danamon Tbk	36.93	>	13.21*	Undervalue
2	PT Bank Central Asia Tbk	-1.89	<	18.99	Overvalue
3	PT Bumi Resources Tbk	-0.94	<	-3.48	Overvalue
4	PT Bumi Serpong Damai Tbk	2.63	<	17.07	Overvalue
5	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk	-2.14	<	15.51	Overvalue
6	PT XL Axiata Tbk	101.70	>	17.95	Undervalue
7	PT Gajah Tunggal Tbk	0.54	<	7.70	Overvalue
8	PT Harum Energy Tbk	-6.60	<	7.36	Overvalue
9	PT Holcim Indonesia Tbk	12.08	<	19.17	Overvalue
10	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	-14.66	<	8.56	Overvalue
11	PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk	-6.10	<	18.27	Overvalue
12	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	-10.56	<	9.33	Overvalue
13	PT Kalbe Farma Tbk	-17.95	<	23.49	Overvalue
14	PT Petrosea Tbk	17.39	>	3.97	Undervalue
15	PT Nickel Asia Corp Tbk	3.79	>	-7.04	Undervalue

Sumber : Data penelitian 2012

*PER Publikasi BEI 31 Januari 2012

Fakta dari para pengamat ekonomi Indonesia menunjukkan bahwa untuk meningkatkan daya saing perusahaan-perusahaan Indonesia perlu didukung oleh infrastruktur yang memadai sehingga arus distribusi lebih lancar. Pembangunan infrastruktur baik jalan raya, pelabuhan laut dan udara, telekomunikasi, energi dan pertambangan di Indonesia membuka peluang tumbuhnya industri pada sektor-sektor tersebut, sehingga saham-saham sektor tersebut layak dikoleksi karena memiliki prospek yang baik di masa mendatang.

Gubernur Bank Indonesia Darmin Nasution mengingatkan pertumbuhan ekonomi relatif tinggi saja (6,3 persen) tidak cukup bagi Indonesia. Harus dilakukan perbaikan struktural, contoh konkret adalah India, tatkala pertumbuhan ekonominya cukup tinggi selalu di atas 8 persen dan lalai membangun infrastruktur, tahun ini pertumbuhannya terkoreksi tajam, hanya 5,6 persen. (A Tony Prasetyantono, Kompas 26 November 2012). Lebih lanjut dikatakan, dari survei Bank Dunia (2010), lebih dari 50 persen penduduk belum terjamah oleh akses keuangan formal sehingga praktik perbankan informal dengan suku bunga tinggi kepada nasabah tetap besar, karena itu inklusi finansial menjadi hal yang paling dituju Bank Indonesia (A Tony Prasetyantono, Kompas 26 November 2012).

Senada dengan Prasetyantono, ekonom Faisal Basri juga menyatakan, subsidi BBM telah mulai menggerogoti daya tahan makroekonomi. Sejak 2009 hingga 2013, subsidi energi bakal menembus Rp 1.000 triliun, yang dua pertiganya disedot oleh subsidi BBM. Lebih lanjut dikatakan, dengan dana Rp 1.000 triliun banyak yang bisa dilakukan antara lain meningkatkan subsidi benih sehingga dapat meningkatkan ketahanan pangan, sarana dan prasarana transportasi laut pun bisa dibenahi sehingga arus barang lebih lancar dan ongkos logistik lebih murah. Rakyat Papua tak lagi harus membeli semen yang harganya 20 kali lebih mahal daripada di Jakarta. Jeruk dari Sumatera dan Kalimantan bisa dijual di Jakarta lebih murah daripada jeruk China. Dengan membenahi pelabuhan di sentra-sentra produksi berbasis sumber daya alam di luar Jawa, industrialisasi pun akan lebih merata, tak hanya di Jawa. Dengan demikian, tingkat harga dan laju inflasi di luar Jawa yang secara persisten tinggi bisa pula dijinakkan, (Faisal Basri, Kompas, 22 Oktober 2012).

Analisis Data dan Pembahasan PBV

Seperti diketahui PBV menunjukkan perbandingan harga saham dengan nilai buku perusahaan. Semakin rendah rasio PBV berarti harga saham tersebut bisa dianggap murah. Kebanyakan saham di BEI diperjualbelikan jauh di atas nilai bukunya. Sangat jarang kita bisa menemukan saham yang diperjualbelikan di bawah nilai bukunya. Untuk BEI, rata-rata harga saham **blue chip** diperdagangkan sebesar **4 - 5 kali nilai bukunya** (Desmond Wira, 2011). Berikut adalah data PBV perusahaan BUMN maupun perusahaan NON BUMN.

Tabel 6. Data PBV BUMN dan NON BUMN

No	Perusahaan BUMN	PBV Rata-rata	Perusahaan NON BUMN	PBVRata-rata
1	TLKM	4.25	BDMN	2.35
2	BBRI	3.58	BBCA	4.34
3	BMRI	2.52	BUMI	4.80
4	PGAS	8.02	BSDE	2.32
5	BBNI	1.62	CPIN	3.54
6	SMGR	3.46	EXCL	2.71
7	PTBA	6.81	GJTL	1.26
8	ANTM	1.75	HRUM	7.89
9	JSMR	2.18	SMCB	3.23
10	BBTN	1.70	ITMG	5.02
11	TINS	2.75	INTP	3.91
12	WIKA	1.73	INDF	1.97
13	PTPP	2.36	KLBF	3.88
14	ADHI	1.96	PTRO	1.49
15	KAEF	1.08	NIKL	1.76

Sumber : Data penelitian 2012 (www.idx.co.id)

Mengacu pada referensi di atas, tabel 6 menunjukkan dua perusahaan yang PBV nya di atas harga saham **blue chip** yaitu **PT Perusahaan Gas Negara Tbk** dan **PT Bukit Asam Tbk** yang sebesar 8.02 kali dan 6.81 kali dari nilai bukunya dan dianggap mahal, selebihnya harga saham perusahaan-perusahaan tersebut bisa dianggap murah. Tabel 6 di atas menunjukkan hanya saham **PT Harum Energy Tbk** yang sebesar 7.89 kali dari nilai bukunya dan dianggap kemahalan, sedangkan sisanya PBV perusahaan-perusahaan NON BUMN masih di bawah harga saham **blue chip** sehingga secara mayoritas saham-saham NON BUMN dalam sampel penelitian ini dianggap murah.

Berikut ini ditampilkan rangkuman identifikasi saham berdasar pendekatan PER dan PBV baik perusahaan BUMN maupun perusahaan NON BUMN.

Tabel 7 menunjukkan saham **PT Bank Mandiri Tbk** dan **PT Wijaya Karya Tbk** yang berdasar pendekatan PER maupun pendekatan PBV **konsisten undervalue** dan layak dikoleksi. Bila diperhatikan ternyata saham kedua perusahaan tersebut bergerak di **sektor perbankan** dan **konstruksi** yang menurut analisis para pengamat ekonomi di atas faktanya akan terus mengalami pertumbuhan sehingga layak dikoleksi.

Tabel 7. Identifikasi Saham dengan Pendekatan PER dan PBV BUMN

No	Perusahaan	Pendekatan PER	Pendekatan PBV
1	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Overvalue	Undervalue
2	PT Bank Rakyat Indonesia Tbk	Overvalue	Undervalue
3	PT Bank Mandiri Tbk	Undervalue	Undervalue
4	PT Perusahaan Gas Negara Tbk	Undervalue	Overvalue
5	PT Bank Negara Indonesia Tbk	Overvalue	Undervalue
6	PT Semen Gresik Tbk	Overvalue	Undervalue
7	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	Overvalue	Overvalue
8	PT Aneka Tambang Tbk	Overvalue	Undervalue
9	PT Jasa Marga Tbk	Overvalue	Undervalue
10	PT Bank Tabungan Negara Tbk	Overvalue	Undervalue
11	PT Timah Tbk	Overvalue	Undervalue
12	PT Wijaya Karya Tbk	Undervalue	Undervalue
13	PT Pembangunan Perumahan Tbk	Overvalue	Undervalue
14	PT Adhi Karya Tbk	Overvalue	Undervalue
15	PT Kimia Farma Tbk	Overvalue	Undervalue

Sumber : Data penelitian 2012

Saham perbankan dan saham konstruksi di atas memiliki prospek yang baik karena pasar domestik maupun pasar ekspor masih terbuka luas. Menurut A Tony Prasetyantono (Kompas, 7 Mei 2012), liberalisasi sektor perbankan terkait krisis saat itu memang memungkinkan Bank Asing dengan mudah membuka cabang di Indonesia, sementara Bank-bank Nasional seperti Bank BNI dan Bank Mandiri kesulitan membuka cabangnya di Malaysia dan Singapura. Sehingga rencana pembelian 67,3 persen saham Asia Financial di Bank Danamon oleh DBS Group Singapura seharga 6,2 miliar dollar Singapura (setara Rp45,2 triliun) telah memicu kontroversi yang cukup sengit. Baik Asia Financial maupun DBS Group adalah entitas bisnis yang sama-sama dimiliki Temasek Holdings Singapura. Karenanya kebijakan mengizinkan investor asing memiliki hingga 99 persen saham perbankan nasional tidak lagi kuat relevansinya. Karena itu logis jika Bank Indonesia perlu mengubah aturan itu. Lebih lanjut dikatakan A Tony Prasetyantono, jika sebuah bank dimiliki oleh kian banyak pemegang saham, maka hampir pasti terjadi mekanisme kontrol yang lebih efektif untuk mendorong transparansi dan akuntabilitas. Ini sesuai dengan teori **principal-agent** oleh Michael Jensen dan William Meckling (1976), serta teori **X-efficiency** yang sebelumnya digagas Harvey Liebenstein (1966 dan 1976).

Tabel 8. Identifikasi Saham dengan Pendekatan PER dan PBV NON BUMN

No	Perusahaan	Pendekatan PER	Pendekatan PBV
1	PT Bank Danamon Tbk	Undervalue	Undervalue
2	PT Bank Central Asia Tbk	Overvalue	Undervalue
3	PT Bumi Resources Tbk	Overvalue	Undervalue
4	PT Bumi Serpong Damai Tbk	Overvalue	Undervalue
5	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk	Overvalue	Undervalue
6	PT XL Axiata Tbk	Undervalue	Undervalue
7	PT Gajah Tunggal Tbk	Overvalue	Undervalue
8	PT Harum Energy Tbk	Overvalue	Overvalue
9	PT Holcim Indonesia Tbk	Overvalue	Undervalue
10	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	Overvalue	Undervalue
11	PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk	Overvalue	Undervalue
12	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	Overvalue	Undervalue
13	PT Kalbe Farma Tbk	Overvalue	Undervalue
14	PT Petrosea Tbk	Undervalue	Undervalue
15	PT Nickel Asia Corp Tbk	Undervalue	Undervalue

Sumber : Data penelitian 2012.

Tabel 8 menampilkan hasil identifikasi saham dengan pendekatan PER dan PBV perusahaan-perusahaan NON BUMN. Tampak empat perusahaan yang **konsisten undervalue** baik dengan PER maupun PBV yaitu **PT Bank Danamon Tbk, PT XL Axiata Tbk, PT Petrosea Tbk, dan PT Nickel Asia Corp Tbk**. Keempat perusahaan tersebut bergerak di **sektor perbankan, telekomunikasi, energi dan pertambangan**. Menurut para pengamat ekonomi ternyata saham-saham tersebut menunjukkan trend ke arah yang lebih prospektif karena pertumbuhan ekonomi Indonesia akan terus dipacu dengan iklim investasi dan kemudahan yang makin ditingkatkan termasuk komitmen untuk memberantas korupsi sehingga pembangunan infrastruktur makin terlihat urgensinya. Bila dikaji lebih dalam terkait rencana pemerintah membangun jembatan Selat Sunda menunjukkan bahwa bisnis sektor konstruksi, komunikasi, pertambangan dan perbankan akan makin berkembang termasuk sektor ikutan lainnya yang sahamnya sudah overvalue seperti **industri semen** dan **sektor transportasi** yang tidak masuk dalam sampel penelitian.

Analisis Data dan Pembahasan Efisiensi

Tabel 9 berikut menampilkan rasio perputaran total aktiva yang mencerminkan seberapa besar pemanfaatan total aktiva perusahaan guna menghasilkan penjualan perusahaan. Rasio perputaran total aktiva didapat dari perbandingan antara penjualan dengan total aktiva dimana semakin besar rasio ini berarti efisiensi perusahaan tersebut semakin baik.

Tabel 9. Data Total Assets Turnover BUMN dan NON BUMN

No	Perusahaan BUMN	Rata-rata	No	Perusahaan NON BUMN	Rata-rata
1	TLKM	0.68	1	BDMN	0.14
2	BBRI	0.11	2	BBCA	0.07
3	BMRI	0.07	3	BUMI	0.53
4	PGAS	0.60	4	BSDE	0.26
5	BBNI	0.08	5	CPIN	2.40
6	SMGR	1.00	6	EXCL	0.52
7	PTBA	1.03	7	GJTL	0.94
8	ANTM	0.83	8	HRUM	1.43
9	JSMR	0.23	9	SMCB	0.62
10	BBTN	0.09	10	ITMG	1.41
11	TINS	1.48	11	INTP	0.77
12	WIKA	1.05	12	INDF	0.89
13	PTPP	0.91	13	KLBF	1.39
14	ADHI	1.11	14	PTRO	0.89
15	KAEF	1.73	15	NIKL	1.60

Sumber : Data penelitian 2012 (www.idx.co.id)

Tabel 9 menunjukkan enam perusahaan BUMN yang memiliki rasio perputaran aktiva rata-ratanya sama dengan satu atau di atas satu yaitu; **PT Semen Gresik Tbk, PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk, PT Timah Tbk, PT Wijaya Karya Tbk, PT Adhi Karya Tbk, dan PT Kimia Farma Tbk**. Keenam perusahaan tersebut berhasil memanfaatkan aktiva yang ada secara efisien.

Dikaitkan hasil identifikasi saham-saham yang masih undervalue dengan pendekatan PER dan PBV di atas ternyata hanya perusahaan **PT Wijaya Karya Tbk** yang memiliki rasio perputaran aktiva rata-rata di atas satu dan dapat dikatakan yang efisien dalam operasinya. Sementara saham **PT Bank Mandiri Tbk** rata-rata rasio perputaran aktiva hanya sebesar 0.07 atau dapat dikatakan secara relatif kurang efisien. Sehingga walaupun hasil analisis PER dan PBV nya konsisten undervalue, saham **PT Bank Mandiri Tbk** perlu diwaspadai dari sisi efisiensi.

Tabel 9 juga menunjukkan lima perusahaan NON BUMN yang memiliki rasio perputaran aktiva rata-rata di atas satu yaitu; **PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk, PT Harum Energy Tbk, PT Indo Tambangraya Megah Tbk, PT Kalbe Farma Tbk, dan PT Nickel Asia Corp Tbk**. Kelima perusahaan NON BUMN ini yang bergerak di sektor-sektor pakan ternak, energi, pertambangan dan farmasi memperlihatkan kinerja efisiensi yang baik. Dikaitkan dengan hasil identifikasi saham-saham yang konsisten undervalue baik dengan PER maupun PBV yaitu **PT Bank Danamon Tbk, PT XL Axiata Tbk, PT Petrosea Tbk, dan PT Nickel Asia Corp Tbk**, hanya **PT Nickel Asia Corp Tbk** yang kinerja efisiensinya baik.

Hasil penelitian dan pembahasan efisiensi akan terkait dengan bagaimana profitabilitas perusahaan-perusahaan BUMN maupun perusahaan-perusahaan NON BUMN yang menjadi sampel dalam penelitian ini. Tabel 10 berikut menyajikan angka-angka rasio profitabilitas dari laba operasi perusahaan-perusahaan tersebut yang mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba operasi sebelum bunga dan pajak.

Tabel 10.

Data Rata-rata Operating Profit Margin (OPM) BUMN dan NON BUMN

No	Perusahaan BUMN	Rata-rata	No	Perusahaan NON BUMN	Rata-rata
1	TLKM	33.76	1	BDMN	24.44
2	BBRI	30.57	2	BBCA	43.57
3	BMRI	34.43	3	BUMI	22.51
4	PGAS	41.04	4	BSDE	33.75
5	BBNI	20.19	5	CPIN	14.12
6	SMGR	29.77	6	EXCL	21.54
7	PTBA	35.43	7	GJTL	10.51
8	ANTM	25.10	8	HRUM	28.62
9	JSMR	43.34	9	SMCB	22.19
10	BBTN	16.63	10	ITMG	26.54
11	TINS	15.50	11	INTP	31.99
12	WIKA	7.03	12	INDF	14.32
13	PTPP	9.39	13	KLBF	16.87
14	ADHI	6.78	14	PTRO	18.47
15	KAEF	4.56	15	NIKL	3.27

Sumber : Data penelitian 2012 (www.idx.co.id)

Tabel 10 di atas menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba operasi dalam kurun waktu lima tahun terakhir. Kinerja rata-rata tertinggi dicapai oleh **PT Jasa Marga Tbk** yang bergerak di sektor jalan tol dengan rasio sebesar 43.34 persen, sedangkan kinerja terendah oleh **PT Kimia Farma Tbk** sebesar 4.56 persen dengan rata-rata keseluruhan sebesar 23.57 persen. Data di atas secara keseluruhan memperlihatkan 8 perusahaan BUMN atau 53 persen yang rata-rata kinerja dalam menghasilkan laba operasi di atas rata-rata keseluruhan. Dikaitkan dengan identifikasi saham-saham yang konsisten undervalue dengan PER dan PBV, hanya **PT Bank Mandiri Tbk** yang kinerjanya di atas rata-rata dalam menghasilkan laba operasi,

sementara **PT Wijaya Karya Tbk** kinerjanya di bawah rata-rata. Selain itu, untuk perusahaan NON BUMN kinerja tertinggi diraih **PT Bank Central Asia Tbk** sebesar 43.57 persen dan terendah **PT Nickel Asia Corp Tbk** sebesar 3.27 persen dengan rata-rata keseluruhan sebesar 22.18 persen. Secara keseluruhan 8 perusahaan NON BUMN dalam sampel ini atau 53 persen yang rata-rata kinerja dalam menghasilkan laba operasi di atas rata-rata keseluruhan. Lebih lanjut tabel 10 di atas juga memberi informasi terkait hasil identifikasi saham yang konsisten undervalue dengan PER dan PBV dikaitkan dengan kemampuannya menghasilkan laba operasi, ternyata hanya saham **PT Bank Danamon Tbk** yang kinerjanya di atas rata-rata. Sementara saham-saham undervalue **PT XL Axiata Tbk, PT Petrosea Tbk, dan PT Nickel Asia Corp Tbk** kinerjanya di bawah rata-rata bila dikaitkan dengan kemampuannya menghasilkan laba operasi.

Kesimpulan, Implikasi dan Keterbatasan

Kesimpulan dari hasil penelitian terhadap 15 perusahaan BUMN dan 15 perusahaan NON BUMN yang **konsisten undervalue** dengan pendekatan PER dan pendekatan PBV terdapat dua perusahaan BUMN yaitu, **PT Bank Mandiri Tbk** dan **PT Wijaya Karya Tbk** serta empat perusahaan NON BUMN yaitu, **PT Bank Danamon Tbk, PT XL Axiata Tbk, PT Petrosea Tbk, PT Nickel Asia Corp Tbk**. PER perusahaan-perusahaan tersebut dinilai undervalue atau dianggap murah karena sesuai *earning* minimal yang diinginkan investor atau dengan kata lain *earning* saham tersebut lebih tinggi dari *earning* minimal yang diinginkan investor. Dari sisi PBV ternyata saham-saham tersebut lebih rendah dari PBV saham-saham *blue-chip* yang diperdagangkan antara 4 – 5 kali dari nilai bukunya.

Adapun peringkat efisiensi operasi tertinggi hingga terendah dari perusahaan-perusahaan yang undervalue tersebut adalah **PT Nickel Asia Corp Tbk, PT Wijaya Karya Tbk, PT Petrosea Tbk, PT XL Axiata Tbk, PT Bank Danamon Tbk**, dan terakhir **PT Bank Mandiri Tbk**.

Sedangkan profitabilitas tertinggi hingga terendah perusahaan-perusahaan yang undervalue tersebut adalah **PT Bank Mandiri Tbk, PT Bank Danamon Tbk, PT XL Axiata Tbk, PT Petrosea Tbk, PT Wijaya Karya Tbk**, dan terakhir **PT Nickel Asia Corp Tbk**.

Implikasi hasil identifikasi penelitian ini menunjukkan saham-saham yang konsisten undervalue dengan PER dan PBV bergerak di sektor-sektor perbankan, konstruksi, telekomunikasi, energi dan pertambangan. Menurut para pengamat ekonomi sektor-sektor tersebut akan terus tumbuh mengingat pasar domestik dan pasar ekspor yang menjanjikan. Oleh karena itu ke enam saham tersebut layak dikoleksi. Sebelum memutuskan berinvestasi di pasar modal, investor perlu menghimpun berbagai informasi yang relevan tentang bidang industri atau sektor usaha yang sedang mengalami pertumbuhan kemudian lakukan analisis fundamental saham-saham yang PER dan PBV nya telah teridentifikasi sebagai undervalue atau harganya dianggap murah.

Keterbatasan dalam mengidentifikasi PER terutama pada bagaimana menentukan tingkat pertumbuhan dividen yang akan datang dengan data yang tersedia. Bagaimanapun kita semua tak akan mengetahui apa yang akan terjadi di masa datang sehingga perlu didukung asumsi-asumsi yang lebih memiliki argumentasi ilmiah akademik terutama tentang kebijakan pemerintah yang berdampak pada aktifitas perekonomian dan daya beli masyarakat secara keseluruhan seperti subsidi BBM (Bahan Bakar Minyak), sehingga variabel-variabel pertumbuhan dividen dan return minimal yang diminta investor bisa lebih rasional dan realistis. Instrumen lain yang mungkin dapat dipakai dalam mengidentifikasi saham-saham yang undervalue seperti EVA dan MVA dapat pula diterapkan. Ketersediaan dan kelengkapan data keuangan yang cukup dalam kurun waktu hingga misalnya 10 tahun terakhir akan membuat penelitian lebih bermakna. Penelitian berikut perlu diperluas bidang usaha/sektor usaha dengan sampel yang lebih beragam.

DAFTAR PUSTAKA

- A Tony Prasetyantono, ***Pasca "Right Issue" dan Sektor Manufaktur***, Kompas, Jakarta, 21 Februari 2011.
- A Tony Prasetyantono, ***Kepemilikan Asing di Bank***, Kompas, Jakarta, 7 Mei 2012.
- A Tony Prasetyantono, ***Pertumbuhan Saja Tidak Cukup***, Kompas, Jakarta, 26 November 2012.
- Desmond Wira, 2011, ***Analisis Fundamental Saham***, Jakarta, Exceed.
- Eduardus Tandelilin, 2007, ***Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio***, Yogyakarta, BPFE.
- Eugene F. Brigham & Joel F. Houston, 2001, ***Manajemen Keuangan***, Jakarta, Penerbit Erlangga.
- Faisal Basri, ***Subsidi BBM: Kejahatan Politik-Ekonomi***, Kompas, Jakarta, 22 Oktober 2012.
- Hendy M Fakhruddin, 2008, ***Go Public: Strategi Pendanaan Dan Peningkatan Nilai Perusahaan***, Jakarta, Elex Media Komputindo.
- J. Fred Weston & Thomas E. Copeland, 1995, ***Manajemen Keuangan***, Jakarta, Binarupa Aksara.
- Komang Darmawan, 2010, ***Memacu BUMN "Go Public"***, Investor, November 2010, XII/209.
- M. Samsul, 1989, ***Analisis P/E Ratio: Alat Pengukur Kewajaran Harga Saham***, Management & Usahawan Indonesia, Jakarta.
- 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, hal 98-106.
- Said Kelana Asnawi dan Chandra Wijaya, 2005, ***Riset Keuangan Pengujian-pengujian Empiris***, Jakarta, Pustaka Utama Gramedia.
- Suad Husnan & Enny Pudjiastuti, 1993, ***Dasar-Dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas***, Yogyakarta, UPP-AMP YKPN.
- Surono Subekti, 2001, ***Kiat Bermain Saham***, Jakarta, PT Gramedia Pustaka Utama.
- Umar Juoro, ***Makna Peringkat Layak Investasi***, Kompas, Jakarta, 30 Januari 2012.