



BAB I PENDAHULUAN

© Hak cipta milik IBIKKG Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

Institut Esni dan Informatika Kwik Kian Gie

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

A. Latar Belakang Masalah

Menurut Darmadji dan Fakhruddin (2011:2), pasar modal dianggap memiliki peran besar bagi perekonomian suatu negara, karena pasar modal menjalankan dua fungsi, yaitu fungsi ekonomi dan keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena menyediakan fasilitas yang mempertemukan antara pihak yang ingin melakukan investasi dengan pihak yang memerlukan dana, kemudian pasar modal dikatakan memiliki fungsi keuangan karena memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbalan bagi pemilik dana. Pasar modal dianggap sebagai salah satu wadah yang dapat menggalang dana jangka panjang dari masyarakat dalam jumlah besar, yang kemudian dapat disalurkan kepada sektor-sektor produktif untuk digunakan sebagai tambahan modal atau sumber investasi. Dengan demikian pasar modal sering kali dipandang sebagai salah satu sarana efektif untuk mempercepat pembangunan suatu negara.

Investasi di pasar modal merupakan satu dari tiga pilihan investasi yang populer bagi masyarakat Indonesia dewasa ini, sedangkan dua pilihan investasi lainnya adalah asuransi dan tabungan. Di antara ketiga pilihan tersebut, investasi di pasar modal memiliki risiko yang paling tinggi (*high risk*) namun menawarkan tingkat pengembalian yang tinggi pula (*high return*), hal tersebut disebabkan oleh fluktuasi harga saham yang sering kali terjadi dan sulit untuk diprediksi secara pasti. Dengan adanya pasar modal, perusahaan yang dalam hal ini berlaku sebagai *issuer* dapat memanfaatkan dana tersebut untuk melakukan investasi atau meningkatkan produksi, tanpa harus menunggu ketersediaan dana melalui proses operasi perusahaan. Selain

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



itu, masyarakat yang dalam hal ini berlaku sebagai *investor* mempunyai hak kepemilikan atas perusahaan dalam bentuk persentase saham serta memiliki dua keuntungan berupa *Capital gain* dan Dividen. *Capital gain* adalah selisih positif antara harga beli dengan harga jual saham, sedangkan dividen adalah keuntungan operasional perusahaan yang dibagikan kepada investor.

Ketika melakukan investasi di pasar modal, setiap *investor* pasti memiliki ekspektasi atas ramalan harga saham yang akan terbentuk di masa depan. Dalam menentukan ramalan harga saham tersebut, tentunya setiap *investor* membutuhkan sebuah kerangka analisis. Kerangka analisis tersebut diharapkan mampu melatarbelakangi keputusan pembelian saham dengan dasar pertimbangan yang jelas dan rasional. Tentunya, turut menimbulkan sikap disiplin atas apa yang sudah direncanakan, serta meredam faktor emosi dalam membuat keputusan investasi untuk meminimalisir kerugian yang akan timbul di kemudian hari.

Beragam latarbelakang serta banyaknya jumlah *investor* dan *issuer* di bursa saham, mengakibatkan perbedaan penilaian atas setiap harga saham tersebut. Oleh karena itu, harga saham yang terjadi di bursa bisa saja dinilai terlalu mahal, namun dapat pula sebaliknya. Dalam membuat sebuah kerangka analisis dibutuhkan suatu metode analisis. Metode analisis tersebut juga bermanfaat untuk mengantisipasi kemungkinan-kemungkinan yang akan terjadi. Apabila hasil penilaian saham tersebut positif, maka investor dapat lebih yakin terhadap ekspektasi ke depan saham tersebut dan didukung oleh alasan yang rasional, dan apabila hasil penilaiannya negatif maka investor dapat memperkecil kemungkinan kerugian yang akan timbul jika membeli saham tersebut.

Terdapat 2 jenis metode analisis yang sering digunakan dalam menilai harga saham, analisis teknikal dan analisis fundamental. Analisis teknikal adalah analisis

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta Miliki IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



dimana investor menganalisis harga saham berdasarkan tren harga yang terbentuk. Sedangkan analisis fundamental adalah analisis saham berdasarkan faktor-faktor fundamental perusahaan seperti laporan keuangan perusahaan, kekuatan perusahaan dan industrinya, dll. Kegunaan analisis fundamental adalah untuk menentukan berapa nilai instrinsik sebuah saham. Bagi sebagian investor, perkiraan nilai instrinsik merupakan refleksi dari nilai sebenarnya atas suatu asset. Setelah mendapatkan nilai instrinsik saham, nilai tersebut kemudian akan dibandingkan dengan harga yang terbentuk di bursa. Apabila yang terjadi adalah nilai instrinsik saham lebih kecil daripada harga yang terbentuk di bursa, maka kondisi tersebut dinamakan *overvalued* (mahal). Begitupun sebaliknya, jika nilai instrinsik saham tersebut ternyata lebih besar daripada harga saham di bursa, kondisi tersebut dinamakan *undervalued* (murah) yang mana sangat baik untuk melakukan investasi jangka panjang atas saham tersebut. Jika sudah diketahui apakah saham tersebut tergolong sebagai *overvalued* atau *undervalue*, maka investor dapat lebih yakin untuk menentukan keputusan investasinya, apakah sebaiknya dibeli, ditahan, atau dijual.

Untuk mencari *value* (nilai) dari saham tersebut dibutuhkan suatu metode valuasi. Valuasi dilakukan untuk menentukan berapa harga wajar atau nilai sebenarnya dari saham tersebut (*intrinsic value*), yang kemudian akan dijadikan dasar pertimbangan bagi calon pemodal dan analis untuk melakukan investasi atas saham tersebut. Sebuah valuasi dapat secara efektif menjelaskan harga saham di bursa apabila bursa tersebut termasuk dalam pasar yang efisien. Bursa yang efisien adalah apabila nilai suatu asset atau saham telah mencerminkan semua informasi yang tersedia, termasuk informasi yang bersifat privat.

Walaupun metode valuasi dapat menghitung *value stock*, namun perlu dilakukan pengujian apakah metode valuasi tersebut dapat menghasilkan nilai valuasi

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta dilindungi IBI IKKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



yang mencerminkan ekspektasi dari suatu saham. Pengujian ini dilakukan bukan berarti menilai bahwa metode valuasi tersebut tidak tepat atau salah namun lebih bertujuan untuk menguji kemampuan metode valuasi tersebut dalam memperkirakan harga wajar saham di Bursa efek Indonesia sehingga dapat meminimalisir kerugian yang mungkin diderita oleh investor.

Saat ini terdapat beberapa metode valuasi yang berguna untuk mempermudah investor dalam menganalisis saham, yaitu dengan pendekatan DCF (*Discounted Cash Flow Model*), *Relative Valuation*, dan *Contingent Claim Valuation*. Dalam penelitian ini, metode yang digunakan adalah DCF (*Discounted Cash Flow Model*). Menurut Damodaran (1994:16), *Relative Valuation* dianggap mengabaikan variabel-variabel penting seperti halnya potensi arus kas, estimasi pertumbuhan dan risiko, kemudian perusahaan yang melakukan *stock split* dianggap tidak memenuhi syarat untuk dibandingkan. Dengan demikian, *Relative Valuation* dianggap terlalu sederhana dan dapat khawatirkan mudah dimanipulasi selama proses penilaiannya. Sedangkan kelemahan dari model *Cotingent Claim Valuation* adalah ketidakmampuan untuk menilai *long term option* yang tidak diperdagangkan, variabel-variabel yang digunakan untuk mengestimasi nilainya harus diperkirakan tetapi tidak bisa dihitung secara pasti, sehingga metode ini dianggap memiliki tingkat kesalahan yang cukup tinggi.

Menurut Damodaran (2002:11), untuk melakukan analisis dengan pendekatan *Relative Valuation* secara benar, terlebih dahulu kita perlu mengerti dasar dari *Discounted Cash Flow Valuation*, begitu juga dengan *Option Pricing Model* dalam menilai suatu *assets*, sering kali kita harus memulai dengan melakukan perhitungan melalui pendekatan *Discounted Cash Flow Valuation*. Dengan demikian, perhitungan dengan pendekatan *Discounted Cash Flow valuation* dianggap sebagai hal dasar atau

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



awal yang harus dikuasai oleh para peneliti atau analis yang ingin melakukan perhitungan valuasi dengan analisis maupun pendekatan selain *Discounted Cash Flow valuation*. Kemudian, terdapat tiga metode dalam pendekatan *Discounted Cash Flow Valuation*, antara lain *Free Cash Flow to Equity*, *Free Cash Flow to Firm*, dan *Adjusted Present Value*. Dalam penelitian ini, metode yang digunakan oleh peneliti adalah *Free Cash Flow to Equity*.

Dalam melakukan metode valuasi untuk menganalisis harga saham, dibutuhkan sebuah perusahaan dengan laba bersih yang positif untuk menjadi objek perhitungan, karena laba bersih merupakan komponen utama yang akan ditambah oleh hutang jangka panjang lalu dikurangi oleh aktiva tetap dan modal kerja. Perusahaan dengan laba bersih yang negatif, kemungkinan besar akan menghasilkan *Free Cash Flow to Equity* yang negatif. Dalam melakukan investasi, *investor* tentunya menginginkan suatu pengembalian, sedangkan perusahaan dengan arus kas yang negatif dianggap tidak mampu memberikan pengembalian bagi *investor*.

Dalam penelitian ini, PT Kalbe Farma Tbk dipilih sebagai objek penelitian karena memiliki laba bersih yang positif selama periode 2010-2015, kemudian PT Kalbe Farma juga di daulat untuk mengikat kerjasama dengan Badan Pelaksana Jaminan Sosial Kesehatan untuk periode tahun 2014-2019 dalam rangka pengadaan kebutuhan obat-obatan serta cairan yang dibutuhkan oleh pihak rumah sakit.

Pada tahun 2004, pemerintah mengeluarkan Undang-Undang NO.40 tentang Sistem Jaminan Sosial Nasional (SJSN). Undang-Undang tersebut mengamankan bahwa jaminan sosial wajib bagi seluruh penduduk termasuk Jaminan Kesehatan Nasional (JKN) melalui suatu Badan Penyelenggara Jaminan Sosial (BPJS). Pemerintah telah menyediakan berbagai sarana sebagai upaya terwujudnya hal-hal tersebut, misalnya melalui program-program jaminan sosial di bidang kesehatan,

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



antara lain melalui PT Askes (Persero) dan PT Jamsostek (Persero) yang melayani pegawai negeri sipil (PNS), pensiunan, veteran dan pegawai swasta. Kemudian untuk masyarakat miskin dan tidak mampu, pemerintah memberikan jaminan melalui Jaminan Kesehatan Masyarakat (Jamkesmas) dan Jaminan Kesehatan Daerah (Jamkesda). Namun, program-program tersebut masih terfragmentasi dan terbagi-bagi, sehingga biaya kesehatan dan mutu pelayanan sulit dikendalikan.

Pemerintah kembali mengeluarkan UU No.36 tahun 2009 tentang kesehatan, yang menegaskan bahwa setiap orang mempunyai hak yang sama dalam memperoleh akses atas sumber daya dibidang kesehatan dan memperoleh pelayanan kesehatan yang aman, bermutu dan terjangkau. Sebaliknya setiap orang juga mempunyai kewajiban turut serta dalam program jaminan kesehatan sosial. Pemerintah, bertanggung jawab atas terlaksananya jaminan kesehatan masyarakat melalui Jaminan Kesehatan Nasional (JKN) bagi kesehatan perorangan. Kemudian, melalui Undang-Undang No.24 Tahun 2011, dikatakan bahwa Jaminan Sosial Nasional akan diselenggarakan oleh BPJS, yang terdiri atas BPJS Kesehatan dan BPJS Ketenagakerjaan. Khusus untuk Jaminan Kesehatan Nasional (JKN) akan diselenggarakan oleh BPJS Kesehatan, yang implementasinya dimulai pada 1 Januari 2014.

Kerjasama antara PT Kalbe Farma Tbk dengan Badan Penyelenggara Jaminan Sosial (BPJS) Kesehatan, memberikan tanggungjawab bagi perusahaan untuk memenuhi kebutuhan obat-obatan serta cairan yang dibutuhkan oleh pihak rumah sakit dengan skala nasional. Beberapa produk Kalbe Farma Tbk yang digunakan oleh program BPJS antara lain obat hipertensi, obat syaraf, antibiotik dan cairan-cairan yang dibutuhkan oleh pihak rumah sakit. Kerjasama tersebut berdampak terhadap peningkatan penjualan perusahaan dengan jumlah besar. Peningkatan penjualan

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

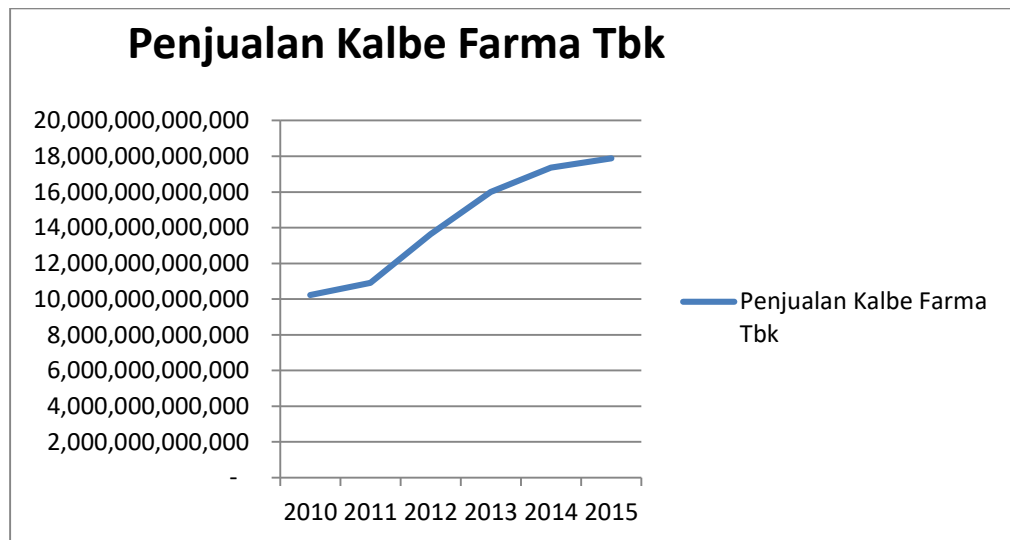
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

tersebut diharapkan juga bisa diiringi dengan peningkatan laba bersih yang nantinya bisa dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen. Melalui kerjasama tersebut, kini Kalbe Farma Tbk telah melakukan ekspansi dengan mendirikan pabrik obat kanker di daerah Pulogadung. Pabrik tersebut telah dibangun sejak tahun 2011, dengan nilai investasi sebesar Rp 250 Milyar dan mulai beroperasi di kuartal keempat tahun 2014. Pendirian pabrik tersebut bertujuan untuk mengantisipasi peningkatan permintaan secara signifikan dari pihak BPJS. Peningkatan penjualan Kalbe Farma Tbk dapat dilihat pada gambar berikut ini:

Gambar 1.1

Penjualan Kalbe Farma Tbk tahun 2010-2015



Sumber: Laporan Keuangan PT Kalbe Farma Tbk

Berkembangnya berita tentang kerjasama antara pemerintah melalui program BPJS Kesehatan dengan Kalbe Farma Tbk, diharapkan mampu menimbulkan sentimen positif terhadap peningkatan minat *investor* melakukan investasi di perusahaan tersebut. Terlebih, terbukti adanya peningkatan penjualan perusahaan yang bisa dilihat melalui data yang dilaporkan oleh perusahaan melalui laporan keuangan tahunan yang di tampilkan pada gambar 1.1. Namun peningkatan penjualan tersebut tidak semata-mata mampu menjadi dasar atas investasi yang akan dilakukan





oleh para investor, dibutuhkan juga suatu metode analisis harga wajar saham guna mencerminkan nilai intrinsik, yang nantinya dapat dijadikan dasar pertimbangan atas keputusan investasi yang akan diambil oleh *investor* tersebut.

Dengan demikian, peneliti menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity* sebagai alat untuk menganalisis harga wajar saham PT Kalbe Farma Tbk, dengan judul: “Valuasi Saham PT Kalbe Farma Tbk untuk periode 2010-2015 dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity*”.

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka peneliti mengidentifikasi masalah penelitian sebagai berikut:

1. Bagaimana kinerja perusahaan Kalbe Farma Tbk berdasarkan analisis laporan keuangan perusahaan?
2. Berapakah nilai wajar (*Fairvalued*) dari saham perusahaan Kalbe Farma Tbk dengan pendekatan *Free Cash Flow to Equity*?
3. Apakah harga saham perusahaan Kalbe Farma Tbk dinilai *Undervalued*, *Overvalued*, atau *Fairvalued*?

C. Batasan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah di atas, maka peneliti membatasi masalah penelitian pada:

1. Berapa nilai wajar saham perusahaan Kalbe Farma Tbk dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity*?
2. Apakah harga saham perusahaan Kalbe Farma Tbk dinilai *Undervalued*, *Overvalued*, atau *Fairvalued*?



D. Batasan Penelitian

Batasan penelitian dilakukan atas dasar keterbatasan kemampuan dan waktu peneliti serta agar penelitian dapat dilaksanakan dengan lebih terarah, maka batasan penelitian ditentukan sebagai berikut:

1. Penelitian hanya dilakukan kepada perusahaan Kalbe Farma Tbk
2. Metode yang digunakan di dalam penelitian ini adalah *Free Cash Flow to Equity*
3. Data yang digunakan untuk dianalisis hanya dalam laporan keuangan perusahaan yang telah di audit dalam periode waktu tahun 2010-2015

E. Rumusan Masalah

Berdasarkan fenomena yang disajikan pada latar belakang, rumusan masalah penelitian ini adalah “Apakah harga wajar saham PT Kalbe Farma Tbk dinilai *Undervalued* atau *Overvalued* oleh harga pasar melalui metode *Free Cash Flow to Equity*?”

F. Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah:

1. Mengetahui kinerja perusahaan Kalbe Farma Tbk berdasarkan analisis laporan keuangan perusahaan
2. Mengetahui nilai wajar dari saham PT Kalbe Farma Tbk berdasarkan metode *Free Cash Flow to Equity*
3. Mengetahui apakah harga saham Pt Kalbe Farma Tbk dinilai *Overvalued* atau *Undervalued*



G. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan manfaat kepada pihak-pihak yang antara lain:

1. Bagi Investor

Penelitian ini diharapkan mampu menjadi pertimbangan dalam proses pengambilan keputusan dalam rangka melakukan investasi pada saham perusahaan di pasar modal.

2. Bagi Perusahaan

Penelitian ini diharapkan mampu menjadi dasar pertimbangan perusahaan untuk mengevaluasi kinerja perusahaan dan mengetahui perihal harga wajar perusahaan.

3. Bagi Pembaca dan Peneliti Selanjutnya

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan informasi tambahan, guna mengetahui perihal langkah-langkah atau metode analisis yang bisa digunakan dalam rangka melakukan investasi di pasar modal dan mampu menjadi referensi untuk acuan pengembangan penelitian selanjutnya.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkannya dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.