

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Review Hasil-hasil Penelitian Terdahulu

Analisis terhadap hasil-hasil penelitian terdahulu disajikan untuk memberikan gambaran mengenai perkembangan teori maupun empiris terkait metode penilaian nilai wajar (valuasi) saham dengan pendekatan *Dividend Discounted Model* (DDM). Meskipun penulis tidak dapat menemukan judul penelitian terdahulu yang sama persis dengan judul penelitian yang akan diteliti, namun penelitian terdahulu ini memiliki kesamaan berupa metode penelitian yang dipilih.

Melalui penelitian Rifki Khoirudin dan Desta Rizky K. (2016) terkait kewajaran harga pasar saham perusahaan pasca *right issue*, dapat di temukan informasi bahwa penelitian tersebut bertujuan untuk mengetahui nilai wajar saham perusahaan menggunakan dua pendekatan yaitu *Discounted Cash Flow* (DCF) dengan *Free Cash Flow to Equity Model* (FCFE), dan *Relative Valuation* dengan *Price Earning Ratio* (PER), *Price to Book Value* (PBV), dan *Price to Sales Ratio* (P/S). Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa nilai wajar lembar saham PT BW Plantation, Tbk sebesar Rp 363 atau pada kisaran antara Rp 336 sampai dengan Rp 390 dapat digunakan sebagai nilai pembandingan harga pada saat *right issue*. Di samping itu manajemen perseroan harus memperhatikan waktu yang tepat dalam melaksanakan *right issue*, agar memperoleh dana sesuai dengan yang diharapkan. Bagi investor nilai wajar per lembar saham PT BW Plantation, Tbk dapat dijadikan acuan dalam mengambil keputusan menjual saham, karena harga saham yang *overvalued* cenderung untuk turun pada masa mendatang, maka akan lebih menguntungkan untuk menjual saham tersebut.

Melalui penelitian Resti Siti Hasanah (2017) mengenai harga saham dengan metode *dividend discount model* dan *price to book value*, dapat di temukan informasi bahwa penelitian tersebut bertujuan untuk menganalisis nilai intrinsik perusahaan menggunakan metode *dividend discount model* (DDM) dan *price to book value* (PBV) perusahaan yang terdaftar di LQ 45 tahun 2010-2014. Hasil dari

penelitian tersebut menunjukkan bahwa perbandingan akurasi dari model penilaian harga saham *dividend discount model* dan *price to book value* menggunakan *root mean squared error* menunjukkan bahwa metode penilaian saham paling akurat yaitu DDM. Nilai RMSE metode PBV rata-rata lebih tinggi 2 kali hingga 6 kali lipat dari nilai RMSE metode DDM. Artinya metode DDM menghasilkan nilai prediksi yang lebih akurat dan mendekati harga pasarnya. Metode DDM lebih akurat dikarenakan konsep DDM didasarkan pada dividen yang merupakan imbal hasil dari investasi saham jangka panjang yang pasti diterima oleh investor di masa datang.

Penelitian yang dilakukan oleh Hutomo, Topowijono, dan Nila Firdausi N. (2016) terkait analisis *dividend discounted model* (DDM) untuk valuasi nilai wajar saham sebagai dasar keputusan investasi. Metode yang digunakan dalam penilaian tersebut adalah *dividend discounted model* (DDM) atau model diskonto dividen yang termasuk dalam analisis fundamental atau analisis perusahaan yang mengaitkan antara *cash flow* yang diharapkan dari dividen yang dibayar perusahaan kepada investor. Tujuan dari penelitian tersebut adalah menilai kewajaran harga saham pada perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ 45 periode 2012 - 2014. Hasil penelitian tersebut menunjukkan dari 18 sampel perusahaan memiliki hasil yang berbeda. Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, diperoleh 7 perusahaan yang sahamnya berada dalam posisi *undervalued* yang berarti kondisi saham tersebut tergolong rendah, sehingga keputusan investasi saham yang disarankan adalah membeli saham tersebut untuk calon investor adalah menahan saham untuk investor yang telah memiliki saham. Selanjutnya diketahui bahwa ada sebanyak 11 perusahaan yang sahamnya berada dalam posisi *overvalued* yang berarti kondisi saham tersebut tergolong tinggi, sehingga keputusan investasi yang disarankan tidak membeli saham tersebut untuk calon investor dan segera menjual saham untuk investor yang telah memiliki saham.

Terkait penelitian yang dilakukan oleh Egam, Ventje I., dan Sonny P. (2017) mengenai pengaruh *return on asset* (ROA), *return on equity* (ROE), *net profit margin* (NPM), dan *earning per share* (EPS) terhadap harga saham perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2013-2015 bertujuan untuk mengetahui apakah ada pengaruh antara ROA, ROE, NPM,

dan EPS terhadap harga saham perusahaan yang termasuk indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa ROA dan ROE tidak memiliki pengaruh terhadap harga saham maupun fluktuasi harga saham, NPM memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham dimana implikasinya ketika NPM naik, maka harga saham akan mengalami penurunan, sedangkan EPS memiliki pengaruh positif terhadap harga saham dimana implikasinya ketika EPS naik, maka harga saham akan mengalami kenaikan.

Melalui penelitian Septyan Bagus Setiawan dan Devi Farah Azizah (2019) terkait analisis fundamental dengan pendekatan *price earning ratio* (PER) untuk menilai kewajaran harga saham sebagai dasar pengambilan keputusan investasi, bertujuan untuk mengetahui kewajaran harga saham dalam menentukan keputusan investasi dengan menggunakan analisis fundamental melalui pendekatan Price Earning Ratio (PER) pada perusahaan pertambangan tahun 2015 - 2018. Berdasarkan penilaian kewajaran saham perusahaan dengan menggunakan analisis fundamental melalui pendekatan *price earning ratio* (PER) pada perusahaan sektor pertambangan tahun 2015 - 2018 dapat diketahui bahwa saham PT Adaro Energy Tbk, PT Indo Tambangraya Megah Tbk, dan PT Mitrabara Adiperdana Tbk berada pada posisi *overvalued* yaitu nilai intrinsik saham lebih kecil dari pada harga pasar saham tersebut. Dengan demikian keputusan investasi yang dapat diambil untuk saham perusahaan PT Adaro Energy Tbk, PT Indo Tambangraya Megah Tbk, dan PT Mitrabara Adiperdana Tbk adalah dengan menjual saham tersebut jika sudah memiliki, apabila tidak memiliki saham tersebut keputusannya adalah tidak membeli saham terlebih dahulu.

Terkait penelitian Roy B. Gacus dan Jennifer E. Hinlo (2018) mengenai *the reliability of constant growth dividend discount model (DDM) in valuation of philippine common stocks*, bertujuan untuk memprediksi saham biasa perusahaan Filipina dengan menggunakan metode *dividend discount model* (DDM). Penelitian tersebut menggunakan data sekunder terkait dividen per saham, laba per saham, laba atas ekuitas, dan harga saham biasa aktual dari perusahaan perusahaan yang terdaftar di PSE. Penelitian tersebut dilakukan terhadap 19 perusahaan yang memiliki pertumbuhan dividen tiap tahunnya. Hasil penelitian tersebut yaitu dividen per saham yang diharapkan dari 19 perusahaan yang dipilih mengalami peningkatan

dari tahun 2013 hingga tahun 2017. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan dividen tertinggi adalah SEVN dengan 21,74%, diikuti oleh URC, FEU, STI, JGS, JFC, dan SECB yang lebih besar dari 10%. Selain itu SEVN mengalami tingkat pengembalian tertinggi yaitu 22,15%, dan diikuti oleh URC, FEU, STI, ATI, JGS, GLO, VLL, JFC, MWC, SECB, FLI, HLCCM yang lebih besar dari 10%. Menggunakan *symmetric median absolute percentage error* (sMdAPE), DDM pertumbuhan konstan untuk prediksi nilai saham BLFI, RFM, SECB, STI, dan VLL kurang akurat dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki sMdAPE kurang dari 30 %. Nilai prediksi saham SECB, FLI, GLO, dan RFM berbeda signifikan dengan nilai aktual, dimana DDM pertumbuhan konstan bukan model yang dapat diandalkan karena hasilnya bertentangan dengan teori DDM. Namun pada 15 perusahaan lainnya tidak memiliki perbedaan median statistik antara nilai prediksi dan nilai aktual dan hasilnya sesuai dengan teori DDM. Oleh karena itu DDM pertumbuhan konstan adalah model yang dapat diandalkan untuk prediksi harga saham biasa di 15 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Filipina.

Melalui penelitian Thadeus Sim dan Ronald H. Wright (2017) terkait *stock valuation using the dividend discount model: an internal rate of return approach*, yang bertujuan untuk menghitung tingkat pengembalian internal untuk aliran dividen tunai masa depan dengan asumsi harga saham saat ini, selain itu memberikan gambaran terhadap investor untuk tidak hanya membandingkan tingkat pengembalian internal yang diharapkan tetapi juga untuk mengevaluasi risiko yang terkait. Penelitian tersebut menggunakan model diskon dividen dengan pendekatan bootstrap untuk menentukan tingkat pengembalian internal untuk dividen tunai masa depan dan harga saham yang diberikan. Hasil penelitian yang dilakukan terhadap 20 perusahaan yaitu 3M, American Express, Boeing, Caterpillar, Chevron, Coca-Cola, DuPont, Exxon Mobil, IBM, Intel, Johnson & Johnson, McDonald's, Merck, Nike, Procter & Gamble, The Home Depot, United Technologies, Verizon, Wal-Mart, dan Walt Disney tahun 1998-2014 menunjukkan bahwa perusahaan tersebut secara rutin membagikan dividen. Dengan informasi ini, seorang investor dapat membuat keputusan investasi yang lebih terinformasi ketika membandingkan antara banyak saham penghasil dividen. Penggunaan efektif dari model diskon dividen untuk menghitung tingkat pengembalian internal

membutuhkan generasi dividen acak di masa depan. Oleh karena itu dengan pendekatan bootstrap, pengambilan sampel dari data historis terkini (berdasarkan asumsi bahwa perilaku masa depan saham akan konsisten dengan masa lalu) terhadap perusahaan yang memiliki catatan pembayaran dividen yang konsisten.

Terkait penelitian Zoran Ivanovski, Zoran Narasanov, dan Nadica Ivanovska (2015) tentang *accuracy of dividend discount model valuation at macedonian stock-exchange*, yang bertujuan untuk menguji akurasi penilaian *dividend discount model* (DDM) di Macedonian Stock Exchange (MSE) sebagai pasar berkembang dengan menganalisis saham “*Blue-Chip*” pada sektor perbankan. Metode analisis data yang digunakan adalah statistik deskriptif dan analisis regresi untuk menentukan tingkat korelasi antara nilai intrinsik saham dan harga pasar saham, selain itu untuk menentukan signifikansi statistik kebijakan dividen perusahaan dan tingkat dividen untuk perkiraan harga pasar saham dimasa depan. Analisis dilakukan terhadap dua perusahaan yaitu perusahaan Alkaloid (ALK) dan perusahaan Komercijalna Banka (KMB) tahun 2006 hingga tahun 2011. Hasil dari penelitian tersebut yang membandingkan nilai intrinsik saham dengan harga pasar saham rata-rata pada periode 2006-2011 untuk menentukan nilai-nilai yang dihitung yang semakin mendekati harga rata-rata saham. Penilaian kedua saham dengan model tingkat pertumbuhan dua fase DDM mengkonfirmasi bahwa harga pasar beresilasi atas nilai intrinsik saham. Ini membuktikan keakuratan dan keandalan model dua fase DDM di MSE. Namun, perbedaan yang sangat besar antara harga rata-rata saham dan nilai intrinsiknya yang dihitung oleh dua model penilaian DDM dalam seri waktu enam tahun menunjukkan bahwa model DDM umumnya terlalu mahal pada saham di MSE. Dengan menggunakan analisis regresi, telah menguji temuan dengan tingkat kepercayaan 95%, nilai untuk Multiple R (koefisien korelasi) dan R Square (koefisien determinasi) untuk kedua saham sekitar 0 yang menunjukkan bahwa tidak ada hubungan statistik yang signifikan antara nilai intrinsik saham dan dividen sebagai variabel independen dan rata-rata stok harga pasar sebagai variabel dependen. Jadi kesimpulannya tidak ada signifikansi statistik antara dua variabel, selain itu nilai intrinsik saham yang dihitung dengan model DDM serta dividen yang dibayarkan tidak berguna untuk perkiraan harga pasar saham di MSE.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Investasi

2.2.1.1 Pengertian Investasi

Investasi adalah suatu komitmen atas sejumlah dana atau sumber dana yang dilakukan pada saat ini dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa yang akan datang (Tandelilin, 2017: 2).

Investasi adalah aset apa pun yang dengan dana dapat diharapkan bahwa itu akan menghasilkan pendapatan positif dan atau melestarikan atau meningkatkan nilai nya (Gitman, 2017: 32).

Menurut Jogiyanto (2016: 5), investasi didefinisikan sebagai penundaan konsumsi sekarang untuk dimasukkan ke aktiva produktif selama periode waktu tertentu.

2.2.1.2 Jenis Investasi

Menurut Jogiyanto (2016: 7), investasi dapat dikelompokkan menjadi dua golongan, yaitu:

1. Investasi Langsung (*Direct Investment*)

Investasi langsung merupakan investasi yang dilakukan dengan membeli langsung aktiva keuangan dari suatu perusahaan baik melalui perantara atau dengan cara yang lain. Investasi langsung dibagi menjadi dua, yaitu:

- a. Investasi langsung yang tidak dapat diperjual-belikan seperti tabungan dan deposito.
- b. Investasi langsung yang dapat diperjual-belikan yaitu:
 - Investasi langsung di pasar uang seperti halnya *t-bill* dan deposito yang dapat dinegosiasi.
 - Investasi langsung di pasar modal antara lain surat-surat berharga pendapatan tetap (*fixed-income securities*) seperti *t-bond*, *federal agency securities*, *minicipal bond*, *corporate bond*, dan *convertible bond*. Selain itu saham-saham (*equity securities*) seperti saham preferen dan saham biasa.
 - Investasi langsung di pasar turunan seperti opsi dan *futures contract*.

2. Investasi Tidak Langsung (*Indirect Investment*)

Investasi tidak langsung merupakan pembelian saham dari perusahaan investasi yang mempunyai portofolio aktiva-aktiva keuangan dari perusahaan-perusahaan lain.

2.2.1.3 Manfaat Investasi

Dasar pengambilan keputusan investasi tentu karena adanya *return* yang diharapkan. Alasan utama orang berinvestasi adalah untuk memperoleh keuntungan. Secara lebih khusus lagi, ada beberapa alasan seseorang melakukan investasi (Tandelilin, 2017: 8), di antaranya :

1. Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa datang. Seseorang yang bijaksana akan berpikir bagaimana meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya berusaha bagaimana mempertahankan tingkat pendapatannya yang ada sekarang agar tidak berkurang di masa yang akan datang.
2. Mengurangi tekanan inflasi. Dengan melakukan melakukan investasi dalam pemilihan perusahaan atau objek lain, seseorang dapat menghindarkan diri dari risiko penurunan nilai kekayaan atau hak miliknya akibat adanya pengaruh inflasi.

2.2.2 Saham

2.2.2.1 Pengertian Saham

Menurut Bursa Efek Indonesia (BEI), saham (*stock*) merupakan salah satu instrumen pasar keuangan yang paling populer. Menerbitkan saham merupakan salah satu pilihan perusahaan ketika memutuskan untuk pendanaan perusahaan. Pada sisi yang lain, saham merupakan instrumen investasi yang banyak dipilih para investor karena saham mampu memberikan tingkat keuntungan yang menarik. Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Dengan menyertakan modal tersebut, maka pihak tersebut memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim atas asset perusahaan, dan berhak hadir dalam Rapat Umum

Pemegang Saham (RUPS).

Menurut Tandelilin (2017: 31), saham adalah suatu sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan, apabila seorang investor memiliki 1 juta lembar saham suatu perusahaan dari total saham yang berjumlah 100 juta lembar maka investor tersebut memiliki 1% perusahaan tersebut.

2.2.2.2 Harga Saham

Harga saham adalah harga suatu saham yang terjadi di pasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar serta permintaan dan penawaran saham yang bersangkutan di pasar bursa (Jogiyanto, 2017: 208). Sedangkan menurut Tandelilin (2010: 341), harga saham merupakan cerminan dari ekspektasi investor terhadap faktor-faktor *earning*, aliran kas, dan tingkat return yang disyaratkan investor, yang mana ketiga faktor tersebut juga sangat dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro suatu negara serta kondisi ekonomi global.

Harga saham akan mengalami fluktuatif atau naik turun dari satu waktu ke waktu yang lain, hal ini dipengaruhi oleh permintaan dan penawaran saham. Apabila suatu saham mengalami kelebihan permintaan, maka harga saham akan cenderung naik. Sebaliknya apabila saham mengalami kelebihan penawaran, maka harga saham akan cenderung turun.

2.2.3 Analisis Kinerja Perusahaan

Analisis perusahaan merupakan analisis untuk menghitung nilai intrinsik saham dengan menggunakan data keuangan perusahaan (Jogiyanto, 2017: 209). Data keuangan perusahaan seperti laba, dividen yang dibayar, penjualan, dan lain sebagainya.

Dalam penelitian tersebut perusahaan yang di analisis adalah perusahaan sektor keuangan subsektor perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

2.2.3.1 Rasio Keuangan Perusahaan Perbankan

Analisis laporan keuangan perusahaan merupakan hal yang sangat penting untuk mengetahui kesehatan *finansial* perusahaan yang bersangkutan. Untuk

mengetahui kesehatan keuangan suatu perusahaan, maka perlu mempelajari laporan keuangan melalui rasio-rasio keuangan perusahaan.

Berikut ini adalah rasio-rasio keuangan perusahaan yang biasa digunakan dalam menganalisis perusahaan perbankan:

1. *Capital Adequacy Ratio* (CAR)

Capital Adequacy Ratio (CAR) merupakan perbandingan jumlah modal dengan jumlah Aktiva Tertimbang Menurut Rasio (ATMR). ATMR merupakan aktiva dalam neraca perbankan yang diperhitungkan dengan bobot prosentase tertentu sebagai faktor risiko. Bank dapat dikatakan sehat apabila hasil rasio *Capital Adequacy Ratio* (CAR) minimal 8%. Berikut tata cara tingkat kesehatan bank berdasarkan SK DIR BI Nomor: 30/21/KEP/DER tanggal 30 April 1997:

Tabel 2.1 Kriteria Tata Cara Tingkat Kesehatan Bank

Kriteria	Hasil Rasio
Sehat	$\geq 8\%$
Cukup Sehat	7,999% - 8%
Kurang Sehat	6,5% - 7,999%
Tidak Sehat	$\leq 6,5\%$

Sumber: (Wiratna, 2017: 97)

Rumus yang digunakan dalam menghitung *Capital Adequacy Ratio* (CAR) adalah:

$$CAR = \frac{\text{Jumlah Modal}}{ATMR} \times 100\% \dots \dots \dots (2.1)$$

Keterangan:

Jumlah Modal = Modal Inti + Modal Pelengkap

Total ATMR = ATMR Aktiva Neraca + ATMR Aktiva Administratif

Sumber: (Wiratna, 2017: 97)

2. *Return on Total Assets* (ROA)

Return on Total Assets (ROA) merupakan rasio perbandingan antara laba sebelum pajak dengan total aset. Rasio ini menggambarkan perputaran aktiva yang diukur dari volume penjualan. Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan bank dalam memperoleh keuntungan secara keseluruhan.

Rumus yang digunakan dalam menghitung *Return on Total Assets (ROA)* adalah:

$$ROA = \frac{\text{Laba Sebelum Pajak}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\% \dots \dots \dots (2.2)$$

Sumber: (Wiratna, 2017: 97)

3. *Return on Equity (ROE)*

Return on Equity (ROE) merupakan suatu ukuran mengenai bagaimana pemegang saham dibayar pada tahun yang bersangkutan. Rasio ini sebagai perbandingan antara laba bersih setelah pajak dengan modal sendiri (*equity*).

Rumus yang digunakan dalam menghitung *Return on Equity (ROE)* adalah:

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\% \dots \dots \dots (2.3)$$

Sumber: (Stephen, 2015: 73)

4. *Net Interest Margin (NIM)*

Net Interest Margin (NIM) merupakan rasio yang diperoleh dengan membagi antara pendapatan bunga bersih dengan rata-rata aktiva produktif. Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan manajemen bank dalam mengelola aktiva produktifnya untuk menghasilkan pendapatan bunga bersih. Semakin besar rasio ini menunjukkan semakin meningkatnya pendapatan bunga atas aktiva produktif yang dikelola bank.

Rumus yang digunakan dalam menghitung *Net Interest Margin (NIM)* adalah:

$$NIM = \frac{\text{Pendapatan Bunga Bersih}}{\text{Rata-rata Aktiva Produktif}} \times 100\% \dots \dots \dots (2.4)$$

Sumber: (sirusa.bps.go.id)

5. Rasio Beban Operasional terhadap Pendapatan Operasional (BOPO)

Rasio Beban Operasional terhadap Pendapatan Operasional (BOPO) merupakan perbandingan antara biaya operasional dengan pendapatan operasional dalam mengukur tingkat efisiensi dan kemampuan bank dalam melakukan kegiatan operasionalnya.

Rumus yang digunakan dalam menghitung Rasio Beban Operasional terhadap Pendapatan Operasional (BOPO) adalah:

$$\text{BOPO} = \frac{\text{Biaya Operasional}}{\text{Pendapatan Operasional}} \times 100\% \dots\dots\dots (2.5)$$

Sumber: (Wiratna, 2017: 101)

6. *Loan to Deposit Ratio* (LDR)

Loan to Deposit Ratio (LDR) merupakan rasio yang mengukur perbandingan jumlah kredit yang diberikan bank dengan dana yang diterima oleh bank, yang menggambarkan kemampuan bank dalam membayar kembali penarikan dana oleh deposan dengan mengandalkan kredit yang diberikan sebagai sumber likuiditasnya. Oleh karena itu semakin tinggi rasionya memberikan indikasi rendahnya kemampuan likuiditasnya bank tersebut, akibatnya jumlah dana yang diperlukan untuk membiayai kredit menjadi semakin besar.

Rumus yang digunakan dalam menghitung *Loan to Deposit Ratio* (LDR) adalah:

$$\text{LDR} = \frac{\text{Kredit yang Diberikan}}{\text{Dana Pihak Ketiga}} \times 100\% \dots\dots\dots (2.6)$$

Sumber: (Wiratna, 2017: 102)

2.2.4 Valuasi Saham (Penilaian Nilai Wajar Saham)

Model valuasi merupakan salah satu cara yang dapat dilakukan untuk meminimalisasi risiko yang diterima oleh investor ketika akan melakukan keputusan pembelian atau penjualan saham. Penilaian harga saham ini diperlukan untuk mengetahui apakah nilainya sedang wajar (*fairvalued*), sedang murah (*undervalued*), atau sedang mahal (*overvalued*). Naik-turunnya pergerakan harga saham membuat investor harus melakukan analisis dalam setiap keputusan yang akan dilakukan baik itu jual atau beli sesuai dengan hasil dari analisis tersebut (Hidayat, 2017: 21).

Dalam melakukan valuasi saham perbankan sedikit berbeda dengan valuasi saham perusahaan lain atau perusahaan non-keuangan. Perbedaan tersebut terdapat pada sifat, sistematis maupun operasional bank yang membuat organisasi perbankan tersebut menjadi unik. Hal ini tercermin pada laporan keuangan bank yang secara substansial berbeda dari perusahaan non-keuangan. Selain itu bank diatur secara ketat oleh otoritas nasional dan internasional. Bank memiliki sedikit

kebebasan pada modal (minimum) yang harus dipegang untuk mengimbangi jumlah aset yang diperkirakan akan berisiko. Elemen ini mempengaruhi kebijakan dividen dan secara implisit menentukan jumlah arus kas yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham pada waktu tertentu (Massari, 2014: 5).

Model Diskonto Dividen (*Dividend Discount Model*) merupakan salah satu metode analisis fundamental yang digunakan untuk menganalisis nilai intrinsik saham dengan cara mendiskontokan semua aliran dividen yang akan diterima di masa mendatang (Tandelilin, 2010: 306).

Dengan adanya valuasi saham (penilaian nilai wajar) yang dilakukan, diharapkan dapat membantu para investor untuk mengetahui kondisi nilai wajar sebagai berikut:

1. Jika harga pasar saat ini $<$ perkiraan nilai wajar "*undervalued*".
2. Jika harga pasar saat ini $>$ perkiraan nilai wajar "*overvalued*".
3. Jika harga pasar saat ini = perkiraan nilai wajar "*fairvalued*".

Sehingga calon investor atau investor dapat mengetahui kondisi saham. Jika hasil analisis menunjukkan *undervalued* maka kondisi saham dinilai tergolong murah. Sebaliknya, jika hasilnya *overvalued* maka kondisi saham dinilai tergolong mahal. Namun jika hasilnya *fairvalued* maka kondisi saham dinilai wajar.

2.2.4.1 *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Capital Asset Pricing Model (CAPM) atau Model Penetapan Harga Aset Modal merupakan suatu model yang menghubungkan tingkat *return* yang diharapkan dari suatu aset berisiko dengan risiko dari asset tersebut pada kondisi pasar yang seimbang. CAPM perlu dipelajari karena CAPM merupakan model yang dapat menggambarkan atau memprediksi realitas di pasar yang bersifat kompleks. Oleh karena itu CAPM sebagai sebuah model keseimbangan yang dapat membantu investor menyederhanakan gambaran realitas hubungan *return* dan risiko dalam dunia nyata yang terkadang sangat kompleks (Tandelilin, 2017: 191).

Dalam model keseimbangan *Capital Asset Pricing Model*, nilai beta (β) sangat memengaruhi tingkat *return* yang diharapkan pada suatu sekuritas. Beta (β) merupakan suatu pengukur volatilitas (*volatility*) *return* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar (Jogiyanto, 2017: 463). Volatilitas merupakan

fluktuasi dari *return-return* sekuritas atau portofolio dalam suatu periode tertentu (Jogiyanto, 2017: 464).

Beta merujuk pada sensitivitas pergerakan hasil atau *return* suatu saham terhadap pergerakan hasil pasar secara keseluruhan. Beta dari suatu saham tertentu akan bergantung pada pergerakan harga saham terhadap pergerakan harga pasar, yang dalam hal ini untuk pasar saham diwakili oleh IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan). Jika pergerakan harga dari suatu saham secara historikal lebih *volatile* dibanding pergerakan harga pasar, maka beta saham lebih besar dari 1.0. Sebaliknya, jika pergerakan harga dari suatu saham lebih rendah atau kurang dari pergerakan harga pasar, maka Beta saham itu kurang dari satu (www.indopremier.com). Untuk menghitung nilai beta (β) dapat menggunakan beberapa cara, paling sederhana menggunakan regression beta. Dalam menghitung beta (β) dapat menggunakan Ms. Excel dengan rumus fungsi =SLOPE (data_y,data x), selain itu beta (β) dapat dihitung berdasarkan persamaan sebagai berikut:

$$\beta = \frac{\partial_i M}{\partial^2 M} P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{(R_A - \overline{R_A}) \cdot (R_M - \overline{R_M})}{(R_M - \overline{R_M})} \dots\dots\dots(2.7)$$

Sumber: (Jogiyanto, 2017: 471)

Semakin tinggi nilai beta dan *return* pasar maka akan semakin tinggi tingkat *return* yang disyaratkan oleh investor. *Return* yang disyaratkan merupakan jumlah minimum *return* yang dikehendaki investor untuk berinvestasi pada suatu sekuritas tertentu. Menurut Tandelilin (2017: 201), hubungan tersebut dapat digambarkan menggunakan rumus atau persamaan CAPM sebagai berikut:

$$K_e = R_f + [\beta (E (R_m) - R_f)] \dots\dots\dots(2.8)$$

Keterangan:

K_e : Tingkat imbal hasil yang diharapkan

R_f : Tingkat imbal hasil bebas risiko

$E (R_m)$: Tingkat imbal hasil yang diharapkan dari portofolio pasar

β : Beta

Sumber: (Tandelilin, 2017: 201)

2.2.4.2 *Dividend Discount Model (DDM)*

Analisis *Dividend Discounted Model* (DDM) untuk penilaian nilai wajar saham atau valuasi saham dapat diterapkan untuk semua jenis perusahaan, namun tidak tepat digunakan oleh perusahaan yang tidak membayar dividen atau jarang membayar dividen. Analisis *Dividend Discounted Model* (DDM) tidak tepat digunakan pada perusahaan yang jarang atau tidak membayar dividen, karena pada dasarnya prinsip *Dividend Discounted Model* (DDM) merupakan analisis sederhana, dimana nilai saham tergantung pada dividen yang diharapkan pemegang saham yang akan diterima di masa depan (Massari, 2014: 111).

Secara umum ada beberapa teknik valuasi saham untuk perusahaan bank dan perusahaan keuangan lainnya, berikut merupakan pilihan dalam valuasi bank:

1. *Discounted Return Models*

Pada model analisis ini memiliki tiga pendekatan yaitu *Dividend Discount Model* (DDM), *Discounted Cash Flow to Equity Model*, dan *Excess Return Model*.

2. *Relative Valuation*

Pada model analisis ini memiliki empat pendekatan yaitu *Multiple from Fundamentals*, *Market Multiples*, *Deal Multiples*, dan *Value Maps*.

3. *Asset/Claim Valuation*

Pada model analisis ini memiliki satu pendekatan yaitu *Net Asset Value*.

Sumber : (Massari, 2014: 107)

Dalam kasus lembaga keuangan berada dalam kondisi negara dengan pertumbuhan stabil, yang artinya bank tumbuh pada tingkat (g) yang positif tetapi kurang dari atau setara dengan pertumbuhan ekonomi. Maka pendekatan *Dividend Discounted Model* (DDM) adalah pendekatan yang paling tepat untuk melakukan valuasi bank (Massari, 2014: 111).

Menurut Massari (2014: 112), dalam pengujian dengan metode *Dividend Discounted Model* (DDM) ada tiga (3) desain utama pendekatan untuk melakukan valuasi bank. Berikut tiga desain utama pendekatan *Dividend Discounted Model* (DDM):

Tabel 2.2 Tiga model pendekatan DDM dalam melakukan valuasi perusahaan perbankan:

DDM design	Formula	Forecasting effort
One-stage (Gordon Growth Model)	$P_0 = \frac{DPS_1}{K_e - g_e} = \frac{DPS_0 \times (1 + g_s)}{K_e - g_s}$ $= \frac{EPS_0 \times \text{Payout Ratio} \times (1 + g_s)}{K_e - g_s}$	+ Hanya memperkirakan g_s .
Two-stages	$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DPS_0 \times (1 + g_x)^t}{(1 + K_e)^t} +$ $\frac{DPS_0 \times (1 + g_x)^n \times (1 + g_s)}{\frac{K_e - g_s}{(1 + K_e)^n}}$	++ Selain g_s dan jumlah tahun (n) pertumbuhan supernormal, pada tingkat pertumbuhan supernormal g_x sendiri juga harus diperkirakan.
Year-by-year	$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DPS_t}{(1 + K_e)^t} +$ $\frac{DPS_n \times (1 + g_s)}{\frac{K_e - g_s}{(1 + K_e)^n}}$	+++ Selain g_s dan (n), DPS tahun demi tahun selama periode perkiraan eksplisit juga harus diperkirakan.

Sumber: (Massari, 2014: 112)

Metode pengujian analisis ini terbagi menjadi empat model pengujian dengan masing-masing mempunyai asumsi yang berbeda, diantaranya DDM Pertumbuhan Nol, DDM Pertumbuhan yang Konstan, DDM Pertumbuhan yang Tidak Konstan, dan DDM Pertumbuhan Dua Tahap. Berikut teknik valuasi saham dari keempat model *Dividend Discounted Model* (DDM) tersebut:

1. *Dividen Discounted Model* (DDM) Pertumbuhan Nol

Dividen yang dibayarkan memiliki tingkat pertumbuhan nol sehingga nilainya

akan konstan selamanya (Stephen, 2015: 300). Karena nilai dividen akan selalu sama, saham dapat dianggap sebagai perpetuitas biasa dengan arus kas sama dengan D setiap periode. Maka nilai intrinsik harga saham adalah:

$$P_0 = \frac{D}{(1+R)^1} + \frac{D}{(1+R)^2} + \frac{D}{(1+R)^3} + \frac{D}{(1+R)^4} + \frac{D}{(1+R)^5} + \dots \dots \dots (2.9)$$

Dan dapat disederhanakan menjadi:

$$P_0 = \frac{D}{R} \dots \dots \dots (2.10)$$

Keterangan:

P_0 = Nilai Intrinsik saham

D = Dividen yang baru dibayar oleh perusahaan dalam jumlah konstan

R = Tingkat return yang disyaratkan investor

Sumber: (Stepheni, 2015: 300)

2. *Dividen Discounted Model (DDM) Pertumbuhan yang Konstan*

Model ini biasa disebut juga model pertumbuhan dividen (*dividend growth model*), adalah model yang menentukan harga saham saat ini dengan cara membagi dividen periode berikutnya dengan tingkat bunga diskonto dikurangi tingkat pertumbuhan dividen (Stephen, 2015: 300). Pada model ini menunjukkan bahwa dividen untuk beberapa perusahaan akan selalu tumbuh pada tingkat stabil atau konstan. Maka nilai intrinsik harga saham adalah:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+R)^1} + \frac{D_2}{(1+R)^2} + \frac{D_3}{(1+R)^3} + \dots \dots \dots (2.11)$$

$$P_0 = \frac{D_0 (1+g)^1}{(1+R)^1} + \frac{D_0 (1+g)^2}{(1+R)^2} + \frac{D_0 (1+g)^3}{(1+R)^3} + \dots \dots \dots (2.12)$$

Dan dapat disederhanakan menjadi:

$$P_0 = \frac{D_0 x (1+g)}{R-g} = \frac{D_1}{R-g} \dots \dots \dots (2.13)$$

Keterangan:

P_0 = Nilai Intrinsik saham

D_0 = Dividen yang baru dibayar oleh perusahaan

R = Tingkat imbal hasil yang dipersyaratkan

g = Tingkat pertumbuhan yang konstan

Sumber: (Stepheni, 2015: 302)

3. *Dividen Discounted Model* Pertumbuhan Tidak Konstan

Model ini menggunakan asumsi bahwa perusahaan mengalami tingkat pertumbuhan yang luar biasa (*super normal*) dalam jangka waktu tertentu yang terbatas (Stephen, 2015: 304). Permasalahan dengan pertumbuhan yang tidak konstan menjadi sedikit lebih rumit jika dividen tidak sebesar nol pada beberapa tahun tertentu. Maka nilai intrinsik harga saham adalah:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+R)^1} + \frac{D_2}{(1+R)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+R)^t} + \frac{P_t}{(1+R)^t} \dots\dots\dots(2.14)$$

Dimana:

$$P_t = \frac{D_t \times (1+g)}{R-g} \dots\dots\dots(2.15)$$

Keterangan :

P_0 = Nilai Intrinsik saham

P_t = Nilai Intrinsik saham pada waktu t

D_t = Dividen yang diharapkan setelah t periode

R = Tingkat imbal hasil yang dipersyaratkan

g = Tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan

Sumber: (Stepheni, 2015: 310)

4. *Dividen Discounted Model* Pertumbuhan Dua Tahap

Dalam model ini pemikirannya adalah dividen akan bertumbuh pada tingkat g_1 selama t tahun, kemudian tumbuh pada tingkat g_1 selamanya (Stephen, 2015: 306). Pada bagian pertama adalah nilai sekarang dari anuitas yang bertumbuh pada tahapan pertama tersebut, g_1 bisa saja lebih tinggi dari R . Namun faktanya tingkat pertumbuhan yang melebihi tingkat bunga diskonto tidak akan menyebabkan harga saham menjadi tak terhingga besarnya karena tingkat pertumbuhan dividen tersebut tidak terbatas. Dalam kasus ini maka nilai intrinsik harga saham adalah:

$$P_0 = \frac{D_1}{(R-g_1)^1} \times \left[1 - \left(\frac{1+g_1}{1+R} \right)^t \right] + \frac{P_1}{(1+R)^t} \dots\dots\dots(2.16)$$

Sumber: (Stepheni, 2015: 306)

Bagian yang kedua merupakan adalah nilai sekarang dari harga saham ketika tahap kedua dimulai pada waktu t . Dalam tahap kedua ini tingkat pertumbuhan g_2

harus kurang dari R. Dalam kasus ini maka nilai intrinsik harga saham adalah:

$$P_1 = \frac{D_{t+1}}{R-g_2} = \frac{D_0 \times (1+g_1)^t \times (1+g_2)}{R-g_2} \dots\dots\dots(2.17)$$

Keterangan :

P_0 = Nilai Intrinsik saham

D_0 = Dividen sekarang

R = Tingkat imbal hasil yang dipersyaratkan

g_1 = Tingkat pertumbuhan dividen pada tingkat g_1 selama t periode

g_2 = Tingkat pertumbuhan dividen selama satu periode pada tingkat g_2

Sumber: (Stephens, 2015: 307)

2.3 Kerangka Konseptual Penelitian

Konsep penelitian yang tersusun dalam gambar 2.1 menjelaskan bahwa dalam penelitian ini peneliti ingin mengetahui apakah kinerja perusahaan perbankan dalam kondisi baik atau sehat. Selain itu menentukan kondisi saham perusahaan perbankan yang diteiti, apakah *undervalued*, *overvalued*, atau *fairvalued*.

Dalam penelitian ini proses penilaian nilai wajar saham atau valuasi saham terhadap perusahaan perbankan periode 2015 s.d. 2019 dilakukan dengan menggunakan metode analisis *Dividend Discount Model* (DDM) yang didukung dengan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Proses yang dilakukan dalam penilaian nilai wajar saham dalam pengambilan keputusan investasi adalah sebagai berikut:

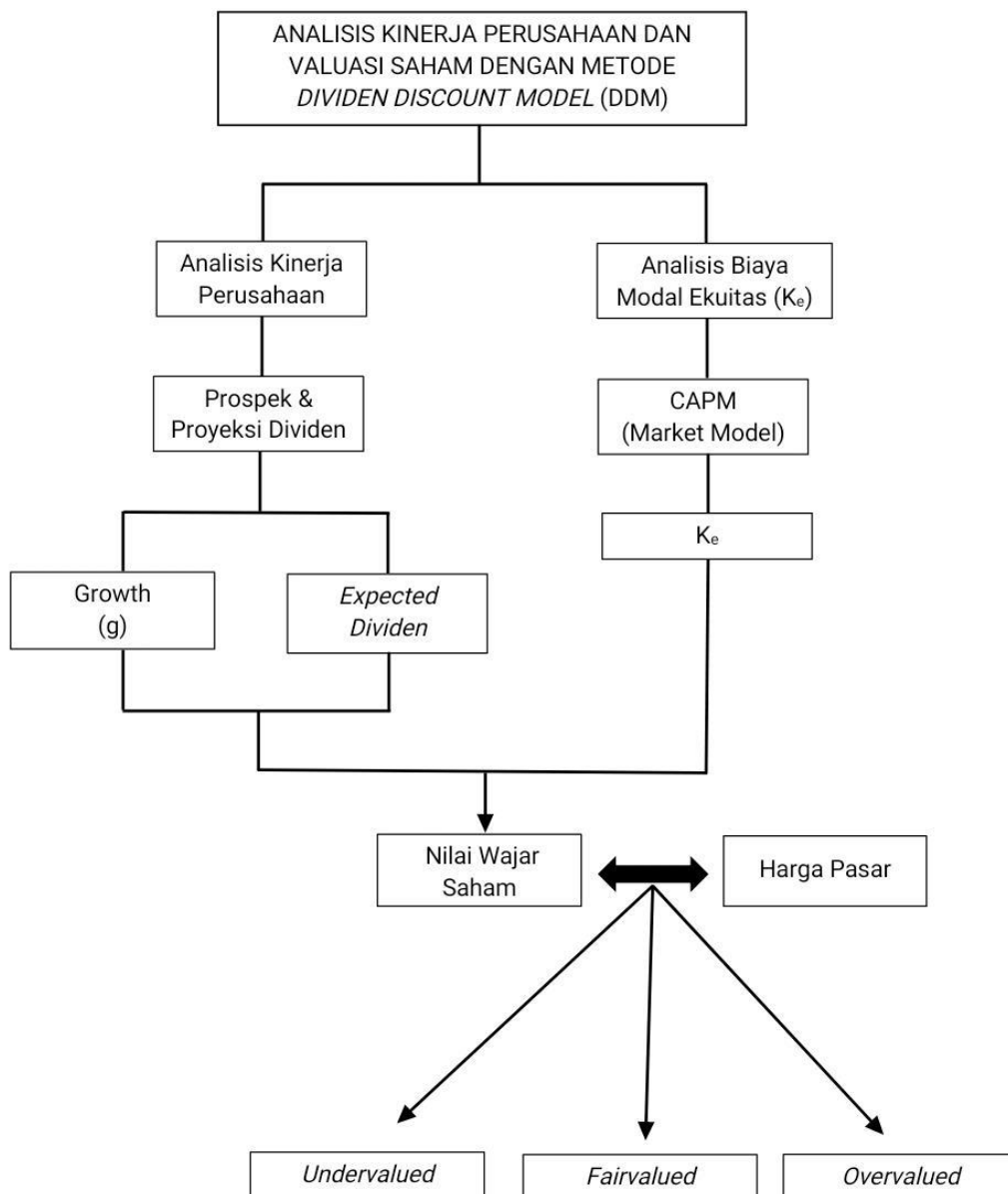
1. Memilih metode analisis yang digunakan untuk menghitung nilai wajar saham (valuasi saham). Dalam penelitian ini metode yang dipilih adalah menggunakan metode analisis *Dividend Discount Model* (DDM), karena analisis ini sederhana dan mudah diterapkan. Selain itu model ini tepat digunakan untuk perusahaan yang rutin membagikan dividen, seperti perusahaan perbankan yang dipilih.
2. Analisis kinerja perusahaan. Sebelum menghitung valuasi saham menggunakan analisis *Dividend Discount Model* (DDM), kita analisis perusahaan emiten terlebih dahulu. Analisis ini bertujuan untuk mengukur kinerja suatu perusahaan sehingga kita dapat mengetahui fundamental perusahaan atau baik

buruknya suatu perusahaan. Langkah pertama yang dilakukan adalah memilih perusahaan subsektor perbankan yang termasuk dalam indeks LQ 45, karena saham dalam indeks ini paling banyak diminati investor, selain itu memiliki tingkat likuiditas tinggi dan memiliki kapitalisasi pasar yang tinggi. Selanjutnya yaitu menghitung rasio keuangan yang biasa digunakan oleh bank dalam kurun waktu lima (5) tahun terakhir, hal ini dilakukan untuk mengetahui kondisi keuangan perusahaan. Dengan demikian, kita dapat mengetahui kesehatan perusahaan perbankan yang telah dianalisis.

3. Analisis biaya modal ekuitas (K_e) Analisis ini menggunakan pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dengan *market model*. Dalam analisis ini bertujuan untuk mengetahui tingkat pengembalian yang diharapkan (K_e) oleh investor ketika menginvestasikan uangnya ke dalam perusahaan. Untuk menghitung imbal hasil yang diharapkan (K_e), perlu melakukan perhitungan beta (β), *annual market return* (tingkat imbal hasil yang diharapkan) (R_m), dan *risk free rate* (tingkat imbal hasil bebas risiko) (R_f). Dengan menggunakan rumus perhitungan CAPM maka dapat mengetahui hasil dari biaya modal ekuitas perusahaan.
4. Melakukan prospek dan proyeksi dividen. Dalam menentukan prospek dan proyeksi dividen dengan menghitung pertumbuhan dividen setiap perusahaan untuk mengetahui apakah perusahaan mengalami pertumbuhan dividen yang baik atau tidak. Setelah itu menghitung *expected dividend* atau dividen yang diharapkan oleh investor.
5. Menghitung nilai intrinsik saham atau nilai wajar saham dengan metode *Dividend Discount Model* (DDM). Setelah kita mengetahui hasil dari nilai intrinsik (nilai wajar saham) masing-masing perusahaan yang dianalisis, kita dapat menggunakannya untuk membandingkan antara nilai wajar saham dengan harga pasar atau harga saham saat ini.
6. Menentukan apakah saham yang telah dianalisis tergolong *undervalued* atau *overvalued* atau *fairvalued*. Jika hasil perbandingan antara nilai wajar dengan harga pasar adalah *undervalued* atau nilai wajar lebih besar dari harga pasar maka saham tersebut tergolong murah. Namun sebaliknya, jika hasilnya

overvalued atau nilai wajar lebih rendah dari harga pasar, maka saham tersebut tergolong mahal. Namun ketika saham yang di analisis tergolong *fairvalued*, yaitu ketika nilai intrinsik sama dengan harga pasar maka saham tersebut tergolong wajar.

Penjelasan mengenai kerangka konseptual hubungan antara variabel penelitian dijabarkan pada gambar berikut ini:



Gambar 2.1 Kerangka Konseptual Penelitian Dalam Pengambilan Keputusan Investasi saham di Pasar Modal