

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Review Hasil Penelitian Terdahulu

Analisa terhadap hasil penelitian terdahulu dimaksudkan untuk melengkapi keterbatasan penelitian terdahulu. 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.

Penelitian pertama dari Indonesia oleh Sheane (2018) mengenai penilaian nilai wajar saham PT. Ciputra Development Tbk dengan metode *Discounted Free Cash Flow to Firm* (FCFF) dan *Price Earning Ratio* (PER) sebagai pembanding nilai wajar saham PT. Ciputra Development Tbk dengan harga pasar saham (*market price*), sehingga dapat diketahui apakah harga saham PT. Ciputra Development Tbk *undervalued* atau *overvalued*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Nilai wajar saham PT Ciputra Development Tbk berdasarkan metode *Discounted Free Cash Flow to Firm*(FCFF) dan *Price Earning Ratio*(PER) berkisar antara Rp. 1.092 hingga 1.262,4 per lembar. Nilai harga saham PT Ciputra Development Tbk saat ini dengan menggunakan metode FCFF adalah *overvalued*, sedangkan nilai harga saham PT Ciputra Development Tbk saat ini dengan menggunakan metode PER adalah *undervalued*.

Penelitian kedua dilakukan oleh Rifky Khoirudin (2017) mengenai penilaian saham PT. Pembangunan Perumahan Properti (PPP) dalam rangka *Initial Public Offering* (IPO). Penilaian harga saham ini bertujuan untuk mengestimasi nilai wajar per lembar saham PT. Pembangunan Perumahan Properti sebagai nilai pembanding bagi harga penawaran yang telah ditetapkan pada saat *Initial Public Offering* (IPO). Penelitian dimaksudkan untuk mengetahui apakah harga penawaran yang ditetapkan pada saat IPO berapa dalam kondisi *undervalued* atau *overvalued*. Metoda analisis yang digunakan untuk menentukan nilai wajar per lembar saham adalah *Discounted Cash Flow* (DCF) dan *Relative Valuation*. Hasil penilaian menggunakan metoda DCF memberikan nilai per lembar saham PT. PP

Properti sebesar Rp 176,00,- sementara hasil penilaian menggunakan metoda *Relative Valuation* menghasilkan nilai yaitu sebesar Rp 185,00,-

Penelitian ketigadari Indonesia dilakukan oleh Brigitta Janice Natassya Christiana dan Abdullah Rakhman (2014) mengenai valuasi saham perusahaan pada PT. Astra Agro Lestari Tbk. dengan Metode *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) bertujuan untuk mencari nilai intrinsik atau harga wajar saham agar mengetahui saham perusahaan tersebut dapat dinilai sebagai *undervalued* atau *overvalued*. Hasil dari penelitian ini adalah sebagai berikut : pada Januari 2013, harga wajar saham PT. Astra Agro Lestari Tbk. dengan menggunakan metode FCFE adalah Rp 38.618,-. Sedangkan harga penutupan saham tersebut sebesar Rp 18.850,-. Maka harga saham PT. Astra Agro Lestari Tbk. dengan menggunakan metode FCFE adalah *undervalued*.

Penelitian keempat dilakukan di India oleh B. Charumathiand Suraj . E. S. (2014) mengenai perbandingan model penilaian untuk saham Bank India. Metode yang digunakan didasarkan pada implikasi teori *financial market* dan analisis fundamental. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui perbandingan nilai saham bank menggunakan berbagai model penilaian saham. Hasil dari penelitian ini didapat bahwa penyesuaian *R-squares of Ohlson model* and P/B Model lebih tinggi daripada penyesuaian *R-squares* dari model penilaian lainnya seperti CAPM Model, DDM Model, P/E model and *Excess return* Model. Kesimpulan yang didapat dari penelitian ini bahwa CAPM model dan DDM model tidak bisa digunakan untuk penilaian saham bank di India.

Penelitian kelima yang dilakukan oleh Suryanto (2016) mengenai valuasi saham dengan metode *Price Earning Ratio* (PER) pada saham Indeks LQ45. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui harga wajar saham dan memilih saham yang layak untuk dijadikan pilihan dalam investasi pada saham Indeks LQ45. Hasil dari penelitian ini dapat diketahui bahwa 10 dari 13 perusahaan, yaitu AKRA, ASII, BBCA, BBNI, BBRI, JSMR, LKPR, MPPA, UNTR dan UNVR dalam kondisi *undervalued*. Sedangkan untuk saham ADRO, BMRI, dan SCMA dalam kondisi *overvalued*.

Penelitian keenam yang dilakukan oleh Nordin. Et al. (2019) di Malaysia mengenai penilaian fundamental saham konstruksi: analisis konten dari

pengembangan properti. Penelitian ini bertujuan untuk membandingkan nilai-nilai intrinsik dari perusahaan konstruksi Malaysia menggunakan beberapa metode analisis penilaian fundamental. Penilaian intrinsik saham konstruksi menggunakan tiga metode yaitu *Price Earning Multiple*, *Relative Price Earning*, dan *Dividend Growth Model*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa ada ketidakkonsistenan nilai intrinsik dalam dua metode pertama dimana sebagian besar saham dalam kondisi *undervalued* sedangkan dengan DDM diketahui saham dalam kondisi *overvalued*.

Penelitian ketujuh dilakukan di Indonesia oleh Suyana dan Dwi Kartikasari (2018) mengenai valuasi saham PT. Sat Nusapersada Tbk (PTSN) dalam rangka memberikan rekomendasi kepada investor umum. Pada penelitian ini digunakan metode Ben Graham yang dimodifikasi oleh *time the Burkenroad Report*. Hasil dari penelitian ini didapat bahwa dari dua metode tersebut berbeda di mana hasil metode komparasi *undervalue* dan beli (*market out perform*) dan metode Ben Graham tergolong kategori *sell/hold* (*Ben would consider the possibility*). Dari pertimbangan dari proses penelitian maka peneliti menyarankan untuk tidak membeli (*hold*) dikarenakan hasil penelitian Ben Graham pada saham PTSN berada pertengahan 8 *hurdles key*.

Penelitian kedelapan dilakukan di Teheran oleh Amiri *et al.*(2016) mengenai perbandingan dari model valuasi saham dengan nilai intrinsik di Bursa Efek Teheran. Penelitian ini menggunakan metode *Ordinary Least Square Regression*. Tujuan penelitian ini adalah untuk menentukan model yang diterapkan dalam pembentukan harga saham di pasar saham sesuai dengan *based valuation models*. Hasil penelitian didapatkan bahwa *price to book value* (P/B ratio) memiliki faktor penyesuaian tertinggi dan telah ditetapkan sebagai model penilaian saham terbaik.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian ini yaitu melakukan analisis valuasi saham dengan metoda DCF dan analisa fundamental. Pada penelitian ini menggunakan proyeksi *Earning Per Share* (EPS) dan rasio-rasio keuangan yang ada pada laporan keuangan perusahaan seperti *Price Earning Ratio* (PER), *Return On Asset* (ROA), *Return On Equity* (ROE), *Net Profit Margin* (NPM), dan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Penelitian ini menggunakan

konsep dasar keseimbangan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), dan menggunakan pendekatan dengan metoda DDM sebelum melakukan analisis dengan metoda DCF.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Pasar Modal

Azis, *et al.*(2015:4) menyatakan bahwa: “Pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik surat utang (obligasi), *equity* (saham), reksadana, instrumen derivatif maupun instrumen lainnya”. Pasar modal juga memiliki peran yang penting pada roda perekonomian dan kegiatan bisnis dalam suatu bangsa, dikarenakan pasar modal digunakan sebagai tempat untuk menjual saham dan obligasi dimana tempat bertemunya antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas jangka panjang, baik dalam bentuk utang maupun modal sendiri yang diterbitkan oleh perusahaan swasta. Produk-produk investasi yang ditawarkan kepada investor dipasar modal yaitu reksadana, saham, obligasi, warran, dan *right issue*.

Menurut Hadi (2016:16) pasar modal memiliki fungsi besar bagi pihak-pihak yang ingin memperoleh keuntungan dalam investasi dan pasar modal juga memiliki peran penting bagi investor dan perusahaan di Indonesia.

Menurut Faiza Muklis (2016:1) pasar modal memiliki manfaat bagi emiten dan bagi investor, antara lain:

A. Bagi Emiten

1. Jumlah dana yang dihimpun berjumlah besar.
2. Dana tersebut dapat diterima sekaligus pada saat pasar perdana selesai.
3. Tidak ada *covenant* sehingga manajemen dapat lebih bebas dalam pengelolaan dana perusahaan.
4. Solvabilitas perusahaan tinggi sehingga memperbaiki citra perusahaan.
5. Ketergantungan emiten terhadap bank menjadi lebih kecil.

B. Bagi Investor

1. Nilai investasi berkembang mengikuti pertumbuhan ekonomi. Peningkatan dapat tercermin pada meningkatnya harga saham

2. Memperoleh dividen bagi mereka yang memiliki atau memegang saham dan bunga yang mengambang bagi pemegang obligasi.
3. Dapat sekaligus melakukan investasi dalam beberapa instrumen yang mengurangi risiko.

2.2.2 Teori Efisiensi Pasar

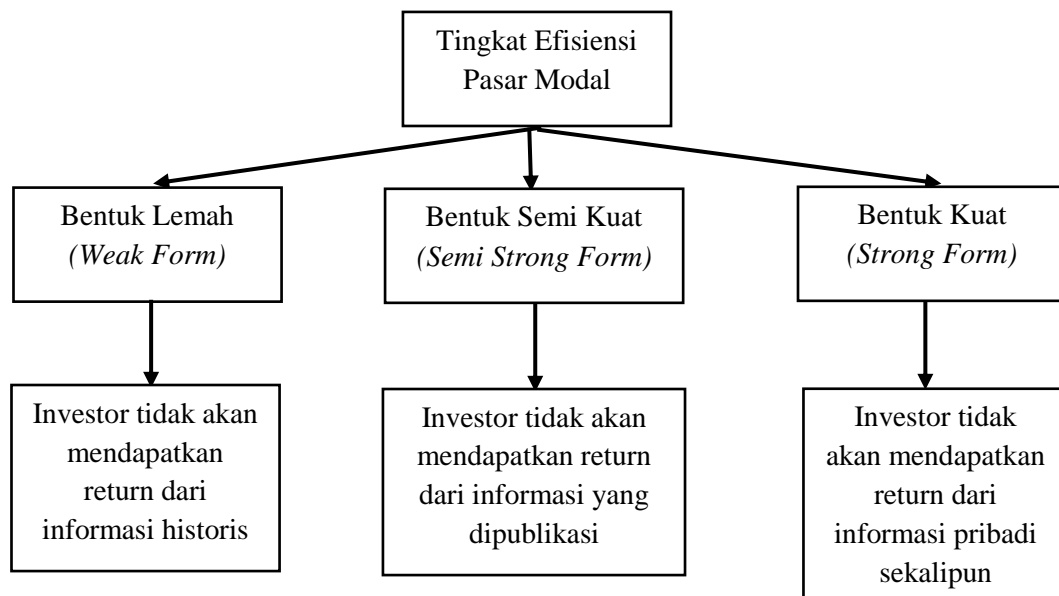
Konsep pasar efisien pertama kali dikemukakan dan dipopulerkan oleh Fama (1970). Menurutnya, suatu pasar dikatakan efisien apabila baik investor individu maupun investor institusi, akan mampu memperoleh *abnormal return*, setelah disesuaikan dengan risiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada.

Menurut Tandelilin (2017:224) Pasar yang efisien adalah pasar di mana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Dalam hal ini, informasi relevan yang tersedia bisa meliputi semua informasi yang tersedia baik informasi di masa lalu (misalkan laba perusahaan tahun lalu), maupun informasi saat ini (misalkan rencana kenaikan dividen tahun ini), serta informasi yang bersifat sebagai pendapat atau opini rasional yang beredar di pasar yang bisa memengaruhi perubahan harga (misal, jika banyak investor di pasar berpendapat bahwa harga saham naik, maka informasi tersebut nantinya akan tercermin pada perusabahan harga saham yang cenderung naik).

Pasar modal dikatakan “efisien”, jika harga dapat menyesuaikan dengan cepat dan tepat terhadap informasi baru yang tersedia. Dalam pasar modal yang efisien (*efficient capital market*), harga pasar saat ini akan sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Berdasarkan pada informasi yang tersedia, tidak terdapat alasan untuk meyakini bahwa harga saat ini terlalu rendah atau terlalu tinggi (Stephen A. Ross, 2015:491).

Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti itu disebut pasar yang efisien. Bentuk efisiensi pasar tidak hanya ditinjau dari segi ketersediaan informasi saja, tetapi juga dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dari informasi yang tersedia (Jogiyanto, 2016).

Gambar 2.1 Hipotesis Pasar Efisien (Fama, 1970)



Masing-masing bentuk pasar efisien tersebut terkait erat dengan sejauh mana penyerapan informasi terjadi dipasar. Fama (1970) dalam Tandelilin (2017:227), mengklasifikasikan bentuk pasar yang efisien ke dalam tiga *efficient market hypothesis* (EMH) sebagai berikut.

1. Pasar efisien bentuk lemah (*weak form*)

Pasar efisien dalam bentuk lemah berarti semua informasi di masa lalu (historis) telah tercermin dalam harga yang terbentuk sekarang. Oleh karena itu, informasi historis tersebut (peristiwa di masa lalu, termasuk historis perkembangan harga dan volume perdagangan di masa lalu) tidak bisa lagi digunakan untuk memprediksi perubahan harga dimasa yang datang, karena sudah tercermin pada harga saat ini. Implikasinya adalah bahwa investor tidak akan bisa memprediksi nilai pasar saham di masa datang dengan menggunakan data historis.

2. Pasar efisien bentuk setengah kuat (*semi-strong form*)

Pasar efisien bentuk setengah kuat berarti harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah dengan semua informasi yang dipublikasikan (seperti earning, dividen, pengumuman

stock split, penerbitan saham baru, kesulitan keuangan yang dialami perusahaan, dan peristiwa-peristiwa terpublikasi lainnya yang berdampak pada aliran kas perusahaan di masa datang). Pada pasar efisien bentuk setengah kuat, return tak normal hanya terjadi di seputar pengumuman (publikasi) suatu peristiwa sebagai representasi respon pasar terhadap pengumuman. Pada pasar bentuk setengah kuat, investor tidak dapat berharap akan mendapatkan *abnormal return* jika strategi yang dilakukan hanya didasari oleh informasi yang telah dipublikasikan.

3. Pasar efisien bentuk kuat (*strong form*)

Pasar efisien dalam bentuk kuat berarti harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah informasi yang dipublikasikan ditambah dengan informasi yang tidak dipublikasikan. Investor dalam bentuk ini tidak dapat memperoleh *abnormal return* meskipun memiliki informasi *private* sekalipun.

2.2.3 Kondisi Makro Ekonomi dan Harga Saham

Harga saham dipasar sangat dipengaruhi oleh kondisi makro perekonomian baik nasional maupun global. Dalam melakukan analisis penilaian saham, pertama kali investor harus melakukan analisis terhadap faktor-faktor makro ekonomi yang memengaruhi kinerja seluruh perusahaan. Investor harus mampu dalam menganalisis dan meramalkan kondisi ekonomi terutama pergerakan harga saham pada masa mendatang. Analisis ekonomi dilakukan karena kecenderungan adanya hubungan yang kuat antara apa yang terjadi pada lingkungan ekonomi makro dan kinerja suatu pasar modal.

Menurut Siegel (1991) dalam Tandelilin (2017:344) menyimpulkan adanya hubungan kuat antara kinerja ekonomi makro dan harga saham. *Pertama*, harga saham yang terbentuk merupakan cerminan ekspektasi investor terhadap *earning*, dividen, maupun tingkat bunga yang akan terjadi. Hasil estimasi investor terhadap ketiga variabel tersebut akan menentukan berapa harga saham yang sesuai. *Kedua*, kinerja pasar modal akan bereaksi terhadap perubahan-perubahan ekonomi makro seperti perubahan tingkat bunga, inflasi, ataupun jumlah uang beredar.

Berikut ini merupakan beberapa variabel ekonomi makro yang perlu diperhatikan investor (Tandelilin, 2017:344):

1. Produk Domestik Bruto (PDB)

Produk Domestik Bruto (PDB) adalah ukuran produksi barang dan jasa total suatu negara. Pertumbuhan PDB yang cepat merupakan indikasi terjadinya pertumbuhan ekonomi. Jika pertumbuhan ekonomi membaik, maka daya beli masyarakat pun akan meningkat, dan ini merupakan kesempatan bagi perusahaan-perusahaan untuk meningkatkan penjualannya.

2. Inflasi

Inflasi merupakan kondisi dimana jumlah barang beredar lebih sedikit dari jumlah permintaan sehingga akan mengakibatkan terjadinya kenaikan harga yang meluas dalam sistem perekonomian. Inflasi merupakan salah satu indikator stabilitas perekonomian. Jika tingkat inflasi rendah dan stabil akan menjadi simuloer pertumbuhan ekonomi. Setiap kali ada gejolak sosial, politik, dan ekonomi di dalam maupun diluar negeri, masyarakat selalu mengaitkan dengan masalah inflasi. Penyebab utama inflasi adalah kelebihan penawaran uang dibandingkan yang diminta oleh masyarakat.

3. Tingkat Suku Bunga

Tingkat suku bunga pinjaman mencerminkan biaya yang dikeluarkan perusahaan sebagai imbalan bagi pemberi pinjaman atas investasinya. Suku bunga dapat mempengaruhi laba perusahaan, yaitu, *pertama*, jika bunga merupakan biaya, semakin tinggi taraf suku bunga maka laba perusahaan semakin sedikit (jika faktor lain dianggap konstan). *Kedua*, suku bunga mempengaruhi aktivitas ekonomi sehingga mempengaruhi laba. Kenaikan tingkat suku bunga yang sangat tinggi, pada satu sisi akan efektif untuk mengurangi *money supply*, tetapi di sisi lain akan meningkatkan suku bunga kredit untuk sektor riil.

Instrumen BI 7-day (*Reverse*) *Repo Rate* digunakan sebagai suku bunga kebijakan baru karena dapat secara cepat memengaruhi pasar uang, perbankan dan sektor riil. Instrumen BI 7-Day *Repo Rate* sebagai acuan yang memiliki hubungan yang lebih kuat ke suku bunga pasar uang, sifatnya transaksional atau diperdagangkan di pasar, dan mendorong pendalaman pasar keuangan, khususnya

penggunaan instrumen repo. Dengan penggunaan instrumen BI 7-day (*Reverse Repo Rate*) sebagai suku bunga kebijakan baru, terdapat tiga dampak utama yang diharapkan yaitu:

- a. **Pertama**, menguatnya sinyal kebijakan moneter dengan suku bunga (*Reverse Repo Rate*) 7 hari sebagai acuan utama di pasar keuangan.
- b. **Kedua**, meningkatnya efektivitas transmisi kebijakan moneter melalui pengaruhnya pada pergerakan suku bunga pasar uang dan suku bunga perbankan.
- c. **Ketiga**, terbentuknya pasar keuangan yang lebih dalam, khususnya transaksi dan pembentukan struktur suku bunga di pasar uang antarbank (PUAB) untuk tenor 3-12 bulan.

4. Nilai Tukar

Nilai tukar adalah nilai pertukaran dari nilai mata uang negara terhadap mata uang negara lain. Pertukaran dari mata uang tersebut menghasilkan perbandingan nilai dari keduanya yang dinamakan *kurs*. *Kurs* valuta asing yaitu jumlah uang domestik yang dibutuhkan untuk memperoleh suatu mata uang asing. Kurs yang tercipta oleh pasar bebas berbeda dengan ketentuan pemerintah, baik lebih tinggi atau lebih rendah dari pasar bebas.

Wahyuni (2016:112) Tujuan sebuah perusahaan adalah memaksimalkan laba perusahaan. Investor yang menginvestasikan dana yang dimilikinya, seperti dalam bentuk saham bertujuan untuk memaksimalkan kekayaan yang didapat dari tingkat kembalian saham berupa *dividend* dan *capital gain*.

Menurut Mariani (2016), *return saham* merupakan hasil yang diperoleh dari investor yang dapat berupa realisasi yang sudah terjadi dan *return* ekspektasi yang diharapkan akan terjadi dimasa mendatang. Investor harus melakukan penilaian harga saham terlebih dahulu agar dapat memperoleh tingkat pengambalian saham (*return*) dan keuntungan yang sesuai dengan yang diharapkan. Penilaian harga saham yang dapat dilakukan yaitu melalui analisis fundamental dengan menggunakan rasio-rasio keuangan seperti profitabilitas dan *leverage*. Adapun indikator *return* saham yaitu:

1. *Expected Dividend*

Hwee (2019:2) Dividen merupakan salah satu keuntungan yang diharapkan oleh investor di pasar modal, sehingga perusahaan yang membagikan dividen yang rutin dan relatif tinggi cenderung lebih diminati investor. Kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah kebijakan yang berkaitan dengan pembayaran dividen oleh perusahaan berupa penentuan besarnya pembagian dividen dan besarnya laba ditahan untuk kepentingan perusahaan. Bagi pemegang saham, dividen merupakan bentuk pengembalian investasi yang mereka tanamkan. Perusahaan yang mampu membayar dividen tinggi akan menarik investor untuk menanamkan sahamnya sehingga nilai perusahaan meningkat (Damayanti, 2017:184).

Bagi investor jumlah rupiah yang diterima dari pembayaran dividen risikonya lebih kecil dari *capital gain* (keuntungan menjual modal) dan dividen dapat diperkirakan sebelumnya. Sementara itu, *capital gain* lebih sulit diperkirakan sehingga pembayaran dividen tinggi dianggap bahwa perusahaan mempunyai prospek tingkat keuntungan yang baik. Sebaliknya, penurunan pembayaran dividen dianggap prospek tingkat keuntungan yang kurang baik sehingga harga saham cenderung mengikuti naik turunnya besaran dividen yang dibayarkan (Abdul Halim, 2015:4).

2. *Capital Gain*

Wahyuni (2016:113) *Capital gain/loss* merupakan keuntungan/kerugian bagi investor yang diperoleh dari kelebihan harga jual/beli di atas harga beli/jual yang terjadi di pasar sekunder. Imbal hasil (*yield*) merupakan pendapatan atau aliran kas yang diterima investor secara periodik berupa dividen. Menurut Anhar (2015:108) *Capital gain* adalah salah satu bentuk imbal hasil yang diterima oleh investor dari selisih harga beli, dan harga jual saham. *Capital gain* terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder. *Capital gain* diperoleh investor ketika harga saham yang diinvestasikan mengalami kenaikan harga dan investor memutuskan melepas kepemilikan saham tersebut dengan menjualnya di bursa saham (Santy, 2017:15).

2.2.4 Analisa Fundamental

Analisis fundamental merupakan salah satu dasar yang dapat dilakukan investor untuk mengoptimalkan keuntungan dan meminimalisir resiko. Menurut Annisa *et al.* (2019:114) analisis fundamental menyatakan bahwa setiap instrumen investasi mempunyai landasan yang kuat yaitu nilai intrinsik yang dapat ditentukan melalui suatu analisis yang sangat-hati-hati terhadap kondisi pada saat sekarang dan prospeknya dimasa yang akan datang. Tujuan dilakukannya analisis ini adalah untuk mengetahui apakah kondisi harga saham itu sedang *overvalued* (mahal) atau *undervalued* (murah). Analisis yang kedua yaitu analisis teknikal. Analisis teknikal adalah suatu cara untuk metode perkiraan gerakan harga saham, indeks atau instrumen keuangan lainnya menggunakan grafik berdasarkan data historis dengan data keuangan perusahaan yang dapat mencerminkan kondisi fundamental dari emiten. Tujuan dilakukannya analisis ini adalah untuk mengetahui apakah suatu saham itu ada dalam kondisi *overbought* (jenuh beli) atau *oversold* (jenuh jual).

Salah satu analisis yang sering digunakan yaitu analisis fundamental. “Dalam menentukan nilai sebenarnya dari saham (nilai intrinsik), analisis fundamental menggunakan data fundamental, yaitu data yang berasal dari keuangan perusahaan (misalnya laba, dividen yang dibayar, penjualan dan lain sebagainya). Dalam analisis fundamental, ada dua pendekatan untuk menghitung nilai intrinsik saham, yaitu dengan pendekatan nilai sekarang (*present value approach*) dan pendekatan PER (*P/E ratio approach*)” (Hartono, 2019: 208-209).

Dalam analisis fundamental ada dua faktor yang digunakan yaitu faktor internal perusahaan dan faktor eksternal perusahaan. Faktor internal yang digunakan untuk menganalisis fundamental yaitu menggunakan laporan keuangan perusahaan dengan membandingkan angka-angka rasio keuangan. Menurut Kasmir (2015: 104) berpendapat bahwa rasio keuangan merupakan kegiatan membandingkan angka-angka yang ada dalam laporan keuangan dengan cara membagi satu angka dengan angka lainnya. Perbandingan dapat dilakukan antara satu komponen dengan komponen dalam satu laporan keuangan atau antarkomponen yang ada di antara laporan keuangan. Berikut ini beberapa rasio yang digunakan untuk menganalisis perusahaan:

1. *Earning Per Share (EPS)*

Menurut Gunari (2015:1638) *Earning Price Ratio* adalah pembagian dari jumlah laba setelah pajak dengan jumlah saham yang beredar. Semakin tinggi nilai EPS berarti semakin besar laba yang diperoleh pemegang saham atas setiap lembar saham yang dimilikinya. Nilai EPS yang tinggi akan meningkatkan harga saham, begitu pula sebaliknya nilai EPS yang rendah akan menurunkan harga saham (Astuti, 2018:172).

2. *Price Earning Ratio (PER)*

Price Earning Ratio (PER) merupakan perbandingan antara harga saham perlembar dengan earning perusahaan. Peningkatan price earning ratio sejalan dengan peningkatan harga saham. PER yang meningkat juga akan meningkatkan risiko dalam berinvestasi (Syailendra, 2018:18).

3. *Fixed Asset Turnover (FAT)*

Fixed Asset Turnover (FAT) merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur berapa kali dana yang ditanamkan dalam asset tetap berputar dalam satu periode. Semakin tinggi perputaran aktiva tetap maka semakin cepat kembalinya dana yang tertanam pada aktiva tetap tersebut (Vincent, 2018:72).

4. *Return On Asset (ROA)*

Return On Asset (ROA) adalah perbandingan laba setelah pajak dan total asset. Semakin tinggi ROA suatu perusahaan, semakin besar pula tingkat keuntunganyang dicapai oleh perusahaan. ROA berperan sebagai indikator efisiensi perusahaan dalam menggunakan asset untuk memperoleh laba (Nuryuwono, 2017:5).

5. *Return On Equity (ROE)*

Return On Equity (ROE) merupakan rasio profitabilitas yang digunakan untuk mengetahui laba yang dihasilkan perusahaan dengan ekuitas yang dimiliki

perusahaan. Semakin besar laba perusahaan bersih yang dihasilkan perusahaan, ROE juga akan meningkat. Tingginya nilai ROE mencerminkan kinerja perusahaan yang baik dalam mengelola ekuitas pemilik modal perusahaan. Sebaliknya, ROE yang rendah menunjukkan kinerja perusahaan yang kurang memuaskan dalam mengelola ekuitas pemilik perusahaan (Mustofa, 2016:3).

6. *Net Profit Margin* (NPM)

Net Profit Margin (NPM) merupakan perbandingan antara laba bersih dengan penjualan. Semakin besar NPM, maka kinerja perusahaan akan semakin produktif, sehingga akan meningkatkan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut (Bastian dan Suharjono 2006:299 dalam Muhammad, 2017:3).

7. *Dividend Per Share* (DPS)

Dividend Per Share (DPS) merupakan pembagian laba yang dibagikan kepada semua pemegang saham secara proporsional sesuai dengan jumlah lembar saham yang dimiliki. Informasi mengenai *dividend per share* sangat diperlukan untuk mengetahui berapa besar keuntungan setiap lembar saham yang akan diterima oleh para pemegang saham. Jika DPS yang diterima meningkat, maka akan mempengaruhi harga saham dipasar modal. Karena dengan naiknya DPS kemungkinan besar akan menarik investor untuk membeli saham perusahaan tersebut (Lilianti, 2018:13-14).

8. *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Dividend Payout Ratio (DPR) merupakan rasio perbandingan antara *dividend per share* terhadap *earning per share*. Rasio pembayaran dividen (*dividend payot ratio*) menentukan jumlah laba yang dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan (Karlinda, 2017:336).

2.2.5 Model Penentuan Harga Saham

Valuasi saham bermanfaat untuk mengetahui nilai wajar saham untuk dibandingkan dengan harga pasar saham saat ini apakah nilai sedang wajar (*pairvalued*), sedang murah (*undervalued*), atau sedang mahal (*overvalued*).

Valuasi saham dilakukan untuk mengantisipasi potensi kerugian yang akan diterima investor di masa mendatang. Menurut Tandelilin (2017:305) dalam penilaian saham dikenal ada tiga jenis nilai, yaitu nilai buku, nilai pasar dan nilai wajar saham. Nilai buku merupakan nilai yang dihitung berdasarkan pembukuan perusahaan penerbit saham. Nilai pasar adalah nilai saham dipasar, yang ditunjukkan oleh harga saham tersebut dipasar. Sedangkan nilai intrinsik adalah nilai saham yang sebenarnya atau seharusnya terjadi. Dalam menentukan nilai sebenarnya dari saham, analisis fundamental menggunakan data fundamental, yaitu data yang berasal dari keuangan perusahaan (misalnya laba, dividen yang dibayar, penjualan, dan lain sebagainya) (Hartono, 2017 : 208-209).

1. *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Capital Assets pricing Model (CAPM) dikembangkan pertama kali pada tahun 1960 oleh William F. Sharpe, Lintner, dan Mossin. Dengan metode CAPM, investor dapat mengukur kinerja saham dalam menentukan tingkat harapan pengembalian (*expected return*) dari suatu sekuritas dan meminimalisir risiko investasi. CAPM bertujuan untuk melakukan perkiraan terhadap hubungan *return* yang diharapkan dengan risiko dan menentukan harga dari asset (Susanti, 2018:2). 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).

Beta (β) adalah indikator untuk mengukur risiko saham dengan model *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. *Risk market* (R_m), *Risk free* (R_f), dan beta (β) adalah indikator untuk menentukan $[E(R_i)]$. Nilai beta sangat memengaruhi tingkat *return* yang diharapkan pada suatu sekuritas. Semakin tinggi nilai beta dan *return* pasar maka akan semakin tinggi tingkat *return* yang disyaratkan oleh investor. *Return* yang disyaratkan merupakan jumlah minimum pengembalian yang dikehendaki investor untuk berinvestasi pada suatu sekuritas tertentu. Berikut rumus CAPM (Tandelilin 2017:201):

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \cdot (E(R_m) - R_f) \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan :

- $E(R_i)$ = tingkat hasil yang diharapkan dari aset i
- R_f = tingkat hasil bebas risiko

$E(R_m)$ = tingkat hasil yang diharapkan dari portofolio pasar
 β_i = beta dari aset i

2. *Dividend Discounted Model (DDM)*

Menurut Hutapea et al. (2014:248) *Dividend Discounted Model* adalah menilai *intrinsic value* saham sebuah perusahaan berdasarkan estimasi pendapatan yang dibagikan kepada *shareholders* yaitu berupa dividend dan men-*discounting* nilainya ke *present value*. Pendekatan DDM merupakan suatu pendekatan yang terdapat dalam analisis fundamental atau analisis perusahaan yang dilakukan dengan mengaitukan antara *cash flow* yang diharapkan dari dividen yang dibayarkan perusahaan atas saham yang dimiliki. Pendekatan ini beranggapan bahwa harga saham bisa dipengaruhi oleh tiga faktor utama, yaitu dividen tahunan, pertumbuhan dividen, dan *required rate of return*. Dengan analisis ini, investor dapat memprediksi berapa besar *return* yang diterima di masa depan (*future income*). Penggunaan DDM dengan pendekatan model pertumbuhan konstan dapat diketahui melalui langkah-langkah berikut ini (Tandelilin, 2017):

Dividend Growth Rate

$$g = \frac{D_n - D_0}{D_0} \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan :

g : tingkat pertumbuhan dividen

D_n : dividen saat ini

D_0 : dividen tahun sebelumnya

1. Estimasi Dividen

$$D_t = D_0(1 + \tilde{g}) \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan :

D_t : dividen yang diestimasi

D_0 : dividen tahun sebelumnya

\tilde{g} : rata-rata pertumbuhan dividen

2. *Required Rate of Return*

$$k = \frac{D}{\tilde{P}} + \tilde{g} \dots \dots \dots (4)$$

Keterangan:

k : tingkat *return* yang diharapkan

D : dividen aktual

\tilde{P} : harga pasar aktual saham

\tilde{g} : rata-rata pertumbuhan dividen

3. Penilaian Harga Wajar Saham dengan menggunakan *Dividend Discounted Model Constant Growth*

$$P_0 = \frac{D_t}{k - \tilde{g}} \dots \dots \dots (5)$$

Keterangan :

P_0 : nilai intrinsik saham

D_t : dividen yang diestimasi

k : tingkat *return* yang diharapkan

\tilde{g} : rata-rata pertumbuhan dividen

3. *Discounted Cash Flow (DCF)*

Discounted Cash Flow (DCF) adalah metode yang digunakan untuk mengestimasi nilai intrinsik dari suatu asset dengan cara mendiskontokan nilai arus kas masa depan. Metode *Discounted Cash Flow* (DCF) adalah metode valuasi saham yang menggunakan konsep *Time Value of Money* yaitu mengkonversi arus kas masa depan yang diproyeksikan ke dalam nilai sekarang (*present value*) (Dina et al., 2018:1). Hitung Harga Wajar dengan mencari *present*

value dari harga saham total dimasa depan dengan menggunakan rumus (Wira, 2015 : 142-147)

Dengan mencari present value dari harga saham total dimasa depan dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$P_0 = \frac{\text{Total Future Value}}{(1+r)^n} \dots\dots\dots(6)$$

Keterangan :

$r = \text{required rate of return}$

$n = \text{jumlah tahun yang digunakan dalam Future Value}$

Secara umum kekurangan metode DCF hampir sama dengan metode *Dividend Discounted Model* (DDM), yaitu sangat tergantung asumsi. Dengan mendiskontokan proyeksi pendapatan dan biaya di masa depan, investor dapat memperkirakan nilai saat ini dari suatu peluang. Jika nilai yang dihitung lebih tinggi dari biaya investasi saat ini maka prospeknya baik.

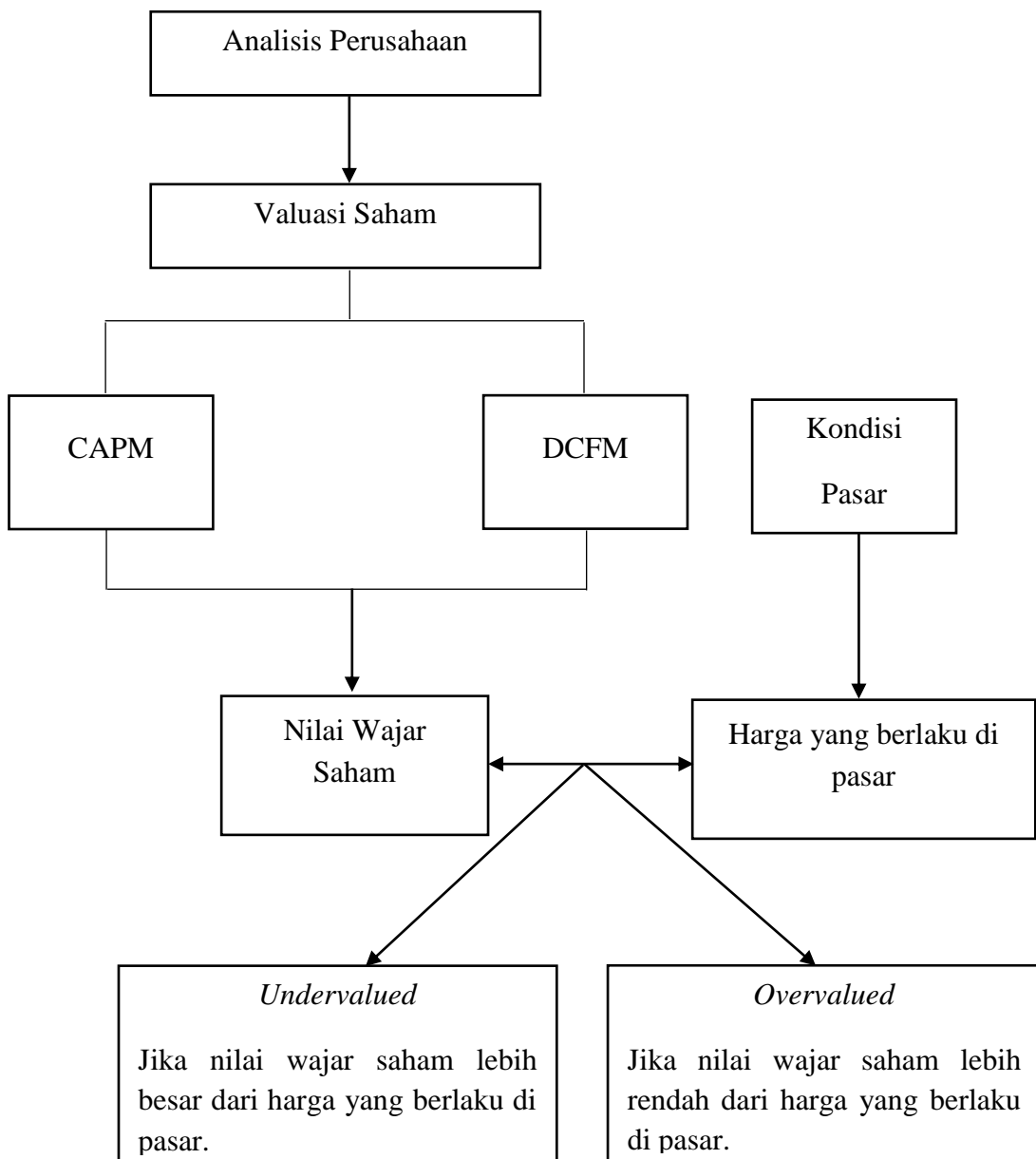
Dengan melakukan penilaian terhadap harga wajar saham diharapkan dapat membantu para investor dalam menentukan keputusan investasi sebagai berikut :

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

2.3 Kerangka Pemikiran

Kerangka berfikir yang tersusun pada gambar 2.2 menerangkan bahwa dalam penelitian ini menggunakan *top-down analysis* sebagai alat analisis serta melakukan valuasi untuk mengetahui nilai intrinsik dari suatu saham.

Gambar 2.2 Kerangka Pemikiran



Dalam penelitian ini proses penilaian harga saham perusahaan-perusahaan perbankan BUMN di Bursa Efek Indonesia dengan kapitalisasi pasar terbesar tahun 2015-2019 dilakukan dengan penerapan analisis fundamental.

Dalam analisis fundamental, peneliti menggunakan beberapa tahapan sebagai berikut:

1. Melakukan analisis makro ekonomi dengan memperhatikan PDB, tingkat suku bunga, dan inflasi.
2. Langkah berikutnya ialah melakukan analisis industri untuk mengetahui faktor sentiment apa yang mendukung untuk berinvestasi dalam jangka panjang dalam sektor tertentu.
3. Setelah itu, melakukan analisis kinerja perusahaan melalui evaluasi laporan keuangan untuk mengetahui bagaimana kinerja dan prospek perusahaan dalam beberapa tahun terakhir.
4. Selanjutnya ialah melakukan analisis valuasi saham terhadap perusahaan sektor perbankan BUMN yang terdaftar di BEI periode 2015-2019 menggunakan *Discounted Cash Flow Model* (DCF_M) dengan konsep dasar model keseimbangan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).
5. Output dari hasil analisis ini adalah nilai wajar saham, lalu membandingkannya dengan harga saham yang berlaku di pasar/saat ini.
6. Setelah mengetahui harga saham perusahaan tersebut, maka dapat dijadikan landasan dalam mengambil keputusan investasi. Jika nilai wajar saham lebih besar dari harga yang berlaku di pasar/saat ini maka saham tersebut *undervalued*. Apabila nilai wajar saham lebih rendah dari harga yang berlaku di pasar/saat ini maka saham tersebut *overvalued*.