

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Review hasil-hasil penelitian terdahulu

Pada penelitian ini penulis mencoba mengkaji ulang terhadap hasil- hasil penelitian terdahulu yang berkaitan dengan masalah pokok penelitian yang akan diteliti dengan merujuk pada penelitian yang dilakukan sebelumnya. Penelitian terdahulu akan diuraikan secara singkat karena penelitian ini mengacu pada beberapa penelitian sebelumnya. Meskipun ruang lingkup hampir sama tetapi karena obyek dan periode waktu yang digunakan berbeda maka terdapat banyak hal yang tidak sama sehingga dapat dijadikan sebagai referensi untuk saling melengkapi. Berikut ini beberapa hasil penelitian terdahulu.

Pada penelitian Khoirudin dan Rizky (2016) mengenai kewajaran harga pasar saham pada perusahaan setelah right issue, dapat ditemukan informasi bahwa penelitian tersebut memiliki tujuan untuk mengetahui nilai wajar saham perusahaan dengan menggunakan pendekatan *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 penelitian tersebut menunjukkan bahwa nilai wajar perlembar saham PT. BW Plantation, Tbk sebesar Rp 363 atau pada kisaran antara Rp 336 sampai dengan Rp 390 dapat digunakan sebagai nilai pembandingan harga di saat right issue. Selain itu manajemen perseroan harus dapat memperhatikan waktu yang tepat dalam melaksanakan right issue, agar memperoleh dana yang sesuai dengan harapan. Bagi para investor nilai wajar per lembar saham PT. BW Plantation, Tbk dapat dijadikan acuan dalam pengambilan suatu keputusan saat menjual saham, karena harga saham yang overvalued cenderung menjadi turun pada masa mendatang, maka keuntungan didapat setelah menjual saham tersebut.

Penelitian yang dilakukan oleh Hasanah dan Rusliati (2017) bertujuan menganalisis nilai wajar perusahaan menggunakan metode *Dividend Discount Model* (DDM) dan *Price To Book Value* (PBV) perusahaan yang terdaftar di Indeks LQ 45, tahun 2010 - 2014. Sampel dipilih dengan kriteria selalu terdaftar di LQ 45 dan membagikan dividen. Metode yang digunakan adalah deskriptif dan kuantitatif serta pengukuran akurasi dengan *root mean squared error* (RMSE). Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai wajar yang dihasilkan metode DDM lebih akurat dibandingkan PBV dengan nilai rata-rata RMSE

DDM lebih kecil daripada rata-rata RMSE PBV. Metode DDM ini lebih cocok untuk perusahaan dengan pertumbuhan yang konsisten dan pada tahap kedewasaan serta selalu membagikan dividen. Metode PBV akan lebih baik untuk menilai saham perusahaan dengan industri ataupun sektor yang sejenis, sehingga terlihat jelas perbandingan saham apakah overvalued atau undervalued.

Penelitian yang dilakukan oleh Yuliah dkk (2019) bertujuan untuk mengetahui dan menganalisa hasil dari perhitungan penilaian saham menggunakan *Dividend Discount Model* (DDM) dengan model pertumbuhan konstan. Metode penelitian yang digunakan adalah deskriptif kuantitatif dengan objek penelitian pada perusahaan tekstil dan garmen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2018. Teknik pengambilan sampel menggunakan purposive sampling dan didapat 5 sampel penelitian. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dari 5 perusahaan memiliki hasil yang berbeda, dimana saham BELL dan RICY berada dalam kondisi *overvalued* karena nilai intrinsic lebih rendah dibanding dengan harga pasar, sedangkan pada saham PBRX, SRIL dan TRIS berada pada posisi *undervalued* karena nilai wajar lebih tinggi dibandingkan dengan nilai pasar.

Penelitian yang dilakukan oleh Ismunarti dkk (2017) bertujuan untuk menentukan nilai wajar dari perusahaan tambang batu bara terdaftar pada indeks LQ45 sepanjang periode 2010 – 2014 menggunakan pendekatan Model Dividend Terdiskonto (DDM) Pertumbuhan Berganda, Rasio Harga Pendapatan (PER), dan Harga Nilai Buku (PBV). Nilai wajar akan dibandingkan dengan nilai pasar saham, yang kemudian dapat digunakan sebagai dasar penentuan keputusan investasi di pasar modal. Perbedaan dari nilai wajar saham dengan nilai pasar saham dapat dihitung melalui *Paired-Sample T-Test*. Sampel yang digunakan pada penelitian ini terdiri PT. Adaro Energy Tbk (ADRO), PT. Indo Tambangraya Megah Tbk (ITMG) dan PT. Bukit Asam Tbk (PTBA). Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai pasar saham dari perusahaan tambang batu bara yang terdaftar pada indeks LQ45 lebih tinggi dari nilai wajar saham (*overvalued*) berdasarkan pendekatan DDM Pertumbuhan Berganda dan PBV. Sedangkan berdasarkan pendekatan PER, nilai pasar saham perusahaan tambang batu bara lebih rendah dari nilai wajar saham (*undervalued*). Kemudian hasil *Paired Sample t-test* menunjukkan bahwa berdasarkan pendekatan DDM Pertumbuhan Berganda, PER, dan PBV memiliki perbedaan yang signifikan antara nilai wajar dan nilai pasar saham

Terkait penelitian yang dilakukan oleh Setia (2018) bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis kewajaran harga saham dengan menggunakan *Dividend Discount*

Model (DDM) sebagai dasar pengambilan keputusan perusahaan investasi termasuk dalam LQ-45 di Bursa Efek Indonesia tahun ini 2013-2015. Penelitian ini termasuk penelitian deskriptif kuantitatif dan pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Sampel penelitian ini sebanyak 11 perusahaan di Indonesia sesuai dengan kriteria. Berdasarkan hasil penelitian dan analisis data menggunakan metode *Dividend Discount Model* (DDM) tidak menunjukkan pertumbuhan yang konstan di seluruh perusahaan pada tahun 2015 termasuk kategori *overvalued* antara lain, ADRO, AKRA, ASII, (BBCA, BBNI, BBRI, BMRI, CPIN, GGRM, UNTR, UNVR. Sementara, pada tahun 2013 dan 2014 hanya satu perusahaan termasuk kategori *undervalued* yaitu ASII. Keputusan investasi yang bisa diambil ketika memiliki saham termasuk kategori dinilai terlalu tinggi, harus dijual dan ketika saham termasuk kategori *undervalued* harus dibeli.

Melalui penelitian Natalia, Rahayu, Darminto dan Yulita (2019) bertujuan untuk mengetahui nilai wajar saham perusahaan sektor barang konsumsi yang listing di BEI pada tahun 2013-2017 dengan menggunakan pendekatan *Dividend Discount Model*, *Price Earning Ratio*, dan *Price to Book Value*, mengetahui saham perusahaan sektor barang konsumsi dalam kondisi *undervalued*, *overvalued* atau *correct value*, mengambil keputusan investasi yang tepat berdasarkan nilai wajar yang sudah dihitung, dan mengetahui pendekatan penilaian harga saham mana yang lebih akurat. Sampel penelitian ini sebanyak tujuh perusahaan yang membagikan dividen secara konsisten selama kurun waktu penelitian. Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling*. Data yang digunakan adalah data sekunder. Kesimpulan penelitian ini adalah rata-rata ketujuh saham perusahaan pada tahun 2013-2017 berada dalam kondisi *undervalued*, penilaian harga saham yang paling akurat adalah pendekatan *Price Earning Ratio* yang memiliki nilai *Root Mean Square Error* terkecil, dan pengambilan keputusan investasi yang paling tepat adalah membeli saham perusahaan sektor barang konsumsi karena dinilai *undervalued*.

Terkait penelitian Sim dan Wright (2017), penelitian ini bertujuan untuk mengevaluasi masa depan saham yang terkait dengan menggunakan *dividend discount model*. Populasi dalam penelitian ini adalah 30 perusahaan yang saat ini menghasilkan meningkatkan DJIA, dan menggunakan data dividen untuk periode 17 tahun dari 1998 hingga 2014. Hasil dari analisis dividen historis dari 20 perusahaan DJIA yang tersisa menunjukkan bahwa persentase kenaikan dividen selama periode 17 tahun tidak terkait

dengan peningkatan waktu . Artinya, peningkatan di tahun-tahun berikutnya tidak cenderung lebih tinggi atau lebih rendah dari persentase kenaikan di tahun-tahun awal.

Penelitian yang dilakukan oleh Gacus dan Hinlo (2018) bertujuan untuk menguji keandalan DDM pertumbuhan konstan dalam penilaian perusahaan-perusahaan saham biasa terpilih di Bursa Efek Filipina (PSE). Keakuratan DDM pertumbuhan konstan untuk memprediksi nilai saham biasa dibandingkan dari yang sebenarnya nilai menggunakan persentase kesalahan absolut rata-rata simetris (sMdAPE), dan kemudian menguji apakah median perbedaan antara nilai yang diprediksi dan nilai aktual dari perusahaan yang terdaftar dalam saham biasa adalah signifikan menggunakan uji peringkat bertanda Wilcoxon. Hasil penelitian menunjukkan bahwa mayoritas perusahaan memiliki sMdAPE lebih sedikit dari 30%. Ini berarti bahwa kesalahan untuk memprediksi nilai saham biasa di antara perusahaan adalah kurang dari 30%. Selanjutnya, nilai prediksi 15 perusahaan saham biasa tidak berbeda secara signifikan dari yang sebenarnya nilai (nilai prediksi secara statistik sama dengan nilai aktual). Hasilnya sesuai dengan teori itu menggunakan dividen per saham dapat memprediksi harga saham biasa menggunakan DDM pertumbuhan konstan. Berdasarkan model, investor mau membeli, memegang atau menjual saham. Oleh karena itu, DDM pertumbuhan konstan adalah model yang dapat diandalkan memprediksi harga saham biasa di antara 15 perusahaan yang terdaftar di PSE.

Penelitian Betancur-Duque dan Jiménez-Echeverri (2019) menganalisis peluang investasi di perusahaan publik di Pasifik Negara-negara aliansi menggunakan model diskon dividen. Perangkat lunak Economática digunakan untuk mengumpulkan banyak data harga penutupan saham yang diperdagangkan pada April 2018, dividen per saham, pendapatan per berbagi, koefisien beta, dan Return on Equity (ROE). Selanjutnya, saham dinilai, dan hasil dibandingkan dengan indeks MSCI (*Morgan Stanley Capital International*) untuk Persekutuan Pasifik. Hasilnya menunjukkan overvaluasi umum dari saham yang diteliti. Meksiko menonjol dengan overvaluasi di atas rata-rata, volatilitas tinggi, dan ROE rata-rata yang lebih besar. Signifikan hubungan juga diamati antara ROE dan rasio kekuatan cadangan saham tersebut. Itu indeks penilaian berlebih menunjukkan hipotesis bahwa dividen tidak dapat secara efisien mewakili yang jelas ekspektasi nilai suatu perusahaan. Namun, inefisiensi tersebut dapat disebabkan oleh metodologi yang digunakan untuk menentukan tingkat diskonto, yang menghasilkan tingkat diskonto lebih tinggi dari pasar secara implisit menerima. Apapun, penilaian dengan model diskon

dividen dapat berfungsi sebagai titik referensi untuk peluang investasi di perusahaan-perusahaan di Aliansi Pasifik.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Pasar Modal

Pasar modal adalah pasar efek jangka panjang dimana dengan jatuh tempo yang lebih dari 1 tahun, seperti saham dan obligasi dibeli dan dijual (Gitman, 2017:68).

Menurut Keown (2017:561), pasar modal adalah semua institusi dan prosedur yang memfasilitasi transaksi dalam instrumen keuangan jangka panjang.

Menurut Tandelilin (2017:25), pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjual-belikan sekuritas. Pasar modal juga dapat diartikan sebagai pasar untuk memperjual-belikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari 1 tahun, seperti saham, obligasi dan reksa dana.

2.2.1.1 Manfaat Pasar Modal

Menurut Halim (2018:3) mafaat dari pasar modal adalah sebagai berikut:

1. Menyediakan sumber pembiayaan jangka panjang bagi dunia usaha.
2. Menyediakan wahana investasi bagi investor sekaligus memungkinkan upaya diversifikasi.
3. Penyebaran kepemilikan perusahaan sampai lapisan masyarakat menengah.
4. Penyebaran keterbukaan, profesionalisme, dan menciptakan iklim berusaha yang sehat.
5. Memberikan kesempatan memiliki perusahaan yang sehat dan mempunyai prospek.
6. Sebagai alternatif investasi yang memberikan potensi profit dengan risiko yang bisa diperhitungkan melalui keterbukaan, likuiditas dan diversifikasi.

2.2.1.2 Fungsi Pasar Modal

Fungsi Pasar Modal menurut Tandelilin (2017:25) sebagai lembaga perantara (*intermediaries*). Fungsi ini menunjukkan peran penting pasar modal dalam menunjang perekonomian karena pasar modal dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan dana di pihak yang mempunyai kelebihan dana.

2.2.1.3 Instrumen Pasar Modal

Menurut Tandelilin (2017:39), instrumen pasar modal dalam konteks praktis lebih banyak dikenal dengan sebutan sekuritas. Sekuritas (*securities*), atau juga disebut efek atau surat berharga merupakan aset finansial (*financial asset*) yang menyatakan klaim

keuangan. Instrumen keuangan yang diperdagangkan di pasar modal merupakan instrumen jangka panjang (jangka waktu lebih dari 1 tahun) seperti saham, obligasi, waran, right, reksadana, dan berbagai instrumen derivative seperti option, futures, dan lain-lain. Instrumen keuangan (produk) yang diperdagangkan di Pasar Modal Indonesia:

1. Saham

Saham (stock) merupakan salah satu instrument pasar keuangan yang paling populer. Menerbitkan saham merupakan salah satu pilihan perusahaan ketika memutuskan untuk memperoleh pendanaan perusahaan.

2. Surat Utang (obligasi)

Surat utang (obligasi) merupakan salah satu efek yang tercatat di Bursa disamping efek lainnya seperti saham, sukuk, efek, beragun efek (EBA) maupun dana investasi di real estat (DIRE). Obligasi dapat dikelompokkan sebagai efek bersifat utang disamping sukuk. Obligasi dapat dijelaskan sebagai surat utang jangka menengah panjang yang dapat dipindahtangankan, yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut. Obligasi dapat diterbitkan oleh korporasi maupun negara.

3. Reksadana

Reksadana merupakan salah satu alternatif investasi bagi masyarakat pemodal, khususnya pemodal kecil dan pemodal yang tidak memiliki banyak waktu dan keahlian untuk menghitung risiko atas investasi mereka. Reksadana dirancang sebagai sarana untuk menghimpun dana dari masyarakat yang memiliki modal, mempunyai keinginan untuk melakukan investasi, namun hanya memiliki waktu dan pengetahuan yang terbatas. Selain itu reksadana juga diharapkan dapat meningkatkan peran pemodal local untuk berinvestasi dipasar modal Indonesia. Umumnya, reksadana diartikan sebagai wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio Efek dan Manajer Investasi.

Mengacu kepada Undang-Undang Pasar Modal No.8 Tahun 1995, pasal 1 ayat (27) didefinisikan bahwa Reksadana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi.

Ada tiga hal yang terkait dari definisi tersebut yaitu: Pertama, adanya dana dari masyarakat pemodal; Kedua, dana tersebut diinvestasikan dalam portofolio

efek; Ketiga, dana tersebut dikelola oleh manajer investasi. Dengan demikian, dana yang ada dalam reksadana merupakan dana bersama para pemodal, sedangkan manajer investasi adalah pihak yang dipercaya untuk mengelola dana tersebut.

4. Exchange Trade Fund (ETF)

ETF adalah reksadana berbentuk kontrak investasi kolektif yang unit penyertaannya dipedagangkan di bursa efek. Meskipun ETF pada dasarnya adalah reksadana, produk ini diperdagangkan seperti saham-saham yang ada di bursa efek. ETF merupakan penggabungan antara unsur reksadana dalam hal pengelolaan dana dengan mekanisme saham dalam hal transaksi jual maupun beli.

5. Derivatif

Derivatif merupakan kontrak atau perjanjian yang nilai atau peluang keuntungannya terkait dengan kinerja aset lain. Aset lain ini disebut sebagai underlying assets. Efek derivatif merupakan efek turunan dari efek “utama” baik yang bersifat penyertaan maupun utang. Efek turunan dapat berarti turunan langsung dari efek “utama” maupun turunan selanjutnya. Dalam pengertian yang lebih khusus, derivative merupakan kontrak finansial antara dua atau lebih pihak-pihak guna memenuhi janji untuk membeli atau menjual assets/commodities yang dijadikan sebagai obyek yang diperdagangkan pada waktu dan harga yang merupakan kesepakatan bersama antara pihak penjual dan pihak pembeli. Adapun nilai dimasa depan dari obyek yang diperdagangkan tersebut sangat dipengaruhi oleh instrument induknya yang ada di spot market.

2.2.2 Harga Saham

Harga saham adalah harga suatu saham yang terjadi di pasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan para pelaku pasar serta permintaan dan penawaran saham yang bersangkutan di pasar bursa (Jogiyanto, 2017: 2008) .

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.

2.2.3 Valuasi Saham (*Valuation*)

Penilaian atau *valuation* termasuk dalam kategori ilmu seni (*art*) dan bukan dari ilmu pengetahuan (*science*). Penilaian disebut seni karena sangat bergantung pada perspektif. Penilaian hanya bisa memberikan suatu kisaran nilai, bukan nilai yang tepat (*precise value*) dan bukan nilai yang pasti (*absolute value*) dari suatu aset, sekalipun dalam teknik melainkan penilaian penilai banyak menggunakan perhitungan matematis dan rumus-rumus keuangan. Hal itu karena saat melakukan perhitungan, penilai banyak menggunakan unsur asumsi-asumsi, perkiraan-perkiraan, dan proyeksi-proyeksi atau rencana kerja. Pada akhirnya, penilaian sangat bergantung pada unsur pertimbangan (*judgment*) dan pembenaran (*justification*) penilai yang kadang subjektif.

Pertanyaan berikutnya adalah apabila penilaian merupakan ilmu seni yang tidak dapat memberikan kepastian akan nilai, mengapa perusahaan masih harus repot-repot mempelajari penilaian? Walau tidak memberikan nilai yang tepat dan pasti atas harga suatu perusahaan, penilaian memberikan arahan (*guidance*) untuk indikasi/taksiran/kisaran atas nilai suatu perusahaan. Penilaian dapat diterima karena proses penilaian tersebut menggunakan pendekatan dan metodologi yang sistematis, yang dapat dipertanggungjawabkan secara ilmiah. Analisis penilaian dapat diterima secara universal dan umum (*common and universal acceptance*).

Kita bisa membayangkan bila suatu perusahaan mau mengakuisisi perusahaan lain, dan tidak ada dasar yang digunakan untuk menentukan atau menaksir harga saham perusahaan yang mau diakuisisi itu. Penjual akan mengatakan berdasarkan hasil kontemplasi (*contemplation*) atau renungannya, bahwa perusahaan yang akan dia jual berharga Rp100 miliar, sementara pembeli akan mengatakan tidak mungkin, karena berdasarkan perasaannya (*feeling*), nilai perusahaan tersebut cuma satu miliar rupiah. Tanpa menggunakan metode yang baku dalam menilai, penjual dan pembeli tentu akan brandai-andai dan memberikan nilai atas kontemplasi, perasaan, atau intepretasinya masing-masing, bila hanya berdasar subjektivitas dan kepentingan (*interest*) masing-masing penjual dan pembeli, serta tidak ada patokan pendekatan baku, akan sulit atau hampir tidak mungkin mendapatkan titik temu untuk mencapai kesepakatan (*deal*) antara penjual dan pembeli.

Oleh karena itu, penilaian dengan metodologi baku/akademis tetap diperlukan. Karena penilaian dilakukan dengan menggunakan suatu metodologi yang telah berlaku

umum, penjual dan pembeli digiring dengan kerangka pemikiran yang sama dalam menghitung harga saham perusahaan.

Pertanyaan berikutnya adalah apabila penjual dan pembeli telah mengakui kerangka penilaian yang sama, mengapa perhitungan antara penjual dan pembeli masih sering berbeda? Jawabannya ada 2 alasan, yaitu (1) pemilihan metodologi yang berbeda; dan (2) variable-variable masukan (*input variables*) yang digunakan dalam penilaian tersebut berbeda. Kedua alasan ini akan dijelaskan lebih lanjut sebagai berikut:

1. Pemilihan metodologi

Dalam penilaian, ada beberapa metodologi yang digunakan meski antara penjual dan pembeli bisa saja mempunyai perbedaan justifikasi dan preferensi atas metode-metode penilaian yang digunakan. Misalnya, dalam jual-beli perusahaan real estate yang masih dalam tahap awal perencanaan dan belum dikomersialkan, pihak penjual mungkin bisa memberikan preferensi dengan menggunakan metode Discounted Cash Flow karena nilai perusahaan akan lebih tinggi dengan mempertimbangkan potensi arus kas kedepan yang bisa didapatkan jika proyek pembangunan telah berjalan. Di sisi lain, pihak pembeli mempunyai preferensi untuk menekan harga beli, maka mereka akan menggunakan metode price to book multiple atau replacement value, karena melihat dari prespektif berapa nilai sesungguhnya (*real value*) harga pasar tanah yang dikuasai perusahaan.

2. Variabel-variabel masukan yang digunakan

Dalam kondisi antara penjual dan pembeli telah menyetujui menggunakan metodologi yang sama, sebagai contoh metode Discounted Cash Flow, tetap ada kemungkinan hasil akhir nilai perusahaan berbeda. Salah satu penyebabnya ialah penggunaan variable-variabel masukan yang berbeda. Dengan kata lain, karena variabel-variabel masukan disusun oleh asumsi-asumsi yang berbeda, hasil akhir (*output*), yaitu nilai perusahaan juga berbeda, misalnya, asumsi proyeksi atas harga jual perunit bebrapa tahun ke depan antara penjual dan pembeli bisa saja berbeda. Umumnya, pihak penjual akan menggunakan asumsi-asumsi lebih optimis dan agresif, sementara pihak pembeli cenderung menggunakan asumsi-asumsi yang lebih konservatif.

Walau ada perbedaan persepsi kedua belah pihak dan kepentingan (*interest*) berbeda yang tidak bisa dihindari, adanya metode penilaian dan pendekatan perhitungan yang sama akan memudahkan terjadinya titik temu kesepakatan (*deal point*). Metode

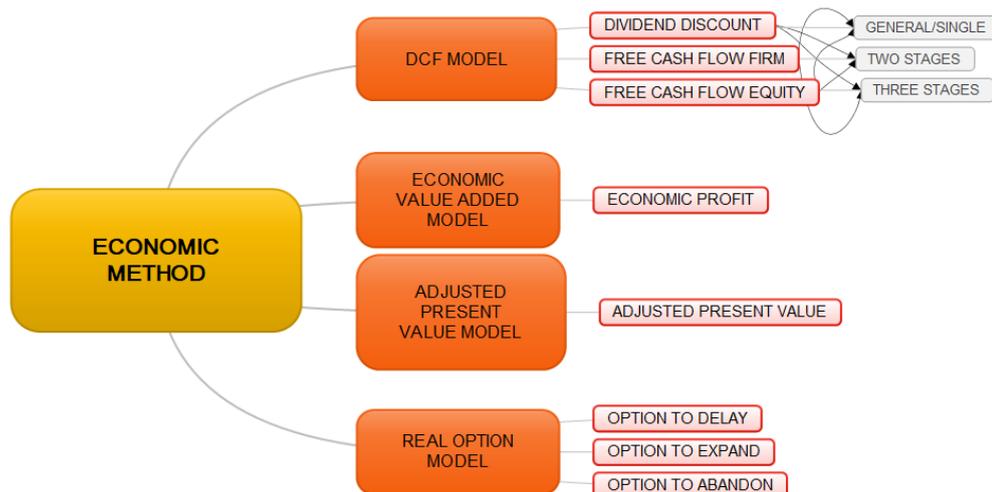
penilaian yang didukung argumentasi akademik yang mempunyai dasar ilmiah akan mempersempit (*narrow down*) ruang perbedaan antara pihak penjual dan pembeli.

3. Metode-metode penilaian secara umum

Penilaian sangat dinamis dan metode-metode penilaian terus berkembang dari waktu ke waktu. Ada beberapa metode penelitian yang digunakan dalam berbagai *text book* dan jurnal-jurnal. Untuk memberikan pembahasan yang lebih sistematis, buku ini mengategorikan metode penelitian dalam tiga kategori besar, yaitu:

1. Metode Penilaian Ekonomis (Economic Valuation Method)
2. Metode Penilaian Relatif dan Pasar (Relative/Market Valuation Method)
3. Metode Berbasis Aset (Asset Based Valuation Method)

Setiap metode mempunyai beberapa model dan teknik penilaian. Masing-masing metode akan dijabarkan lebih rinci dalam beberapa subbab ini. Dalam metode ekonomis ada beberapa model yang digunakan, antara lain model *Discounted Cash Flow*, *Economic Value Added (EVA)*, *Adjusted Present Value (APV)*, dan *Real Option*. Dalam model *Discounted Cash Flow* sendiri ada beberapa teknik, seperti teknik pendiskontoan *dividen*, *free cash flow enterprise*, dan *free cash flow equity*. Dalam metode relatif ada beberapa model, seperti *multiplies revenue*, *earnings*, *book*, dan lain-lainnya. Dan, dalam metode berbasis aset terdiri atas beberapa model, antara lain model *liquidation*, *relizeable asset*, dan *replacement*.



Gambar 2.1 metode-metode, model-model, serta tehnik-tehnik dalam penilaian.

Menurut Tandelilin (2017:305) dalam penilaian saham dikenal adanya tiga jenis nilai, yaitu :

1. Nilai Buku

Nilai Buku merupakan nilai yang dihitung berdasarkan pembukuan perusahaan penerbit saham (emiten).

2. Nilai Pasar

Nilai Pasar adalah nilai saham di pasar, yang ditunjukkan oleh harga saham tersebut di pasar.

3. Nilai Wajar

Nilai Wajar atau dikenal sebagai nilai teoretis adalah nilai saham yang sebenarnya atau seharusnya terjadi.

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).

Metode pendekatan yang digunakan dalam valuasi saham perbankan ada beberapa macam, sehingga kita dapat memilih metode yang tepat untuk menganalisis saham perusahaan yang dipilih. Dalam penelitian ini, pendekatan yang digunakan dalam melakukan valuasi saham adalah menggunakan metode *Dividend Discount Model* (DDM) atau Gordon Model.

Dengan adanya valuasi saham (penilaian nilai wajar) yang dilakukan, diharapkan dapat membantu para investor dalam menentukan keputusan investasi sebagai berikut:

Jika harga pasar saat ini < perkiraan nilai wajar "*undervalued*".

Jika harga pasar saat ini > perkiraan nilai wajar "*overvalued*".

Jika harga pasar saat ini = perkiraan nilai wajar "*fairvalued*".

Sehingga calon investor atau investor tidak salah dalam pengambilan keputusan pembelian saham maupun penjualan saham yang telah dimilikinya. Jika hasil analisis menunjukkan *undervalued* maka keputusan yang diambil adalah membeli saham tersebut, karena harga saham tergolong murah. Sebaliknya, jika hasilnya *overvalued* maka keputusan yang diambil adalah menjual saham tersebut karena harga saham tergolong mahal. Namun jika hasilnya *fairvalued* maka keputusannya adalah *hold* atau menunggu sementara, yang artinya jika belum memiliki saham maka menunggu hingga harganya turun dan sebaliknya jika sudah memiliki saham maka menunggu hingga harganya naik.

2.2.4 Beberapa metode valuasi saham

Penjelasan lebih rinci dan tehnik-tehnik yang digunakan masing-masing metode akan dijelaskan pada sub materi. Penjelasan singkat masing-masing metode penelitian adalah sebagai berikut:

A. Metode Penilaian Ekonomis

Metode penilaian ekonomi berangkat dari perspektif investor terhadap potensi keuntungan yang diterjemahkan dalam potensi arus kas yang akan didapat perusahaan tempat ia berinvestasi dimasa yang akan datang dengan tetap mempertimbangkan faktor ketidakpastian yang direfleksikan dalam biaya modal (*cost of capital*). Hal paling utama yang selalu menjadi perhatian utama dari para investor adalah risiko. Secara umum, para investor yang bijaksana selalu memilih investasi yang memberikan investasi terendah untuk mendapatkan *return* yang sama. Berdasarkan prinsip itu, maka setiap investasi yang

memberikan risiko lebih besar, harus diimbangi dengan tingkat keuntungan yang lebih besar pula. Istilah keuangan yang sering kita dengar adalah (1) Makin tinggi risiko, makin tinggi tingkat pengembalian (*High risk High Return*); (2) Makin rendah risiko, makin rendah tingkat pengembalian (*Low Risk Low Return*); (3) Tidak ada risiko tidak ada tingkat pengembalian (*No Risk No Return*). Jadi, risiko dan keuntungan yang diharapkan investor selalu memiliki korelasi positif.

B. Metode Penilaian Relatif

Metode penilaian relative (*relative valuation*) atau sering disebut juga metode penilaian pasar (*market valuation*) berangkat dari pemikiran bahwa nilai aset sangat bergantung pada hasil penilaian dari komponen-komponen yang membentuk aset tersebut, tetapi terkadang komponen tersebut susah untuk dihitung atau dikuantifikasi. Untuk mengatasi hal itu, suatu aset dapat dinilai dengan membandingkan aset-aset sejenis/serupa atau dengan transaksi-transaksi pembelian/penjualan sejenis/serupa yang pernah dilakukan atau terjadi sebelumnya. Sesuai dengan terminologinya relatif, maka hasil penilaian dengan metode ini juga sangat relative dan terkadang tidak bisa terlalu sesuai. Hal itu terjadi karena aset-aset atau transaksi-transaksi pembandingan yang benar-benar hampir serupa sangat susah didapatkan.

C. Metode Penelitian Berbasis Aset

Sesuai dengan judulnya, metode penilaian berbasis aset sangat menekankan pada nilai aset dalam menentukan nilai wajar sebuah perusahaan. Metode ini menilai perusahaan, terutama dari fisik dan wujud (*tangible*) aset, yang secara nyata dapat direalisasikan dan dikonversi menjadi kas atau mendekati ekuivalen kas, bila sampai terjadi penjualan atau likuidasi atas aset perusahaan tersebut.

D. Pemilihan Metode Penelitian

Dalam melakukan penilaian, tidak ada aturan main yang bisa mengondisikan, penggunaan metode yang tepat untuk suatu kasustertentu. Tetapi, ada beberapa rujukan yang bisa dijadikan patokan umum dalam penerapan suatu metode tertentu. Selain itu, penggunaan suatu metode atau model dalam penilaian akan sangat bergantung pada justifikasi penilai. Biasanya, semakin tinggi pengalaman seorang penilai, semakin bijak penilaian tersebut menentukan metode yang tepat.

Metode *relative valuation* cukup populer, karena merupakan metode yang paling sederhana dan tidak memerlukan teknik penilaian yang melibatkan banyak variable.

Metode ini sering dipakai untuk *initial pricing exercise* dan juga sebagai *cross check* setelah dilakukan penilaian dengan metode lain. Metode *relative valuation* terdiri atas beberapa model yang berbasis *multiple revenue, earnings, asset*, dan lain-lain. Beberapa model *valuation relative* yang populer adalah penilaian dengan *multiple Price to Equity (P/E)*, *Enterprise Value to Earning before Interest Tax Depreciation Amortisation (EV/EBITDA)* dan *Price to Book (P/B)*.

Di antara sekian banyak metode penilaian, metode yang paling lazim dan banyak digunakan untuk dijadikan acuan adalah metode ekonomis, seperti model *Discounted Cash Flow (DCF)*. Model *Economic Value Added (EVA)* merupakan salah satu model yang dikembangkan berdasarkan konsep nilai tambah. Model ini sering dikenal juga dengan istilah *Economic Profit*. Model *Economic Value Added (EVA)* menilai perusahaan dengan mengukur nilai tambah dari investasi yang lebih, setelah memperhitungkan semua biaya terkait dengan modal yang diinvestasikan dalam usaha. Model EVA tidak terlalu populer dibandingkan dengan metode DCF, namun konsep nilai tambah itu sendiri sering dipakai sebagai acuan untuk memberikan *rating* kinerja perusahaan untuk menganalisis nilai tambah investasi dari perspektif investor.

Model *Real Option* merupakan model modern yang digunakan untuk menilai perusahaan. Model ini dikembangkan dari instrument *option* yang digunakan dalam pasar keuangan. Penerapan *option* dilakukan dalam praktik riil untuk menilai perusahaan, sehingga terminologinya disebut *real option valuation*. Model *real option* dalam praktiknya tidak kesulitan dalam menentukan *proxy* buat variable-variabel masukan untuk menghitung model *option*. Tidak seperti beberapa instrumen keuangan yang variabel *input*-nya, bisa diperoleh dari perhitungan statistik dengan data historis, dalam kasus riil perusahaan, penentuan *proxy* variabel *input*, misalnya voltalitas, memerlukan estimasi dengan menjalankan beberapa scenario “*if*” dan kadang-kadang melibatkan pertimbangan subjektif penilai.

Dalam metode berbasis aset, beberapa model yang digunakan adalah *relizeable asset, liquidation value, dan replacement value*. Model *relizeable asset* merupakan model yang secara logis dapat diterima, karena penilaian lebih menekankan pada nilai aset yang dapat direalisasikan. Nilai realisasi aset disesuaikan dari nilai buku di neraca. Model *liquidation* dan *replacement value*, umumnya memerlukan keterlibatan penilai aset untuk menentukan nilai likuiditas dan nilai pengganti dari aset-aset terutama aset tetap perusahaan.

Beberapa ahli memeberikan petokan umum mengenai metode dan model yang

relevan untuk perusahaan-perusahaan. Salah satunya adalah metode menyeleksi model dengan berdasarkan tingkat kehidupan (*Life Cycle*) usaha yang diilustrasikan.

2.2.5 Cost of Capital

Cost of Capital adalah *rate* yang dipakai untuk melakukan diskonto arus kas bersih masa akan datang (*future free cash flow*) ke posisi sekarang atau ke posisi *cut off* saat penilaian itu dilakukan. Ada beberapa fitur dari *cost of capital* :

- *Cost of Capital* mempersentasikan *weight average cost of capital* atau biaya modal rata-rata tertimbang semua biaya dari sumber modal yang digunakan, karena *free cash flow* merefleksikan kas yang tersedia bagi semua penyedia modal.
- *Cost of capital* dihitung dalam *post-tax terms* karena *free cash flow* diekspresikan dalam *post-tax terms*.
- *Cost of capital* didefinisikan dalam *nominal term*, karena *free cash flow* tercatat dalam *nominal terms*.
- *Cost of capital* dilihat berdasarkan nilai pasar (*market value*) tertimbang untuk setiap komponen pendanaan sebagai *market value*, bukan nilai buku, yang mempersentasikan klaim ekonomis dari berbagai pihak penyedia modal.
- *Cost of capital* merefleksikan risiko yang ditanggung oleh berbagai pihak penyedia modal.

Berkaitan dengan risiko, secara umum risiko investasi dari yang paling tinggi ke paling rendah adalah sebagai berikut: (1) *Common Stock*; (2) *preferred stock*; (3) utang. Untuk itu, *rule of thums* dari *cost of capital* adalah sebagai berikut:

Cost of Common Stock (ks) > Cost of Preferred Stock (kp) > Cost of Debt (kd)

2.2.6 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

CAPM adalah metode yang dikembangkan dari teori portofolio investasi. Model ini memelopori oleh Sharpe, Lintner, dan Mossin pada awal tahun 1964. CAPM merupakan metode yang paling umum digunakan oleh penilai dalam menentukan biaya ekuitas (*cost of equity*) perusahaan.

Teori portofolio berangkat dari pemikiran bahwa proses penentuan investasi bukan sekadar menentukan investasi dan menjumlahkan semua sekuritas tersebut untuk melihat totalitas portofolio, melainkan lebih dari itu. Investasi juga harus memperhatikan hubungan antara risk dan return antara sekuritas-sekuritas yang membentuk portofolio tersebut. Misalnya, apakah sekuritas-sekuritas tersebut bergerak ke arah yang sama atau berlawanan dalam kondisi tertentu. Model ini melakukan perhitungan risiko yang tidak

dapat didiversifikasi atau resiko non-sistematis dalam suatu portofolio dan membandingkannya dengan prediksi expected return. Tujuan utama teori portofolio adalah menentukan kombinasi investasi sekuritas-sekuritas yang memperoleh tingkat keuntungan maksimum dalam takaran risiko yang telah ditentukan.

Model CAPM adalah model yang mendeskripsikan hubungan antara risk dan return sekuritas-sekuritas yang membentuk portofolio investasi dan digunakan untuk menentukan harga sekuritas yang berisiko.

Ada beberapa asumsi pada model CAPM, yaitu:

- Tidak ada biaya transaksi, yaitu biaya-biaya pembelian dan penjualan saham, seperti biaya broker, biaya penyimpanan saham (custodian), dan lain-lain. Pada kenyataannya, jual-beli saham dikenakan biaya transaksi sehingga mengurangi return investasi tersebut dan akan menjadi pertimbangan investor dalam membuat keputusan investasi.
- Saham dapat dipecah-pecah dalam suatu satuan yang tidak terbatas, sehingga investor dapat membeli saham dalam ukuran pecahan. Jika harga saham sebuah perusahaan Rp.4.000 per lembar, investor dapat membeli saham tersebut sebanyak 0,1 lembar saham dengan dana Rp.400. Pada kenyataannya, saham dibeli dalam satuan lot (1 lot = 100 lembar saham). Jadi, tidak mungkin membeli saham dalam lembar pecahan.
- Tidak ada pajak pendapatan pribadi, sehingga bagi investor tidak masalah apakah mendapatkan return dalam bentuk dividen atau capital gain. Pada kenyataannya, dividend an capital gain dikenakan pajak. Perbedaan tarif pajak dividend an capital gain itu tentu akan mempengaruhi investor dalam memilih saham yang akan dimasukan kedalam portofolio. Apabila tarif pajak dividen lebih kecil daripada tariff pajak capital gain, investor akan memilih saham-saham yang memberikan dividen besar dan short sale saham-saham yang memberikan dividen kecil.
- Seseorang tidak dapat mempengaruhi harga saham dengan membeli atau menjual saham yang dimilikinya. Informasi tersedia untuk semua investor dan dapat diperoleh dengan bebas dan tanpa biaya, sehingga harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang ada. Asumsi ini mengindikasikan bahwa pasar modal berbentuk pasar persaingan sempurna, dan investor secara perorangan tidak dapat mempengaruhi harga saham. Harga saham hanya dipengaruhi oleh tindakan investor secara bersama-sama. Apabila melihat struktur kepemilikan saham perusahaan di Indonesia, tampak bahwa hanya sebagian kecil saham suatu perusahaan public yang dijual kepada masyarakat. Sebagian besar lainnya dimiliki

oleh individu, keluarga, atau institusi, sehingga pemegang saham mayoritas dapat mempengaruhi harga saham melalui jual-beli saham-saham yang dimilikinya.

- Investor adalah orang yang rasional. Mereka membuat keputusan investasi hanya berdasarkan risiko (standar deviasi) dan expected return portofolio sesuai model Markowitz. Investor mempunyai input yang sama dalam membentuk portofolio efisien. Asumsi ini dikenal sebagai homogeneous expectations. Semua investor mendefinisikan periode investasinya dengan cara yang persis sama (one-period horizon), sehingga expected return dan standar deviasi portofolio pada periode tersebut akan sama untuk setiap investor. Asumsi ini juga menyatakan bahwa investor bersifat myopic atau melihat dalam jangka waktu dekat dan mengabaikan apa yang terjadi setelah periode tersebut. Pada kenyataannya, investor mempunyai sikap, pengetahuan, dan mengolah informasi yang berbeda, sehingga preferensi terhadap return dan risiko berbeda pula. Selain itu, setiap investor mempunyai periode investasi yang berbeda-beda pula, jangka pendek, jangka menengah, dan jangka panjang yang dapat dinyatakan dalam satuan hari, bulan, dan Tahun.
- Semua saham dapat dipasarkan (*marketable*), termasuk human capital. Semua set tersebut dapat dibeli dipasar. Pada kenyataannya, tenaga kerja, pendidikan (*human capital*), perusahaan, gedung pemerintah, lapangan terbang tidak dapat atau sangat sulit dijualbelikan.

Rumus atau persamaan CAPM sebagai berikut:

$$R = R_f + [B \times (R_m - R_f)] \dots\dots\dots 2.1$$

R= Expected return sekuritas

Rf= Risk-free rate atau tingkat bebas risiko

B= Beta saham (systematic risk)

Rm=Expected return of the market

2.2.7 Variabel Penentu Cost of Equity

Berikut adalah beberapa variabel yang menentukan *cost of equity* akan dijelaskan lebih rinci sebagai berikut:

1. Risk Free Rate

Risk Free Rate mempersentasikan tingkat pengembalian instrumen keuangan yang bebas resiko. Dalam kenyataannya, tidak benar-benar ada suatu instrument yang benar-benar bebas risiko. Namun *risk free rate* ini dapat diwakili dengan suatu instrumen yang mempunyai risiko yang sangat rendah atau memiliki kemungkinan *default* sangat kecil bahkan hampir tidak ada, atau dengan kata lain instrumen yang mempunyai zero beta.

2. Market Risk Premium

Market Risk Premium adalah selisih *market return* yang diharapkan dengan *risk free rate*. Secara umum, *market risk premium* bisa diukur dengan data historis ataupun data *forward*. *Risk premium* historis adalah selisih antara *return* rata-rata dari saham dan rata-rata *risk free* historis.

3. Koefisien Beta

Koefisien beta adalah koefisien yang dipakai untuk mengukur pengaruh perubahan pasar terhadap suatu sekuritas. Beta diperoleh dengan melakukan regresi tingkat keuntungan sekuritas terhadap tingkat keuntungan pasar (BEI) yang efisien. Dalam hal sekuritas dengan koefisien beta 1,2 akan bergerak secara rata-rata 1,2 kali terhadap *market return*.

2.2.8 Arbitrage Pricing Theory

Model yang paling populer dalam menghitung *cost of equity* adalah metode CAPM. Selain CAPM, ada metode lain yang dapat digunakan, yaitu Arbitrage Pricing Theory (APT). APT adalah aset pricing model yang didasarkan pada ide bahwa pengembalian sebuah aset dapat diprediksi dengan memperhatikan hubungan yang ada diantara aset dan faktor-faktor risiko yang umum. Theory ini dikembangkan oleh Stephen Ross pada tahun 1976. Teori ini memprediksi hubungan tingkat return sebuah portofolio dan return dari aset tunggal melalui kombinasi linear dari banyak variabel makro ekonomi yang mandiri.

Ide inti dari APM adalah hanya sejumlah kecil pengaruh sistematis yang mempengaruhi rata-rata return sekuritas dalam jangka panjang. Multi-faktor model memungkinkan aset untuk memiliki tidak hanya satu pengukuran dari risiko sistematis. Setiap ukuran menentukan sensitivitas aset terhadap faktor tersebut. Jika model faktor adalah benar dan aset tidak memiliki risiko tertentu, hukum satu harga menyiratkan bahwa return yang diharapkan dari aset apapun hanya berupa fungsi linear dari return yang diharapkan dari aset-aset lainnya. Jika ini terjadi, arbitrase akan mampu membuat long (beli) short (jual) trading strategy tanpa biaya awal (initial cost), namun akan memberikan keuntungan positif.

Model APM merupakan pengembangan dari CAPM yang tidak hanya memperhitungkan satu faktor risiko, tetapi multiple factors.

Rumus model APM adalah sebagai berikut:

$$K_e = r_f + b_1RP_1 + b_2RP_2 + \dots + b_nRP_n \dots\dots\dots 2.2$$

Keterangan:

K_e = Tingkat pengembalian dari suatu saham dan portofolio

r_f = Tingkat suku bunga bebas risiko

B_i = Sensitivitas harga saham perusahaan terhadap perubahan-perubahan yang tidak pasti didalam kondisi-kondisi makro ekonomi

RP_i = Risiko premium pasar terkait perubahan yang tidak diharapkan dari faktor ekonomi ($i = 1, \dots, n$)

n = Jumlah dari faktor ekonomi yang relevan

Faktor risiko yang dipakai dalam model APM diwakili oleh B_i yang merupakan ukuran sensitivitas dari return saham terhadap kondisi perubahan dalam konteks economic force. Tentunya faktor economic force sangat luas dan patut dipertimbangkan untuk diukur terhadap return saham, tetapi dalam beberapa buku akademik, umumnya hanya lima faktor economic force utama yang dipakai, antara lain:

- Perubahan dalam tingkat inflasi yang diharapkan
- Perubahan yang tidak terantisipasi dalam inflasi
- Perubahan yang tidak terantisipasi dalam produksi industry
- Perubahan yang tidak terantisipasi dalam *yield differential* antara *low-and high-grande bonds (the default-risk premium)*
- Perubahan yang tidak terantisipasi dalam *yield differential* antara *long-term and short-term bonds (the term structure of interst rates)*

Diluar kelima faktor tersebut, ada beberapa faktor ekonomi lain yang juga kadang-kadang digunakan oleh para analis, antara lain tingkat perubahan suku bunga, perubahan tingkat kurs valuta asing, perubahan harga komoditas, seperti emas, minyak, perubahan indikator tingkat kepercayaan investor, dan faktor-faktor lainnya.

Dalam praktiknya, model APM ini kurang populer, karena untuk menentukan faktor-faktor economic force dan mengukur perubahannya cukup sulit dan terkadang tidak ada data yang memadai untuk diukur.

2.2.9 Dividen Discount Model

Saat beinvestasi pada saham, investor mengharapkan tingkat pengembalian (return) dari dua hal, yaitu dividend dan keuntungan modal (capital gain). Hal ini berlaku baik untuk investasi pada perusahaan terbuka, pasar modal, maupun perusahaan tertutup (private).

Ada 3 model valuation dengan dividen discount model dalam beberapa topik, antara lain:

- Model umum dividend discount
- Model two stages dividend discount
- Model three stages dividend discount

- Model Umum Dividend Discount

Jika dividend tumbuh dengan growth rate (g) yang konstan, dividend yang diharapkan setiap tahun adalah sebagai berikut:

$$E(D_1) = D_0 \times (1 + g)$$

$$E(D_2) = E(D_1) \times (1 + g) = D_0 \times (1 + g)^2 \dots\dots\dots 2.3$$

$$E(D_n) = D_0 \times (1 + g)^n$$

Dan PV dari harga saham perusahaan tersebut adalah sebagai berikut:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+Ke)^1} + \frac{D_1(1+g)}{(1+Ke)^2} + \frac{D_1(1+g)^2}{(1+Ke)^3} + \dots \infty \dots\dots\dots 2.4$$

Atau dapat disederhanakan sebagai berikut:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+Ke)^t} \dots\dots\dots 2.5$$

Keterangan:

P_0 = Harga pasar dari saham saat ini

D_t = Dividen yang diharapkan untuk dibayarkan pada setiap akhir periode t

ke = Required rate of return yang diharapkan pemegang saham

Jika dividen diharapkan bertumbuh pada suatu *rate* yang konstan sebesar g persen per tahun, rumus tersebut dapat disederhanakan sebagai berikut:

$$P = \frac{D_1}{ke-g} \dots\dots\dots 2.6$$

Untuk mencari ke , kita bisa menggunakan rumus berikut:

$$ke = \frac{D_1}{P_0} + g = \frac{D_0(1+g)}{P_0} + g \dots\dots\dots 2.7$$

2.2.9.1 Model Two Stages Dividend Discount

Perhitungan Dividend Discount Model mengasumsikan bahwa expected growth rate akan konstan selamanya. Dalam kenyataannya, tingkat expected growth rate, terutama untuk perusahaan yang baru berkembang, terjadi dalam dua tahap, yaitu *extraordinary growth rate*. Suatu perusahaan diharapkan akan mempunyai *extraordinary growth* untuk periode n tahun kedepan, dan setelah periode n, *growth* tersebut akan stabil selamanya.

Beberapa karakteristik dari *dividend two stages model* adalah sebagai berikut:

Two stages growth model memungkinkan adanya dua tahap dalam pertumbuhan, yaitu *extraordinary growth* (hg) dan *stable growth* (sg)

Pada tahap awal perusahaan, *growth rate* perusahaan belum stabil, disebut juga *extraordinary growth*. Setelah periode n, pertumbuhan akan stabil dan masuk ketahap *stable growth rate* yang akan konstan selamanya.

Secara umum, *growth rate* selama periode awal lebih tinggi dari *stable growth rate*.

Rumus umum *dividend discount two stages model* adalah sebagai berikut:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1+k_{e,hg})^n} \dots\dots\dots 2.8$$

Dan

$$P_n = \frac{DPS_{n+1}}{(k_{e,st}-g_n)} \dots\dots\dots 2.9$$

Keterangan:

DPS_t = Dividen per saham yang diharapkan pada tahun ke-t

$k_{e,hg}$ = Biaya ekuitas pada periode *high growth*

$k_{e,st}$ = Biaya ekuitas pada periode *stable growth*

P_n = Harga saham pada akhir tahun ke-n

g = Tingkat pertumbuhan tinggi untuk n tahun pertama

g_n = Tingkat pertumbuhan selamanya setelah tahun ke-n

Dividend discount model two stages dibagi lagi kedalam dua tipe yaitu:

- *Two stages* dengan *high growth rate* konstan

Model *two stages with constant high growth rate* dapat disederhanakan menjadi:

$$P_0 = \frac{DPS_0(1+g) \times (1 - \frac{(1+g)^n}{(1+k_{e,hg})^n})}{k_{e,hg}-g} + \frac{DPS_{n+1}}{(k_{e,st}-g_n)(1+k_{e,hg})^n} \dots\dots\dots 2.10$$

Keterangan:

DPS_0 = Dividen per saham pada saat ini

DPS_{n+1} = Dividen per saham satu tahun setelah n

$k_{e,hg}$ = Biaya ekuitas pada periode *high growth*

$k_{e,st}$ = Biaya ekuitas pada periode *stable growth*

g = Tingkat pertumbuhan tinggi untuk n tahun pertama

g_n = Tingkat pertumbuhan selamanya setelah tahun ke-n

- *Two stages* dengan H model

Equity value dari dividen yang diharapkan dalam H-Model dirumuskan sebagai berikut:

$$P_0 = \frac{DPS_0(1+g)}{(k_e-g)} + \frac{DPS_0 \times H \times (g_a+g_n)}{(k_e-g_n)} \dots\dots\dots 2.11$$

Keterangan:

DPS_0 = Dividen per saham pada saat ini

P_0 = Nilai perlembar saham saat ini

k_e = Biaya ekuitas

g = Tingkat pertumbuhan awal

g_n = Tingkat pertumbuhan pada akhir 2H

2.2.9.2 Model Three Stages Dividend Discount

Dalam beberapa kasus, perusahaan diharapkan mempunyai tingkat pertumbuhan sampai tiga tahap. Hal ini biasanya dihadapi oleh perusahaan yang mempunyai keunggulan persaingan yang baik sebagai *first mover*, yang model bisnisnya susah direplikasi oleh pesaing dalam waktu dekat. Keunggulan persaingan itu diharapkan bertahan secara stabil untuk suatu periode tertentu (tahap *high growth*), tetapi setelah itu keunggulan persaingan tersebut diharapkan akan menurun, seiring masuknya pesaing dalam pasar (tahap *declining* atau *transition growth*), hingga suatu waktu tertentu penurunan tersebut akan berhenti karena pasar telah mencapai ekuilibrium (semua pemain telah mendapatkan pasar masing-masing). Pada saat itulah *growth rate* akan stabil untuk jangka waktu yang panjang atau selamanya (tahap *infinite stable growth*). Pada saat pertumbuhan masih tinggi, perusahaan mempunyai kecenderungan akan terus-merus melakukan ekspansi atau menambah kapasitas demi mempertahankan *growth*, sehingga laba bersih dari operasional untuk membayar dividen cenderung lebih kecil dan digunakan sebagai laba ditahan. Sebaliknya, pada tahap *infinite stable growth*, pasar relatif pada tahap ini investasi baru sudah berkurang. Perusahaan akan lebih condong mempertahankan operasional dan menjaga pangsa pasar yang sudah ada. Dalam tahap ini, laba bersih cenderung dikembalikan kepada pemegang saham dan *Dividend Payout Ratio* menjadi lebih tinggi.

Rumus *dividend discount model three stages* adalah sebagai berikut:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{EPS_0 \times (1+g_a)^t \times \Pi a}{(1+k_{e,hg})^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{DPS_t}{(1+k_{e,t})^t} + \frac{EPS_{n2} \times (1+g_n)^n \times \Pi n}{(k_{e,sl}-g_n)(1+r)^n} \dots\dots\dots 2.12$$

Keterangan:

EPS_t = EPS pada tahun t

DPS_t = DPS pada tahun t

g_a = growth rate in high growth phase

g_n = growth rate in stable phase

Πa = payout in high growth phase

Πn = payout ratio in stable growth phase

k_e = cost of equity

2.2.10 Nilai Wajar Saham

Nilai wajar didefinisikan dalam IFRS sebagai, “*The amount for which an Aset could be exchanged between knowledgeable, willing parties in an arm’s length transaction.*” Nilai wajar diukur menggunakan dasar ketika aset (atau liabilitas) dapat ditukar, bukan ketika aset (liabilitas) benar-benar ditukar. Nilai wajar tidak berdasarkan pada bukti historis, namun didasarkan pada nilai aset (liabilitas) pada saat pelaporan (Handoko, 2010). Dalam PSAK NO. 50 diungkapkan bahwa informasi nilai wajar dapat digunakan untuk tujuan bisnis dalam menentukan posisi keuangan entitas secara keseluruhan dan dalam pengambilan keputusan mengenai instrumen keuangan. Informasi tersebut juga relevan terhadap berbagai keputusan yang diambil oleh pengguna laporan keuangan. Nilai wajar suatu perusahaan dapat diukur dengan memperhatikan nilai buku (book value) dan nilai pasar.

2.2.11 Analisis Saham

Dalam memilih saham diperlukan keahlian-keahlian dalam melakukan analisis saham yang dimiliki prospek untuk dipilih. Dalam konteks teori untuk melakukan analisis dan memilih saham terdapat dua analisis, yaitu:

- Analisis teknikal

Menurut Tandelilin (2017:653) analisis teknikal adalah studi terhadap suatu sekuritas atau pasar secara keseluruhan berdasarkan permintaan dan penawaran.

- Analisis fundamental

Menurut Tandelilin (2017:333) analisis terhadap faktor-faktor makro ekonomi yang mempengaruhi kinerja seluruh perusahaan-perusahaan, kemudian dilanjutkan dengan analisis industri, dan pada akhirnya dilakukan analisis terhadap perusahaan yang mengeluarkan sekuritas bersangkutan untuk menilai apakah sekuritas yang dikeluarkannya menguntungkan atau merugikan bagi investor.

Faktor-faktor ekonomi makro secara empiris telah terbukti mempunyai pengaruh terhadap perkembangan investasi di beberapa Negara. Tandelilin (1998) merangkum beberapa faktor ekonomi makro yang berpengaruh terhadap investasi di suatu negara adalah tingkat pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB), laju pertumbuhan inflasi, tingkat suku bunga dan nilai tukar mata uang (exchange rate) (Tandelilin, 2017:346).

2.2.12 Kerangka Konseptual Penelitian

Konsep penelitian yang tersusun dalam gambar 2.1 menjelaskan bahwa dalam penelitian ini investor akan memilih industri apa dan saham perusahaan apa yang akan dipilih untuk objek investasinya. Tentu investor menginginkan imbal hasil (*return*) yang diharapkan dengan meminimalisasi risiko yang akan terjadi. Oleh karena itu, sebelum mengambil keputusan dalam berinvestasi diperlukan analisis terhadap harga saham

(valuasi saham) untuk meminimalisasi risiko yang kemungkinan terjadi di masa mendatang.

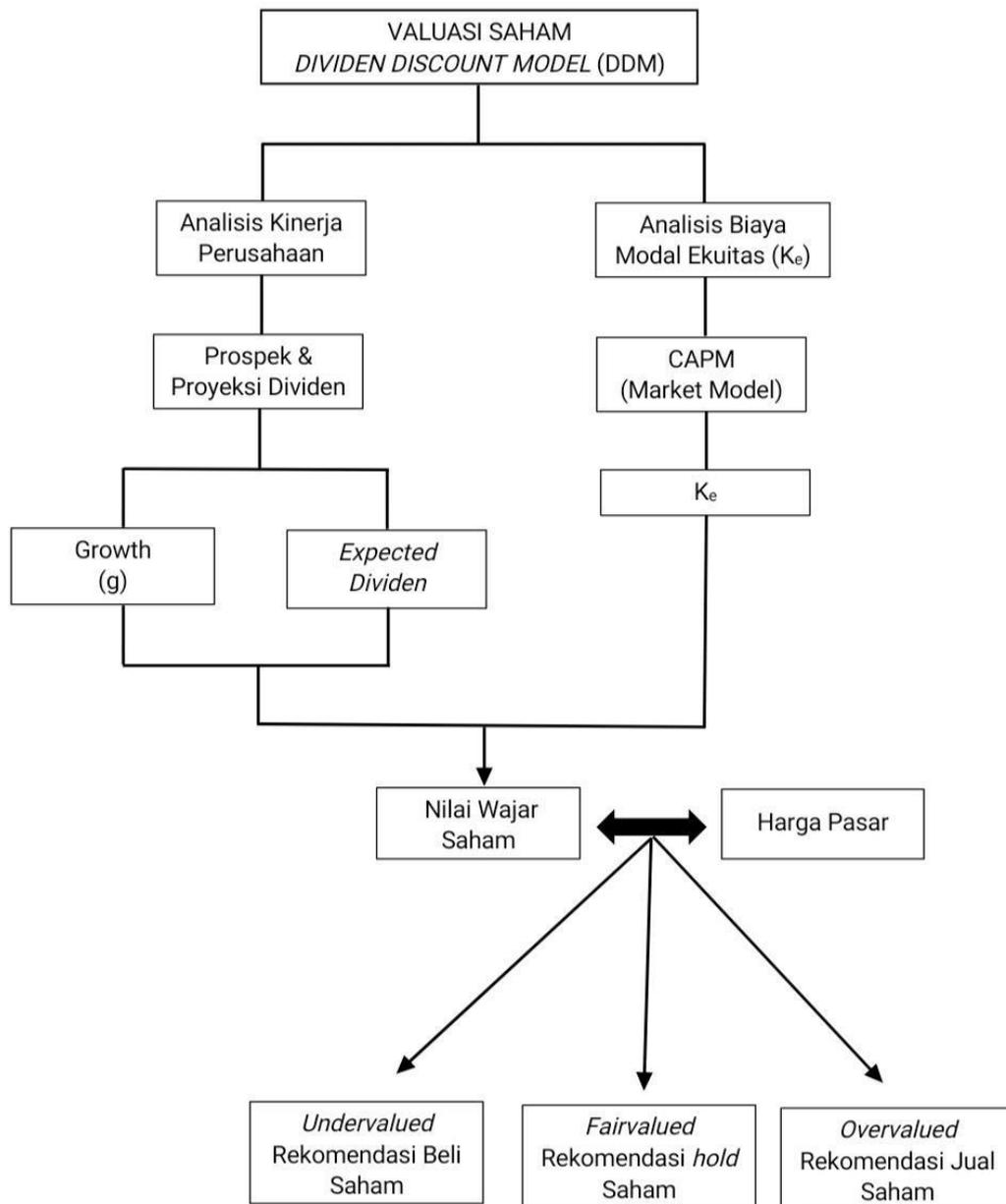
Dalam penelitian ini proses penilaian nilai wajar saham atau valuasi saham terhadap perusahaan subsektor perbankan periode 2015 s.d. 2019 dilakukan dengan menggunakan metode *Dividend Discount Model* (DDM) yang didukung dengan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Proses yang dilakukan dalam penilaian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

- 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. 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.
- 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.
- 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.

- 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.
- 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 keputusan yang diambil adalah membeli saham tersebut, karena saham tersebut tergolong murah. Namun sebaliknya, jika hasilnya *overvalued* atau nilai wajar lebih rendah dari harga pasar, maka keputusan yang diambil adalah menjual saham tersebut, jika investor sudah memilikinya. Namun ketika saham yang di analisis tergolong *fairvalued*, yaitu ketika nilai intrinsik sama dengan harga pasar maka keputusan yang diambil adalah melakukan *hold* atau menunggu. Menunggu harga turun untuk membelinya atau menunggu harga naik untuk menjual sahamnya.

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



Gambar 2.2 Kerangka Konseptual Penelitian Dalam Pengambilan Keputusan Investasi saham di Pasar Modal

