

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Review Hasil Penelitian Terdahulu

Analisa terhadap hasil penelitian terdahulu disajikan untuk mengambil nilai-nilai positif serta 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 nilai wajar harga saham oleh Saputra, *et al.*, (2014) yang melakukan analisis valuasi saham dengan menggunakan metode *Discounted Cash Flows* (DCF). Penelitian ini menggunakan strategi studi kasus dengan metode kuantitatif dan kualitatif. Sample PT. Astra Agro Lestari, Tbk didapatkan dari hasil seleksi menggunakan metode purposive sampling. Data yang digunakan seperti laporan keuangan dan tahunan, harga saham, IHSG, variabel ekonomi selama 2009-2013 didapatkan dari beberapa media menggunakan metode studi pustaka dan dokumen. Berdasarkan valuasi diketahui nilai intrinsik saham AALI adalah Rp29.404 per saham, yang artinya saham AALI dinilai *undervalued*, dikarenakan harga AALI pada saat itu yang diperdagangkan di pasar hanya Rp25.800. Mengindikasikan bahwa saham perusahaan dinilai rendah, potensi kenaikan keuntungan 15,7 % bagi investor.

Penelitian lainnya oleh Stefanie *et al.*, (2014) yang melakukan analisis valuasi saham dengan menggunakan metode *Discounted Cash Flows* (DCF) dan *Residual Earning* (RE). Penelitian ini merupakan penelitian deskriptif dengan PT. Indofood Sukses Makmur, Tbk sebagai objek penelitian yang dilakukan pada awal tahun 2014. Data penelitian menggunakan data historis selama 7 tahun dimulai pada tahun 2007. Berdasarkan valuasi diketahui nilai intrinsik saham INDF adalah Rp8.500 dengan menggunakan metode DCF dan Rp8.900 menggunakan metode RE. Kedua hasil ini menunjukkan saham INDF dinilai

undervalued, dikarenakan dengan harga saat ini sebesar Rp7.100, investor dapat memperoleh kenaikan potensial 21% sampai 26%.

Selanjutnya oleh Gusni, (2014) yang melakukan analisis valuasi saham dengan menggunakan metode *Discounted Cash Flows* (DCF), *Abnormal Earning*, dan *Relatif Valuation Approach*. Penelitian ini menggunakan strategi studi kasus dengan metode kuantitatif. Data yang digunakan seperti laporan keuangan dan tahunan, harga saham, IHSG, variabel ekonomi selama 2008-2012 didapatkan dari beberapa situs menggunakan metode studi pustaka dan dokumen. Perhitungan nilai intrinsik perusahaan pada tahun 2012 dengan menggunakan metode *dividend discount model* (DDM) memberikan hasil sebesar Rp. 3.344 per lembar saham, sedangkan hasil perhitungan dengan menggunakan metode *abnormal earning* memberikan hasil sebesar Rp. 6.733 per lembar saham dan dengan metode *price/earning ratio* (P/E) memberikan hasil sebesar Rp. 3.553 per lembar saham. Sementara itu, harga saham PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk. yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia per 28 Desember 2012 adalah sebesar Rp. 9.050 per lembar saham, sehingga dapat disimpulkan bahwa aplikasi perhitungan *firm intrinsic value* pada PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk. dengan menggunakan ketiga metode tersebut diatas menunjukkan bahwa nilai intrinsik perusahaan lebih rendah dari nilai pasar ($IV < MV$) artinya harga saham per lembar PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk. sudah berada pada posisi *overvalued*.

Selanjutnya oleh Sehlal *et al.*, (2010) mengungkapkan dalam penelitiannya, mereka menggunakan data untuk 145 perusahaan India yang menyumbang sekitar 75% dari kapitalisasi pasar serta aktivitas perdagangan di India yang tergabung dalam 13 sektor terkemuka di indeks Bombay Stock Exchange 500 (BSE500) mulai 1990-2007. Mereka merekomendasikan bahwa P/E historis adalah pendekatan terbaik untuk penilaian ekuitas dalam konteks India. Hasil mereka berkontribusi pada literatur pasar yang sedang berkembang di bidang penilaian ekuitas dan memiliki implikasi untuk analisis portofolio dan manajemen di lingkungan India. Dalam hal investasi global, akan menarik untuk membandingkan hasil mereka dengan pasar dunia lainnya, terutama negara berkembang.

Selanjutnya oleh Ivanovska *et al.*, (2014), mengungkapkan penggunaan metode DCF adalah yang paling rumit dan meminta analis untuk memiliki pengetahuan dan pengalaman yang lebih dalam dalam valuasi saham. Metode ini menawarkan peramalan yang relatif aman untuk nilai intrinsik saham, karena dapat dilihat dari hasil penelitian mereka. Dengan mengingat bahwa konstruksi model ini didasarkan pada sejumlah variabel tak dikenal yang relatif besar yang meminta sejumlah besar asumsi dan perkiraan yang akan dibuat, mereka menyarankan agar valuasi saham dilakukan sebagai simulasi dengan asumsi yang berbeda. Mereka menyarankan agar metode DCF merupakan alat akurat yang harus digunakan di Macedonian Stock Exchange (MSE), bersama dengan *Relatif Valuation*. Lebih jauh lagi, karena kebijakan dividen sangat sulit untuk diramalkan dan tidak stabil serta karena pasar tidak menawarkan informasi yang relevan untuk penggunaan P/E dan penggandaan relatif lainnya, analisis fundamental dan valuasi DFCF harus diperhitungkan. Analisis hasil dari valuasi saham dengan metode DCF dan perbandingan dengan harga pasar rata-rata sekuritas, menunjukkan bahwa metode DCF berguna bagi analis dan investor pada MSE untuk pemilihan saham.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Pasar Modal

2.2.1.1 Pengertian Pasar Modal

Di Indonesia, pengertian pasar modal adalah sebagaimana yang tercantum dalam UU No. 15 tahun 1952 pasar modal adalah bursa–bursa perdagangan di Indonesia yang didirikan untuk perdagangan uang dan efek, termasuk semua pelelangan efek–efek . Pengertian pasar modal berdasarkan Keputusan Presiden (Keppres) No. 60 tahun 1988 pasar modal adalah bursa yang merupakan sarana untuk mempertemukan penawar dan peminta dana jangka panjang dalam bentuk efek. Dalam pasal 1 ayat 13 UU No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal, terdapat pengertian pasar modal seperti pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkan serta lembaga dan profesi yang berkaitan

dengan efek. Sedangkan menurut UU No. 21 Tahun 2011 Tentang Otoritas Jasa Keuangan menyatakan “Pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek. Perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek”.

Menurut Tandelilin (2010:26) pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Tandelilin (2010:26) menjelaskan pasar modal dapat juga berfungsi sebagai lembaga perantara (*intermediaries*). Fungsi ini menunjukkan peran penting pasar modal dalam menunjang perekonomian karena pasar modal dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang mempunyai kelebihan dana. Di samping itu, pasar modal dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, karena dengan adanya pasar modal maka pihak yang kelebihan dana (investor) dapat memilih alternatif investasi yang memberikan *return* yang paling optimal. Asumsinya, investasi yang memberikan *return* relatif besar adalah sektor–sektor yang paling produktif yang ada di pasar. Dengan demikian, dana yang berasal dari investor dapat digunakan secara produktif oleh perusahaan–perusahaan tersebut.

“Pasar modal merupakan pasar untuk berbagi instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik surat utang (obligasi), ekuiti (saham), reksadana, instrument derivatif maupun instrumen lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain (misalnya pemerintah), dan sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi, dengan demikian pasar modal memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli dan kegiatan terkait lainnya”(Martalena dan Malinda, 2011:2).

Dari uraian diatas dapat disimpulkan bahwa pasar modal merupakan tempat bertemu pihak yang membutuhkan dana (perusahaan *go-public*) dengan pihak yang membutuhkan tempat berinvestasi (perusahaan investasi, perusahaan asuransi, masyarakat dan lainnya) dan juga sebagai sarana pendanaan bagi perusahaan ataupun intitusi lainnya sebagai sarana kegiatan berinvestasi.

2.2.1.2 Manfaat Pasar Modal

Menurut Hadi (2013:14) sebagai wadah yang terorganisir berdasarkan Undang-undang untuk mempertemukan antara investor sebagai pihak yang surplus dana untuk berinvestasi dalam instrumen keuangan jangka panjang, pasar modal memiliki manfaat antara lain :

1. Menyediakan sumber pembiayaan (jangka panjang) bagi dunia usaha sekaligus memungkinkan alokasi sumber dana secara optimal.
2. Alternatif investasi yang memberikan potensi keuntungan dengan resiko yang bisa diperhitungkan melalui keterbukaan, likuiditas, dan diversifikasi investasi.
3. Memberikan kesempatan memiliki perusahaan yang sehat dan mempunyai prospek, keterbukaan dan profesionalisme, menciptakan iklim berusaha yang sehat.
4. Menciptakan lapangan kerja atau profesi yang menarik.
5. Memberikan akses *control social*.
6. Menyediakan *leading indicator* bagi tren ekonomi negara.

2.2.1.3 Fungsi Pasar Modal

Pasar modal juga memberikan fungsi besar bagi pihak-pihak yang ingin memperoleh keuntungan dalam investasi. Fungsi pasar modal tersebut antara lain (Hadi, 2013:16) :

1. Bagi perusahaan

Pasar modal memberikan ruang dan peluang bagi perusahaan untuk memperoleh sumber dana yang relatif memiliki resiko investasi (*cost of capital*) rendah dibandingkan sumber dana jangka pendek dari pasar uang.

2. Bagi investor

Alternatif investasi bagi pemodal, terutama pada instrumen yang memberikan likuiditas tinggi. Pasar modal memberikan ruang investor dan profesi lain memanfaatkan untuk memperoleh *return* yang cukup tinggi.

3. Bagi Perekonomian Nasional

Dalam daya dukung perekonomian nasional, pasar modal memiliki peran penting dalam rangka meningkatkan dan mendorong pertumbuhan dan stabilitas ekonomi. Hal tersebut ditunjukkan dengan fungsi pasar modal yang memberikan sarana bertemunya antara *lender* dengan *borrower*.

Pasar modal memiliki peranan yang penting dalam perekonomian suatu negara karena memiliki 4 fungsi yaitu: (Martalena dan Malinda, 2011:3)

1. Fungsi *Saving*

Pasar modal dapat menjadi alternatif bagi masyarakat yang ingin menghindari penurunan mata uang karena inflasi.

2. Fungsi Kekayaan

Masyarakat dapat mengembangkan nilai kekayaan dengan berinvestasi dalam beberapa instrumen pasar modal yang tidak akan mengalami penyusutan nilai sebagaimana yang terjadi pada investasi nyata.

3. Fungsi Likuiditas

Instrumen pasar modal pada umumnya mudah untuk dicairkan sehingga memudahkan masyarakat memperoleh kembali dananya dibandingkan rumah dan tanah.

4. Fungsi Pinjaman

Pasar modal merupakan sumber pinjaman bagi pemerintah maupun perusahaan untuk membiayai kegiatannya.

2.2.1.4 Jenis - Jenis Pasar Modal

Umumnya penjualan instrumen pasar modal dilakukan sesuai dengan jenis ataupun bentuk pasar modal di mana instrumen tersebut diperjual-belikan. Jenis - jenis pasar modal menurut Sunariyah (2011:12) adalah sebagai berikut :

1. Pasar Perdana (*Primary Market*)

Pasar perdana adalah penawaran saham dari perusahaan yang menerbitkan saham (*emiten*) kepada pemodal selama waktu yang ditetapkan oleh pihak sebelum saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder.

2. Pasar Sekunder (*Secondary Market*)

Pasar sekunder didefinisikan sebagai perdagangan saham setelah melewati masa penawaran pada pasar perdana. Jadi, pasar sekunder di mana saham dan sekuritas lain diperjual-belikan secara luas, setelah melalui masa penjualan di pasar perdana. Harga saham di pasar sekunder ditentukan oleh permintaan dan penawaran antara pembeli dan penjual.

3. Pasar Ketiga (*Third Market*)

Pasar ketiga adalah tempat perdagangan saham atau sekuritas lain di luar bursa (*over the counter market*). Bursa paralel merupakan suatu sistem perdagangan efek yang terorganisasi di luar bursa efek resmi, dalam bentuk pasar sekunder yang diatur dan dilaksanakan oleh Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek dengan diawasi dan dibina oleh lembaga keuangan.

4. Pasar Keempat (*Fourth Market*)

Pasar keempat merupakan bentuk perdagangan efek antar pemodal atau dengan kata lain pengalihan saham dari satu pemegang saham ke pemegang saham lainnya tanpa melalui perantara perdagangan efek. Bentuk transaksi dalam perdagangan semacam ini biasanya dilakukan dalam jumlah besar (*block sale*).

Tabel 2.1 Jenis Pasar Modal

Pasar Perdana	Pasar Sekunder	Pasar Ketiga	Pasar Keempat
Harga saham tetap	Harga saham berfluktuasi sesuai kekuatan permintaan dan penawaran	Harga saham terbentuk oleh market atau disebut <i>dealer driven</i>	Harga terbentuk dari tawar menawar investor beli dan jual
Tidak dikenakan komisi biaya	Dikenakan komisi biaya	Tidak dikenakan komisi biaya	Tidak dikenakan komisi biaya
Hanya untuk pembeli saham/obligasi	Berlaku untuk pembeli maupun penjual saham	Investor membeli dan menjual dari market maker	Investor jual dan investor beli bertransaksi langsung melalui (Electronic Communication Network)
Pemesanan dilakukan melalui agen penjual	Pemesanan dilakukan anggota bursa (pialang/broker)	Pemesanan dilakukan melalui anggota bursa (market maker)	Investor menjadi anggota ECN, Central Custodian, Central Clearing
Jangka waktu terbatas	Jangka waktu tidak terbatas	Jangka waktu tidak terbatas	Jangka waktu tidak terbatas

Sumber: Hermuigsih, Sri. 2012. *Pengantar Pasar Modal Indonesia*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN

2.2.1.5 Instrumen Pasar Modal

Instrumen atau efek adalah surat-surat berharga yang diterbitkan oleh perusahaan dan diperdagangkan di pasar modal. Berikut adalah jenis-jenis instrumen yang ada di pasar modal :

1. Saham (*Stock*)

Pengertian saham secara umum adalah tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Menurut Fahmi (2015:80) saham adalah :

1. Tanda bukti penyertaan kepemilikan modal atau dana pada suatu perusahaan.

2. Kertas yang tercantum dengan jelas nilai nominal, nama perusahaan dan diikuti dengan hak dan kewajiban yang dijelaskan kepada setiap pemegangnya.

3. Persediaan yang siap untuk dijual.

2. Obligasi (*Bond*)

Obligasi adalah salah satu jenis utang. Secara umum obligasi adalah surat tanda utang jangka panjang. Menurut konvensi yang berlaku di Indonesia, surat utang dengan tenor di atas 5 (lima) tahun disebut obligasi, meskipun beberapa surat hutang bertenor 3 (tiga) tahun yang diterbitkan perusahaan pembiayaan dipasarkan dan dicatat sebagai obligasi. kebanyakan obligasi yang di Indonesia bertenor 5 (lima) tahun dan paling panjang adalah 30 (tiga puluh) tahun (Moechdie dan Ramelan, 2012:299).

3. *Right Issue*

Right issue adalah kebijakan perusahaan untuk mencari tambahan dana dengan cara melakukan penjualan saham terbatas yang khusus diperuntukkan kepada pemegang saham lama, dan jika pemegang saham lama tidak membelinya maka hak tersebut akan hilang (Fahmi, 2014:282). *Right issue* dalam banyak hal direspon kurang menarik oleh investor sabagai wujud dari ketidakyakinan investor atas kemampuan perusahaan untuk mendapatkan dana dari alternatif lain yang lebih kompetitif. Bukti empiris secara keseluruhan cenderung mendukung bahwa adanya koreksi harga saham setelah dilakukan *right issue* (Gumanti, 2011:340).

4. *Warrant*

Warrant diterbitkan agar pemodal dapat tertarik membeli saham atau obligasi yang dikeluarkan oleh emiten. *Warrant* adalah sekuritas yang diterbitkan langsung oleh perusahaan yang memberi pemegangnya hak untuk membeli saham perusahaan tersebut pada harga yang telah ditentukan (Graham, 2016:790).

2.2.2 Saham

2.2.2.1 Pengertian Saham

Menurut Darmadji (2011:5) saham (*stock*) dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan atau kepemilikan seorang atau badan usaha dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Saham berwujud selebar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut. Porsi kepemilikan ditentukan oleh seberapa besar penyertaan yang ditanamkan di perusahaan tersebut.

Saham dapat didefinisikan sebagai suatu bukti kepemilikan suatu perusahaan riil (Wira, 2015:5). Saham suatu perusahaan didaftarkan di bursa efek dengan berbagai alasan diantaranya adalah untuk ekspansi usaha, membayar utang atau membiayai kegiatan operasional perusahaan yang tidak dapat tertutupi dari pendapatan perusahaan. Saham yang didaftarkan tersebut kemudian dibeli oleh investor untuk mendapatkan keuntungan. Keuntungan yang diberikan oleh saham adalah dividen yang dibayarkan oleh perusahaan dan *capital gain* yang diperoleh investor ketika menjual kembali saham tersebut.

Dividen adalah laba perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham (Graham, 2016:778). Besar dividen yang dibayarkan per lembar saham ditentukan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Investor yang ingin mendapatkan dividen harus setidaknya memegang saham perusahaan sampai periode di mana pembayaran dividen dilakukan. Umumnya dividen adalah daya tarik perusahaan sehingga investor berniat menahan kepemilikan saham (investor dengan orientasi jangka panjang). Dividen yang dibayarkan dapat berupa tunai atau berupa saham. Dividen tunai artinya pemegang saham diberikan dividen berupa uang tunai dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap lembar saham yang dimiliki. Dividen saham berarti setiap pemegang saham diberikan sejumlah saham sehingga jumlah saham yang dimiliki seorang investor akan bertambah dengan adanya pembagian dividen saham.

Capital gain merupakan keuntungan yang didapat dari penjualan perusahaan (harga jual lebih tinggi dari harga beli) (Graham, 2016:777) . Menurut

Anhar (2015:108) “*Since the capital gain is derived from the price increase, then market price and its fluctuation are very important for investors. Market price determines the amount of compensation for the investors and the value of company*”. *Capital gain* terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder. Umumnya investor dengan orientasi jangka pendek mengejar keuntungan dari kepemilikan saham sebagai *capital gain*. Misalnya investor membeli saham di pagi hari dan kemudian menjualnya lagi di siang hari jika saham mengalami kenaikan harga.

Saham juga memiliki risiko yaitu tidak dibayarnya dividen atau mengalami *capital loss*. Dividen dibayarkan apabila perusahaan mendapatkan laba bersih perusahaan. Perusahaan yang tidak membayarkan dividen selama tiga tahun berturut-turut akan mendapatkan sanksi dari Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM), yaitu sahamnya akan di-*delist* atau dikeluarkan dari catatan bursa efek. *Capital loss* merupakan kebalikan dari *capital gain*, yaitu kerugian yang didapat dari penjualan perusahaan (harga jual lebih rendah dari harga beli) (Graham, 2016:777).

2.2.2.2 Jenis Saham

Umumnya saham yang dikenal sehari-hari adalah saham biasa (*common stock*) tetapi ada juga jenis saham yang lainnya. Menurut Darmadji dan Fakhrudin (2012:6), Ada beberapa sudut pandang untuk membedakan saham:

1. Ditinjau dari segi kemampuan dalam hak tagih atau klaim:
 - a) Saham Biasa (*common stocks*), yaitu saham yang menempatkan pemilikinya berada di urutan paling akhir terhadap pembagian dividen dan hak atas harga kekayaan perusahaan apabila perusahaan dilikuidasi.
 - b) Saham Preferen (*preferred stocks*), yaitu saham yang memiliki karakteristik gabungan obligasi dan saham biasa, karena bisa menghasilkan pendapatan tetap (seperti bunga obligasi) tetapi juga bisa tidak mendatangkan hasil seperti yang dikehendaki investor. Saham preferen serupa dengan saham biasa karena dua hal, yaitu

mewakili kepemilikan ekuitas dan diterbitkan tanpa tanggal jatuh tempo yang tertulis di atas lembaran saham tersebut dan mendapat dividen. Sedangkan persamaannya antara saham preferen dengan obligasi terletak pada tiga hal: ada klaim atas laba dan aktiva sebelumnya, dividennya tetap selama masa berlaku dari saham, memiliki hak tebus dan dapat dipertukarkan (*convertible*) dengan saham biasa. Oleh karena saham preferen diperdagangkan berdasarkan hasil yang ditawarkan kepada investor, maka secara praktis saham preferen dipandang sebagai surat berharga dengan pendapatan tetap dan karena itu akan bersaing dengan obligasi di pasar.

2. Dilihat dari cara peralihannya saham dapat dibedakan atas:
 - a. Saham Atas Unjuk (*bearer stocks*), artinya saham tersebut tidak tertulis nama pemiliknya, agar mudah dipindahtangankan dari satu investor ke investor lainnya. Secara hukum, siapa yang memegang saham tersebut, maka dialah yang diakui sebagai pemiliknya dan berhak untuk ikut hadir dalam RUPS.
 - b. Saham Atas Nama (*registered stocks*), yaitu saham yang ditulis dengan jelas siapa nama pemiliknya, di mana cara peralihannya harus melalui prosedur tertentu.
3. Ditinjau dari kinerja perdagangan maka saham dapat dibedakan atas:
 - a. *Blue Chip Stocks*, yaitu saham biasa dari suatu perusahaan yang memiliki reputasi tinggi sebagai *leader* di industri sejenis, memiliki pendapatan yang stabil dan konsisten dalam membayar dividen.
 - b. *Income Stocks*, yaitu saham dari suatu emiten yang memiliki kemampuan membayar dividen yang lebih tinggi dari rata-rata yang mampu dibayarkan oleh perusahaan lain sejenis. Emiten seperti ini biasanya menciptakan pendapatan yang lebih tinggi dan secara teratur mampu membayarkan dividen tunai. Emiten ini tidak

suka menekan laba dan tidak mementingkan potensi pertumbuhan harga saham.

- c. *Growth Stocks (well-known)*, yaitu saham-saham dari emiten yang memiliki pertumbuhan pendapatan yang tinggi sebagai *leader* di industri sejenis yang memiliki reputasi tinggi. Selain itu terdapat juga *growth stock (lesser-known)*, yaitu saham dari emiten yang tidak sebagai *leader* dalam industri namun memiliki ciri *growth stocks*.
- d. *Speculative Stocks*, yaitu saham suatu perusahaan yang tidak bisa secara konsisten memperoleh penghasilan dari tahun ke tahun, akan tetapi mempunyai kemungkinan penghasilan tinggi di masa mendatang.
- e. *Counter Cyclical Stocks*, yaitu saham yang tidak terpengaruh oleh kondisi ekonomi makro maupun situasi bisnis secara umum. Pada saat resesi ekonomi, harga saham ini tetap tinggi, dimana emitennya mampu memberikan dividen yang tinggi sebagaimana akibat dari kemampuan emiten memperoleh penghasilan yang tinggi pada masa resesi. Emiten seperti ini biasanya bergerak dalam produk yang sangat atau selalu dibutuhkan masyarakat seperti rokok, *consumer goods*. Ada juga literatur yang menyebutkan saham jenis ini dengan nama *defensive stocks*.
- f. *Cyclical Stocks*, yaitu saham emiten yang mempunyai masa kemakmuran pada masa-masa tertentu saja. Misalnya, perusahaan yang memproduksi perlengkapan sekolah akan menghasilkan penjualan pesat menjelang tahun ajaran baru dimulai, seperti perusahaan yang memproduksi alat-alat tulis dan buku pelajaran juga akan kebanjiran *order*. Begitu juga dengan perusahaan yang memproduksi seragam sekolah.
- g. *Junk Stocks*, yaitu saham yang diterbitkan oleh perusahaan yang tidak memiliki manajemen yang baik dan seringkali mengalami

kerugian. Perusahaan seperti ini memiliki uang yang banyak dan tidak memiliki produk yang berprospek cerah. Kalaupun pernah membagikan dividen jumlahnya kecil dan seringkali dilakukan karena dipaksa akibat adanya peraturan.

2.2.3 Analisa Fundamental

“Because of investors goal in the stock investment is to get return, then the investor or prospective investor needs to select the stock to be bought by considering the risk and return factor. To estimate the potential return, the investors make fundamental stock analysis and technical stock analysis” (Anhar 2015:41). Dalam menganalisis dan menilai saham di pasar modal secara umum terdapat dua pendekatan yang sering digunakan oleh investor, yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal. Namun pada kesempatan ini, hanya akan dilakukan penelitian dengan menggunakan analisis fundamental.

Analisis fundamental adalah analisa yang memperhitungkan berbagai faktor, seperti kinerja perusahaan, analisis persaingan usaha, analisis industri, analisis ekonomi, dan pasar mikro-makro dari sini dapat diketahui apakah perusahaan tersebut masih sehat atau tidak (Wira, 2015:3). Analisa fundamental menitik beratkan pada data-data kunci dalam laporan keuangan perusahaan untuk memperhitungkan apakah harga saham sudah diapresiasi secara akurat. Tujuan analisis fundamental adalah untuk menentukan apakah nilai saham berada pada posisi *undervalued* atau *overvalued*. Saham dikatakan *undervalued* bila mana harga saham di pasar saham lebih kecil dari harga wajar atau nilai yang seharusnya (nilai intrinsik), dan saham dikatakan *overvalued* apabila harga saham di pasar saham lebih besar dari nilai intrinsiknya.

Analisis fundamental adalah analisis sekuritas yang menggunakan data–data internal (fundamental) dan faktor–faktor eksternal yang berhubungan dengan perusahaan atau badan usaha tersebut. Data fundamental yang dimaksud adalah data keuangan, data pangsa pasar, siklus bisnis, dan sejenisnya. Sementara data faktor eksternal yang berhubungan dengan badan usaha adalah kebijakan pemerintah, tingkat suku bunga, inflasi, dan sejenisnya.

Melalui pertimbangan data–data di atas, analisis fundamental menghasilkan analisis penilaian badan usaha dengan kesimpulan bahwa perusahaan yang dianalisis sahamnya layak beli atau tidak.

Analisis fundamental bertujuan mengetahui kondisi kesehatan keuangan dan memperkirakan nilai intrinsik suatu perusahaan. Nilai intrinsik adalah nilai sebenarnya atau seharusnya dari suatu saham (Aziz, 2015:85). Ada 3 elemen dalam analisis fundamental yakni analisis makro ekonomi, analisis industri, dan analisis perusahaan. Secara umum, ada dua pendekatan yang biasa digunakan dalam melakukan analisis fundamental. yakni pendekatan *Top-down* dan pendekatan *Down-top*. Pendekatan *Top-down* dimulai dengan menganalisis ekonomi secara global, yang terdiri dari indikator internasional dan nasional seperti tingkat pertumbuhan PDB, tingkat suku bunga, produktivitas serta inflasi. Berikutnya dilanjutkan dengan menganalisis industri, serta diakhiri dengan menganalisis perusahaan yang sekaligus melakukan pencarian nilai intrinsik saham perusahaan.

Sedangkan analisis fundamental dengan pendekatan *Down-top* dimulai dengan proses analisis perusahaan, dilanjutkan dengan analisis industri dan diakhiri dengan melakukan analisis terhadap kondisi makro ekonomi. Penulis dalam penelitian ini menggunakan pendekatan *Top-down* dalam melakukan analisa fundamental atas saham perusahaan-perusahaan sektor barang konsumsi, dimana analisis dilakukan mulai dari hal yang bersifat umum ke hal yang bersifat khusus.

2.2.3.1 Analisa Makro Ekonomi

Analisis dilakukan dengan melihat kondisi perekonomian secara makro untuk mendapatkan penilaian perekonomian secara umum dengan tujuan untuk mengetahui pengaruhnya terhadap kondisi pasar modal khususnya pergerakan harga saham. Analisis ini dilakukan dengan menggunakan indikator-indikator yang sesuai. Secara teoritis ada beberapa indikator makro ekonomi yang mempengaruhi pergerakan harga saham.

1. Produk Domestik Bruto (PDB)

Di dalam suatu perekonomian, baik di negara maju maupun negara berkembang, barang dan jasa diproduksi bukan saja oleh perusahaan milik penduduk negara tersebut tetapi juga oleh penduduk negara lain. Selalu didapati produksi nasional diciptakan oleh faktor-faktor produksi yang berasal dari luar negeri. Konsep ini merupakan konsep pendapatan nasional yang dikenal dengan Produk Domestik Bruto (PDB) atau *Gross Domestic Product* (GDP). PDB adalah indikator utama untuk mengukur kekuatan ekonomi suatu negara. PDB mengukur nilai *output* barang dan jasa yang dihasilkan suatu negara, tanpa mempertimbangkan asal perusahaan yang menghasilkan barang atau jasa tersebut (Wira, 2015:16). PDB dapat dibedakan menjadi PDB nominal dan PDB riil. PDB nominal mengukur pertumbuhan ekonomi yang disebabkan oleh bertambahnya produk barang dan jasa yang dihasilkan oleh ekonomi nasional dan inflasi. Sedangkan PDB riil adalah perhitungan pertumbuhan ekonomi yang disebabkan oleh bertambahnya produk barang dan jasa yang dihasilkan oleh ekonomi nasional tanpa memperhitungkan inflasi.

2. Inflasi

Angka inflasi adalah angka yang mengukur tingkat harga barang dan jasa yang dibeli oleh konsumen. Angka inflasi yang tinggi, yang ditunjukkan dengan naiknya harga-harga barang, biasanya akan mendorong Bank Indonesia (BI) untuk menaikkan suku bunga. Biasanya diikuti oleh perbankan dengan menaikkan suku bunga pinjaman (Wira, 2015:16).

Inflasi merupakan kondisi di mana jumlah barang yang beredar lebih sedikit dari jumlah permintaan sehingga akan mengakibatkan terjadinya kenaikan harga yang meluas dalam sistem perekonomian. Kenaikan inflasi secara signifikan akan mempengaruhi daya beli konsumen yakni penurunan kemampuan daya beli. Inflasi yang tinggi dan bersifat *uncertainty* (tidak menentu) yang dialami oleh suatu negara akan meningkatkan risiko investasi dalam aset-aset keuangan, serta akan melemahkan kredibilitas mata uang domestik terhadap mata uang global. Tingkat inflasi biasanya diukur melalui

tingkat perubahan indeks harga konsumen (IHK) atau *consumer price index* (CPI).

3. Tingkat Suku Bunga

Tingkat suku bunga memiliki dua sisi fungsional menurut pandangan sumber Bank Indonesia (www.bi.go.id), yaitu sisi yang merupakan ukuran keuntungan investasi yang diperoleh oleh pemilik modal dan disisi lain merupakan ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk menggunakan dana dari pemilik modal. Suku bunga yang tinggi mengurangi nilai kini dari arus kas mendatang, sehingga daya tarik peluang investasi menjadi menurun. Karena alasan ini, suku bunga adalah faktor penentu kunci pengeluaran investasi bisnis (Bodie, 2014:241).

Salah satu cara untuk mendorong investasi adalah dengan menurunkan tingkat suku bunga. Kebijakan tingkat bunga rendah akan mendorong masyarakat untuk melakukan investasi di sektor riil dan melakukan konsumsi dibanding menabung. Investasi yang tinggi menyebabkan jumlah uang yang beredar di masyarakat meningkat. Jika jumlahnya terlalu tinggi, dapat menyebabkan ekonomi terlalu ekspansif dan menyebabkan inflasi yang tinggi. Akan tetapi, hal sebaliknya dapat terjadi yaitu apabila dengan menggunakan kebijakan tingkat bunga tinggi yang akan mendorong masyarakat untuk menabung dibandingkan untuk investasi dan konsumsi. Dalam jangka panjang, hal ini memiliki dapat terhadap kondisi ekonomi menjadi *stagnan* atau tidak mengalami pertumbuhan. Untuk itu, dibutuhkan peranan Bank Indonesia untuk mengendalikan jumlah uang yang beredar dan inflasi melalui penetapan *BI Rate*.

BI Rate adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. *BI Rate* diumumkan oleh Dewan Gubernur Bank Indonesia setiap Rapat Dewan Gubernur (RGD) bulanan dan kemudian diimplementasikan pada operasi moneter yang dilakukan Bank Indonesia melalui pengelolaan likuiditas (*liquidity management*) di pasar uang untuk mencapai sasaran operasional kebijakan moneter.

Dengan mempertimbangkan pula faktor-faktor lain dalam perekonomian, Bank Indonesia pada umumnya menaikkan *BI Rate* apabila inflasi ke depan diperkirakan melampaui sasaran yang telah ditetapkan, sebaliknya Bank Indonesia akan menurunkan *BI Rate* apabila inflasi ke depan diperkirakan berada di bawah sasaran yang telah ditetapkan.

2.2.3.2 Analisa Industri

Untuk melakukan analisis industri, langkah pertama adalah mengidentifikasi siklus hidup industri. Kemudian langkah berikutnya adalah melakukan analisis terhadap kekuatan-kekuatan yang mempengaruhi persaingan industri.

1. Siklus Hidup Industri

Kondisi industri berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Investor harus mengetahui bahwa industri tersebut mampu memberikan prospek investasi yang mampu mendatangkan keuntungan. Maka harus diketahui terlebih dahulu siklus hidup industri yang akan dimasuki. Porter dalam bukunya mengemukakan bahwa siklus hidup industri memiliki beberapa tahap atau fase, yaitu (Bodie, 2014:259) :

- a. Tahap Permulaan , tahapan ini ditandai dengan pertumbuhan yang cepat.
 - b. Tahap Konsolidasi, tahapan ini ditandai dengan pertumbuhan yang melambat, namun tetap lebih cepat dari ekonomi keseluruhan.
 - c. Tahap Kedewasaan, pada tahap ini ditandai dengan pertumbuhan yang melambat dan tidak lebih cepat dari ekonomi.
 - d. Tahap Penurunan, di mana industri tumbuh lebih lambat dari ekonomi atau bahkan menyusut.
2. Menurut Bodie (2014:262-263) analisa terhadap kekuatan-kekuatan yang mempengaruhi persaingan industri melalui *Porter's Five Forces*

menawarkan model persaingan yang dipengaruhi lima kekuatan dalam industri.

Lima kekuatan tersebut adalah:

- a. Hambatan bagi pemain baru (*barrier to entry*) Yaitu seberapa mudah pemain baru masuk sebagai pesaing baru dalam industri. Semakin mudah pemain baru masuk, artinya tingkat persaingan dalam industri semakin tinggi.
- b. Ancaman dari produk substitusi (*threat of substitute*) Jika produk perusahaan mempunyai produk substitusi atau produk pengganti, maka substitusi ini harus diperhitungkan sebagai pesaing.
- c. Kekuatan tawar dari konsumen (*bargaining power of buyers*) Posisi tawar menawar dari konsumen akan mempengaruhi perusahaan untuk menetapkan harga jual dan volume produksi.
- d. Kekuatan tawar dari pemasok (*bargaining power of suppliers*) Semakin banyak pemasok maka semakin kuat posisi tawar menawar perusahaan dalam menegosiasikan harga, volume dan diferensiasi pasokan.
- e. Tingkat persaingan diantara pemain yang ada (*rivalry among existing competitor*) Tingkat persaingan diantara pemain dalam industri ditentukan beberapa faktor, diantaranya potensi pertumbuhan industri, beban tetap perusahaan (*fixed cost*), diferensiasi produk, identitas merk (*brand identity*) dan informasi yang dimiliki.

2.2.3.3 Analisa Perusahaan

Analisis perusahaan digunakan untuk mengetahui kesehatan finansial perusahaan yang bersangkutan. Untuk mengetahui kesehatan keuangan perusahaan dilakukan dengan mempelajari laporan keuangan, rasio keuangan, dan *cash flow*.

Ada beberapa hal yang harus diperhatikan dalam pemilihan perusahaan dalam sebuah industri. Berikut cara yang dikembangkan oleh Peter Lynch, mantan manajer *Fidelity Investment*:

1. Produk yang dikembangkan perusahaan bukan produk *faddish*, tetapi merupakan produk yang akan terus dibutuhkan.
2. Perusahaan tersebut memiliki keunggulan komparatif dibandingkan dengan pesaing.
3. Produk tersebut memiliki stabilitas pasar, artinya hanya membutuhkan sedikit inovasi sehingga mengurangi potensi munculnya pesaing.
4. Perusahaan tersebut memiliki manfaat dari penurunan biaya.
5. Manajemen perusahaan tersebut melakukan pembelian saham.

Menurut Anhar (2015) “*The fundamental factors are reflected in financial ratios that describe the financial performance especially Earning per Share (EPS) and Price-Earning Ratio (PER). Both ratios determine the Intrinsic Value of stock*”. Rasio-rasio keuangan dihitung dari laporan keuangan. Ada lima kelompok rasio keuangan, yaitu *profitability* (keuntungan), *price* (harga), *liquidity* (likuiditas), *leverage* (hutang), dan *efficiency* (efisiensi). Untuk melihat kinerja perusahaan melalui rasio keuangan, biasanya dibandingkan dengan perusahaan lainnya dalam industri yang sama untuk menentukan posisi perusahaan apakah "normal" atau “tidak normal.” Selain dibandingkan dengan perusahaan lain, kinerja keuangan juga dapat dibandingkan dengan pasar (diwakili dengan indeks).

Berikut ini adalah rasio-rasio yang biasa populer digunakan :

1. *Net Profit Margin* (NPM)

Rasio *profitabilitas* NPM dihitung dari *Net Income* (laba bersih) dibagi dengan *Total Sales* (jumlah penjualan) dengan rumus (Gitman, 2012:81) :

$$NPM = \frac{\text{Earning Available for common stockholders}}{\text{Total Sales}} \times 100\%$$

Rasio ini mengindikasikan berapa banyak keuntungan perusahaan yang didapatkan dari setiap rupiah penjualan yang terjadi. Sebagai contoh, NPM = 30% mengindikasikan bahwa Rp 0,30 dari setiap Rp1 penjualan menghasilkan keuntungan.

2. *Price Earnings Ratio* (PER) dan *Earnings Per Share* (EPS)

PER adalah rasio harga yang dihitung dari *current stock market price* (harga pasar saham saat ini) dibagi dengan *earnings per share* (EPS) atau pendapatan perlembar saham. EPS diperoleh dari *net income* (laba bersih) atau *earning after tax* (EAT) dibagi dengan total share *outstanding* (jumlah lembar saham yang beredar).

Rumus *Price Earnings Ratio* (PER) dan *Earnings Per Share* (EPS):

a. *Price Earnings Ratio* (PER)

Berikut rumus dalam menghitung PER (Kasmir, 2012:206):

$$PER = \frac{\text{Current Stock Market Price}}{\text{Earning Per Share}}$$

PER memperlihatkan berapa yang harus dibayar oleh investor untuk “membeli” Rp1 *earning* perusahaan. Sebagai contoh, jika harga pasar sekarang dari sebuah saham adalah Rp2000 dan EPS 4 triwulan yang lalu adalah Rp 200, maka rasio PER adalah 10 (Rp2000 / Rp200 = 10). Artinya, investor harus membayar Rp10 untuk “membeli” Rp. 1 *earning* perusahaan. Tentunya ekspektasi investor terhadap kinerja perusahaan diwaktu yang akan datang memegang peranan penting dalam menentukan PER perusahaan. Pendekatan umum yang biasa digunakan adalah dengan membandingkan dengan PER perusahaan lain dalam industri yang sama. Jika hal lainnya tetap, maka perusahaan dengan rasio PER yang rendah mempunyai nilai lebih baik.

b. *Earnings Per Share* (EPS)

Berikut rumus dalam menghitung EPS (Kasmir, 2012:207):

$$EPS = \frac{\text{Earning After tax (EAT)}}{\text{Total Share Outstanding}}$$

3. Return On Asset (ROA)

Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan manajemen bank dalam memperoleh keuntungan (laba) secara keseluruhan. Semakin besar ROA suatu bank, semakin besar pula tingkat keuntungan yang dicapai bank tersebut dan semakin baik pula posisi bank tersebut dari segi penggunaan *asset* dengan rumus sebagai berikut (Kasmir, 2012:202):

$$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$$

4. Return On Equity (ROE)

ROE adalah perbandingan antara laba bersih bank dengan modal sendiri. Rasio ini merupakan indikator yang amat penting bagi para pemegang saham dan calon investor untuk mengukur kemampuan bank dalam memperoleh laba bersih yang dikaitkan dengan pembayaran dividen. Berikut rumus dalam menghitung ROE (Kasmir, 2012:204):

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$$

5. Dividend Pay Out Ratio (DPR)

Dividend payout ratio adalah persentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai “*cash dividend*”. *Dividend payout ratio* merupakan perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share* pada periode yang bersangkutan dengan rumus sebagai berikut (Sudana, 2011:24):

$$DPR = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}} \times 100\%$$

Di dalam komponen *dividend per share* terkandung unsur deviden, sehingga jika semakin besar deviden yang dibagikan maka semakin besar pula

dividend payout ratio-nya. Pembagian deviden yang besar bukannya tidak diinginkan oleh investor, tetapi jika *dividend payout ratio* lebih besar dari 25% dikuatirkan akan terjadi kesulitan likuiditas keuangan perusahaan dimasa yang akan datang.

2.2.4 Metode Valuasi

2.2.4.1 *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Sebuah model yang menggambarkan hubungan antara risiko dan *return* yang diharapkan serta biasa digunakan dalam penilaian harga sekuritas. *Capital Asset Pricing Model* CAPM diperkenalkan oleh Treynor, Sharpe dan Litner. Model ini merupakan pengembangan teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz dengan memperkenalkan istilah baru yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko spesifik atau risiko tidak sistematis (*specific risk / unsystematic risk*). Pada tahun 1990, William Sharpe memperoleh nobel ekonomi atas teori pembentukan harga aset keuangan yang kemudian disebut *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) atau Model Penetapan Harga Aset Modal dipelopori oleh Sharpe, Lintner, dan Mossin pada tahun 1964-1966. Menurut Bodie et.al (2014:293), model CAPM merupakan bagian penting dalam bidang keuangan yang digunakan untuk memprediksikan keseimbangan imbal hasil yang diharapkan (*expected return*) dan risiko suatu aset pada kondisi ekuilibrium. Keadaan ekuilibrium tingkat keuntungan yang disyaratkan (*required return*) oleh investor untuk suatu saham akan dipengaruhi oleh risiko saham tersebut. Dalam hal ini risiko yang diperhitungkan hanyalah risiko sistematis (*systematic risk*) atau risiko pasar yang diukur dengan beta (β). Sedangkan risiko yang tidak sistematis (*unsystematic risk*) tidak relevan, karena risiko ini dapat dihilangkan dengan cara diversifikasi.

Capital Asset Pricing Model mengasumsikan bahwa para investor adalah perencana pada suatu periode tunggal yang memiliki persepsi yang sama mengenai keadaan pasar dan mencari *mean-variance* dari portofolio yang optimal. *Capital Asset Pricing Model* juga mengasumsikan bahwa pasar saham yang ideal

adalah pasar saham yang besar, dan para investor adalah para *price-takers*, tidak ada pajak maupun biaya transaksi, semua aset dapat diperdagangkan secara umum, dan para investor dapat meminjam maupun meminjamkan pada jumlah yang tidak terbatas pada tingkat suku bunga tetap yang tidak berisiko (*fixed risk free rate*). Dengan asumsi ini, semua investor memiliki portofolio yang risikonya identik.

Capital Asset Pricing Model berimplikasi bahwa premium risiko dari sembarang aset individu atau portofolio adalah hasil kali dari *risk premium* pada portofolio pasar dan koefisien beta. Menurut Jogiyanto (2013:207) menjelaskan rumus CAPM sebagai berikut :

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

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

2.2.4.2 *Dividend Discount Model (DDM)*

Dividend Discount Model (DDM) adalah metode paling konservatif untuk menghitung valuasi saham. Secara teori dapat dikatakan bahwa nilai suatu perusahaan (harga sahamnya) adalah akumulasi seluruh uang yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen sepanjang perusahaan berdiri, kemudian didiskontokan pada tingkat *discount rate* tertentu. Menurut Wira (2015:138) dengan asumsi perusahaan tidak berkembang dan jumlah dividen yang dibagikan selalu tetap maka rumus DDM sebagai berikut :

$$PV = \frac{Div}{r}$$

Keterangan :

Div = Dividen

r = *required rate of return*

Kelemahan model DDM adalah hampir tidak ada perusahaan yang statis. Untuk mengatasi hal ini, model tersebut dikembangkan menjadi *constant growth Dividend Discount Model* atau biasa yang dikenal dengan Gordon model, yang dinamai sesuai penemunya yaitu Myron Gordon. Menurut Wira (2015:139) rumus Gordon model adalah sebagai berikut :

$$PV = \frac{Div}{r - g}$$

Keterangan :

- Div = Dividen
 r = *required rate of return*
 g = tingkat pertumbuhan dividen

2.2.4.3 Free Cash Flows (FCF)

Pada prinsipnya *Free Cash Flow* berangkat dari asumsi bahwa pendapatan perusahaan dikurangi semua biaya kas ekstra. Kas ekstra tersebut menjadi hak semua pihak yang memberikan pendanaan pada perusahaan, yaitu para kreditur dan pemegang saham.

Secara umum *Free Cash Flow* dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu *Free Cash Flow To The Firm* (FCFF) dan *Free Cash Flow For The Equity* (FCFE)

1. *Free Cash Flow To The Firm* (FCFF)

Free Cash Flow To The Firm (FCFF) adalah arus kas untuk perusahaan, dalam hal ini untuk pemegang saham dan pemberi hutang perusahaan. Menurut Wira (2015:154) definisi FCFF adalah kas yang tersedia bagi pemberi dana perusahaan yaitu pemegang saham dan obligasi setelah perusahaan melakukan aktifitas operasi dan investasi. Berikut adalah rumus FCFF (Wira, 2015:154) :

$$FCFF = EBIT \times (1 - TAX RATE) + DA - CAPEX - WC$$

Keterangan :

- EBIT = *Earning Before Interest and Tax*
 DA = *Depreciation and Amortization*

CAPEX = *Capital Expenditure*

WC = *Working Capital*

2. *Free Cash Flow For The Equity* (FCFE)

Free Cash Flow For The Equity (FCFE) adalah arus kas yang benar-benar bebas dan dapat ditarik keluar bagi pemegang saham. Karena itu untuk menghitung FCFE dihitung dari FCFF digabung dengan aktifitas pendanaan. Berikut adalah rumus FCFE (Wira, 2015:157) :

$$FCFE = FCFF - INTEREST \times (1 - TAX RATE) + NET BORROWING$$

Setelah mendapat hasil FCFE maka langkah selanjutnya adalah mencari nilai bisnis yang bisa dibagikan ke seluruh pemegang saham dengan rumus (Wira, 2015:160) :

$$Nilai\ Bisnis = \frac{FCFE}{r - g}$$

Keterangan :

FCFE = *Free Cash Flow For The Equity*

r = *required rate of return*

g = tingkat pertumbuhan dividen

Setelah mendapat hasil nilai bisnis maka langkah selanjutnya adalah mencari nilai wajar saham suatu perusahaan dengan rumus (Wira, 2015:160) :

$$Harga\ Wajar = \frac{Nilai\ Bisnis}{Jumlah\ Saham\ Beredar}$$

2.2.4.2 *Discounted Cash Flows* (DCF)

Discounted Cash Flows (DCF) adalah metode valuasi saham yang menggunakan konsep *Time Value of Money*. Metode ini memperhirungkan seluruh arus uang yang mengalir di perusahaan, yaitu dividen dan laba perusahaan. Berikut ini tahap-tahap melakukan valuasi saham *Discounted Cash Flows* (DCF) dengan mengadopsi teknik Charles S. Mizrahi dalam bukunya *Getting Started in Value investing*, namun sedikit dimodifikasi oleh Desmond Wira dalam bukunya *Analisis Fundamental Saham* (Wira, 2015:142-147).

1. Cari Data Dividen, EPS, dan PER

Sebelum melakukan valuasi, pengambilan data dilakukan dari perusahaan yang ingin divalusi dengan mengambil data 5 tahun ke belakang (Wira, 2015:142). Karena semakin banyak data maka akan semakin akurat hasil valuasi.

Tabel 2.2
Data Dividen, EPS, dan PER

Tahun	Dividen	EPS	PER
2011	xxx	xxx	xxx
2012	xxx	xxx	xxx
2013	xxx	xxx	xxx
2014	xxx	xxx	xxx
2015	xxx	xxx	xxx

2. Hitung Rata-rata DPR, EPS Growth, PER

Dari perhitungan terhadap data sebelumnya akan didapatkan data *Dividend Payout Ratio* (DPR), rata-rata tingkat pertumbuhan *Earning Per Share* (EPS), rata-rata *Price Earning Ratio* (PER). Hasilnya akan terlihat seperti tabel berikut:

Tabel 2.3
Data Rata-rata DPR, EPS Growth, PER

Tahun	Dividen	EPS	DPR (%)	EPS Growth (%)	PER
2011	xxx	xxx	xxx	xxx	xxx
2012	xxx	xxx	xxx	xxx	xxx
2013	xxx	xxx	xxx	xxx	xxx
2014	xxx	xxx	xxx	xxx	xxx
2015	xxx	xxx	xxx	xxx	xxx
Rata-rata			xxx	xxx	xxx

Dari perhitungan kadang diperoleh tingkat pertumbuhan EPS dan rata-rata PER yang tinggi. Untuk itu digunakan batas tertentu (Wira, 2015:144):

Jika EPS Growth > 0,25 maka digunakan angka 0,25

Jika rata – rata PER > 17 maka digunakan angka 17

3. Hitung *Future Value* EPS

Selanjutnya memproyeksikan EPS sampai 5 tahun ke depan.

Tabel 2.4
Proyeksi EPS

Tahun	Proyeksi EPS
Tahun 1	xxx * (1+EPS Growth)
Tahun 2	xxx * (1+EPS Growth)
Tahun 3	xxx * (1+EPS Growth)
Tahun 4	xxx * (1+EPS Growth)
Tahun 5	xxx * (1+EPS Growth)

4. Hitung *Future Value* Harga Saham

Untuk menghitung harga saham pada tahun ke 5 digunakan rumus sebagai berikut.

$$\text{Future Value} = \text{EPS tahun ke 5} \times \text{rata - rata PER}$$

5. Hitung Akumulasi Dividen

Menghitung akumulasi dividen yang akan diterima selama 5 tahun ke depan dengan menggunakan *future value* EPS dan DPR.

Tabel 2.5
Akumulasi Dividen

Tahun	Proyeksi EPS	Dividen
Tahun 1	xxx	xxx * DPR
Tahun 2	xxx	xxx * DPR
Tahun 3	xxx	xxx * DPR
Tahun 4	xxx	xxx * DPR
Tahun 5	xxx	xxx * DPR
Total		xxx

6. Hitung *Total Future Value*

Menghitung *total future value* dengan menjumlahkan hasil dari tahap ke-4 dan ke-5.

$$\textit{Total Future Value} = \textit{Future Value EPS} + \textit{Total Akumulasi Dividen}$$

7. Tentukan Tingkat Imbal Hasil / Diskonto

Menentukan tingkat imbal hasil yang diinginkan dengan menggunakan asumsi *required rate of return* yang didapatkan dari *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

8. Hitung Harga Wajar

Langkah terakhir adalah menghitung harga wajar saham dengan mencari *present value* dari harga saham total dimasa depan dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$PV = \frac{\textit{Total Future Value}}{(1 + r)^n}$$

Keterangan :

r = *required rate of return*

n = jumlah tahun yang digunakan dalam *Future Value*

Secara umum kekurangan Metode DCF hampir sama dengan metode *Dividend Discount Model* (DDM), yaitu juga sangat tergantung asumsi. Jika asumsi yang digunakan asal-asalan, juga akan mengakibatkan hasil harga wajar saham menjadi kurang akurat. Di metode DCF ini banyak sekali asumsi yang digunakan, mulai dari EPS growth, rata-rata PER dan tingkat imbal hasil yang diinginkan. Namun DCF memiliki kelebihan dibandingkan dengan DDM, yaitu tidak hanya menghitung dividen, tapi juga pendapatan perusahaan. Dengan demikian DCF dapat diaplikasikan secara luas pada berbagai saham.

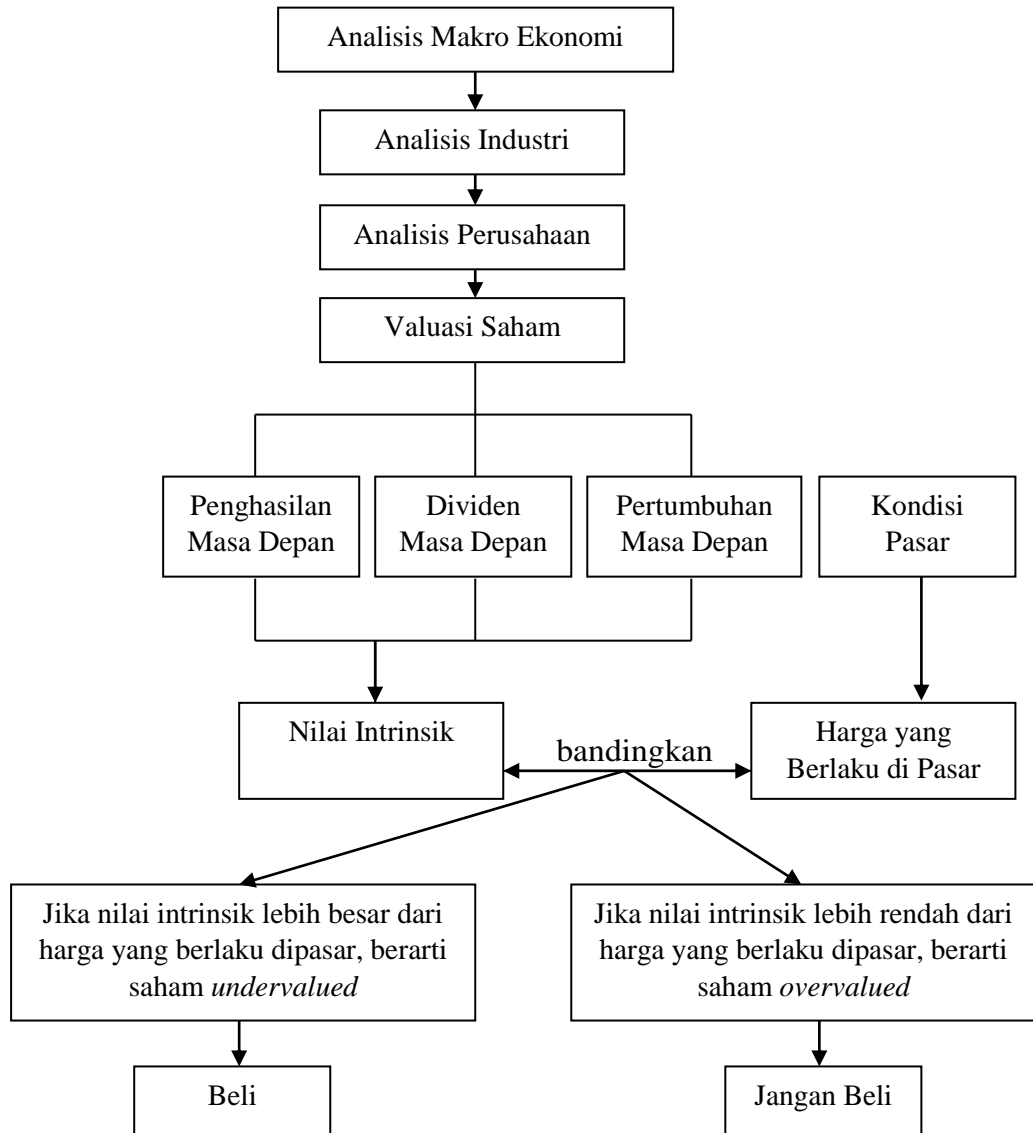
2.3 Kerangka Pemikiran

Kerangka berfikir yang tersusun dalam gambar 2.1 menjelaskan bahwa dalam penelitian ini berangkat dari harga saham perusahaan-perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) tahun 2017 yang pergerakannya berubah-ubah

sesuai dengan kondisi perusahaan itu sendiri, industri serta kondisi makro ekonomi. Oleh karena itu, sebelum mengambil keputusan dalam berinvestasi diperlukan analisis terhadap harga saham (valuasi saham) untuk meminimalisir risiko yang kemungkinan terjadi dimasa mendatang. Karena pada dasarnya seorang investor berharap memperoleh *return of investment* atas investasinya.

Dalam penelitian ini proses penilaian harga saham perusahaan-perusahaan BUMN tahun 2017 dilakukan dengan menggunakan analisis fundamental. Dalam analisis fundamental disini digunakan *top-down analysis* sebagai alat analisis penilaian harga sahamnya. Pertama melakukan analisis ekonomi makro untuk mengetahui apakah saat ini dinilai layak atau tidaknya berinvestasi di pasar modal Indonesia. Selanjutnya melakukan analisis industri untuk mengetahui faktor dan sentimen apa saja yang dapat mendukung suatu sektor dalam jangka waktu panjang. Selanjutnya analisa perusahaan untuk mengetahui bagaimana kinerja perusahaan dalam beberapa tahun terakhir. Setelah diketahui perusahaan apa saja yang akan dianalisa, maka langkah terakhir adalah melakukan valuasi terhadap saham perusahaan yang sudah dipilih menggunakan metode *Discounted Cash Flows* (DCF) dengan mengestimasi penghasilan, dividen, dan pertumbuhan dimasa depan.

Setelah diketahui kondisi harga saham perusahaan tersebut, maka dapat dijadikan landasan dalam pengambilan keputusan investasi. Ketika nilai intrinsik lebih besar dari harga yang berlaku di pasar, berarti saham dinilai *undervalued*, maka dianjurkan untuk membeli saham perusahaan tersebut. Apabila nilai intrinsik lebih rendah dari harga yang berlaku di pasar, berarti saham dinilai *overvalued*, maka disarankan untuk jagan membeli saham perusahaan tersebut.



Gambar 2.1 Tinjauan tentang nilai intrinsik dan penggunaannya dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal