

**ESTIMASI NILAI INTRINSIK SAHAM
PERUSAHAAN-PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR
DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)**

SKRIPSI

*Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat Guna Memperoleh Gelar
Sarjana Ekonomi Pada Program Studi Manajemen
Universitas Negeri Padang*



Oleh:

SILVIA ANGGRAINI

2008/02547

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG
2012**

LEMBAR PERSETUJUAN SKRIPSI

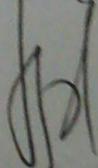
ESTIMASI NILAI INTRINSIK SAHAM
PERUSAHAAN-PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR
DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)

Nama : Silvia Anggraini
BP/NIM : 2008/02547
Program Studi : Manajemen
Keahlian : Keuangan
Fakultas : Ekonomi

Padang, Januari 2012

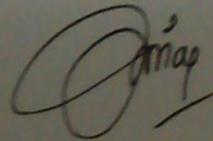
Disetujui Oleh:

Pembimbing I



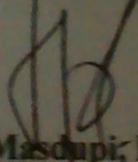
Erni Masdupi, Ph.D
NIP. 19740424 199802 2 001

Pembimbing II



Dina Patrisia, S.E, M.Si
NIP. 19751209 199903 2 001

Mengetahui,
Ketua Prodi Manajemen



Erni Masdupi, Ph.D
NIP. 19740424 199802 2 001

ABSTRAK

Silvia Anggraini, 2008/02547. Estimasi Nilai Intrinsik Saham Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Penelitian ini bertujuan untuk menghitung nilai intrinsik saham perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI, yaitu berapa harga yang sebenarnya yang harus dibayar investor untuk suatu saham, kemudian membandingkan nilai intrinsik saham dengan harga saham di pasar, sehingga diperoleh keputusan investasi yang tepat untuk masing-masing perusahaan.

Penelitian ini merupakan penelitian deskriptif dengan populasi adalah semua perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2006-2009 yang berjumlah 427 perusahaan. Sampel penelitian ditentukan dengan metode *purposive sampling* sehingga diperoleh sampel sebanyak 11 perusahaan. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari www.idx.co.id. Untuk mengestimasi nilai intrinsik saham metode *constant dividend growth model*, dilakukan dengan tahapan analisis data sebagai berikut: menentukan besarnya dividen terakhir dibayarkan perusahaan (D_0), mengestimasi nilai pertumbuhan yang diharapkan pemegang saham (g), mengestimasi tingkat *return* yang disyaratkan pemegang saham (k), mengestimasi nilai intrinsik saham (V_0), kemudian dilakukan valuasi saham dengan membandingkan nilai intrinsik dengan harga pasar saham.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat 10 perusahaan (AKRA, AUTO, BBKA, BBNI, BFIN, PJAA, RALS, SMGR, SMRA, dan TRIM) yang sahamnya berada pada kondisi *overvalued* (mahal) sehingga investor diharapkan tidak membeli saham tersebut, sedangkan untuk 1 perusahaan (BRAM) yang sahamnya pada kondisi *undervalued* (murah), investor dapat membeli saham tersebut. Berdasarkan hasil penelitian, penulis menyarankan agar investor dapat lebih memperhatikan dan melakukan estimasi nilai intrinsik saham sebelum mengambil keputusan investasi, sehingga investasi yang dilakukan memberikan kesempatan mendapatkan *gain* yang lebih besar.

KATA PENGANTAR



Puji dan syukur penulis ucapkan kepada Allah SWT atas segala rahmat dan karunianya yang telah memberikan kekuatan pada penulis, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul **“Estimasi Nilai Intrinsik Saham Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)”**. Skripsi ini merupakan salah satu syarat guna menyelesaikan pendidikan program S-1 dan untuk memperoleh gelar sarjana Ekonomi pada Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

Penulis mengucapkan terima kasih kepada berbagai pihak yang telah memberikan dukungan dan motivasi dalam penyelesaian skripsi ini. Oleh karena itu, perkenankan penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Ibu Erni Masdupi, Ph.D selaku pembimbing I dan Ibu Dina Patrisia, S.E, M.SM selaku pembimbing II yang telah banyak memberikan masukan dan transfer ilmu kepada penulis dalam penyelesaian skripsi ini.
2. Ibu Rahmiati, S.E, M.Sc dan Bapak Ramel Yanuarta RE, S.E, M.SM selaku penguji skripsi yang telah memberikan banyak saran dan masukan dalam penyelesaian skripsi ini.
3. Bapak Prof. Dr. Yunia Wardi, Drs, M.Si selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

4. Ibu Erni Masdupi, Ph.D dan Ibu Rahmiati, S.E, M.Sc selaku ketua dan sekretaris Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
5. Ibu Gesit Thabrani, S.E, M.T selaku dosen Penasehat Akademik (PA).
6. Bapak Hendra Mianto, A.Md selaku staf administrasi Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
7. Pegawai perpustakaan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
8. Staf dosen serta karyawan / karyawan/i Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
9. Teristimewa kepada Papa Assafir dan Mama Harmaini, kakak dan abang-abang, serta keluarga besar penulis yang telah memberikan motivasi, semangat dan do'a pada penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.
10. Seluruh teman-teman seperjuangan mahasiswa Program Studi Manajemen Angkatan 2008 Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
11. Pengurus dan keluarga besar Pojok Bursa Efek Indonesia Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang dan semua pihak yang telah ikut memberikan dorongan dalam penyelesaian skripsi ini.

Semoga bantuan, bimbingan dan petunjuk yang Bapak/Ibu dan rekan-rekan berikan menjadi amal ibadah dan mendapatkan balasan yang berlipat ganda dari Allah SWT.

Penulis menyadari bahwa masih terdapat kekurangan dan ketidaksempurnaan dalam skripsi ini sehingga kritik dan saran sangat diharapkan untuk perbaikan tulisan ini. Semoga karya ini bermanfaat bagi kita semua.

Padang, Januari 2012

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
ABSTRAK	i
KATA PENGANTAR	ii
DAFTAR ISI	v
DAFTAR TABEL	vii
DAFTAR GAMBAR	viii
DAFTAR LAMPIRAN	ix
BAB I PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Identifikasi Masalah	8
C. Batasan Masalah	9
D. Perumusan Masalah	9
E. Tujuan Penelitian	9
F. Manfaat Penelitian	10
BAB II KAJIAN TEORI DAN KERANGKA KONSEPTUAL	
A. Kajian Teori	
1. Harga Saham	11
2. Konsep Nilai	12
3. Model Penilaian Harga Saham	13
a. Pendekatan Nilai Sekarang – <i>Dividend Discounted Model</i>	14
1) <i>Zero-Growth Model</i>	15
2) <i>Constant Dividend Growth Model</i>	15
a) Pertumbuhan Dividen yang Diharapkan	17
b) Tingkat <i>Return</i> yang Disyaratkan Pemegang Saham	19
3) <i>Supernormal-Growth Model</i>	20
b. Pendekatan <i>PER</i>	21
4. Valuasi Saham	22
5. Penelitian Terdahulu	25
B. Kerangka Konseptual	26
BAB III METODE PENELITIAN	
A. Jenis Penelitian	28
B. Populasi dan Sampel	28
C. Jenis dan Sumber Data	29
D. Teknik Pengumpulan Data	30
E. Definisi Operasional	30
F. Teknik Analisis Data	33

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Bursa Efek Indonesia	36
B. Gambaran Umum Perusahaan Sampel Penelitian	37
1. AKR Corporindo Tbk	37
2. Astra Otoparts Tbk	38
3. Bank Central Asia Tbk	38
4. Bank Negara Indonesia Tbk	38
5. BFI Finance Indonesia Tbk	39
6. Indo Kordsa Tbk	39
7. Pembangunan Jaya Ancol Tbk	39
8. Ramayana Lestari Sentosa Tbk	40
9. Semen Gresik (Persero) Tbk	40
10. Summarecon Agung Tbk	41
11. Trimega Securities Tbk	41
C. Deskripsi Variabel Penelitian	42
1. Dividen per lembar saham (D_0)	42
2. Tingkat Pertumbuhan Yang Diharapkan (g)	43
3. Tingkat <i>Return</i> Yang Disyaratkan (k)	44
4. Nilai Intrinsik Vs Harga Pasar	45
D. Hasil Penelitian	46
E. Pembahasan	49
1. AKR Corporindo Tbk	49
2. Astra Otoparts Tbk	50
3. Bank Central Asia Tbk	50
4. Bank Negara Indonesia Tbk	51
5. BFI Finance Indonesia Tbk	52
6. Indo Kordsa Tbk	53
7. Pembangunan Jaya Ancol Tbk	54
8. Ramayana Lestari Sentosa Tbk	55
9. Semen Gresik (Persero) Tbk	56
10. Summarecon Agung Tbk	57
11. Trimega Securities Tbk	58
12. Pembahasan Estimasi Nilai Intrinsik dan Penilaian Saham Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di BEI	58

BAB V SIMPULAN DAN SARAN

A. Simpulan	61
B. Saran	62

DAFTAR KEPUSTAKAAN	64
---------------------------	-----------

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1 Data Pertumbuhan Dividen yang Diharapkan (g), Tingkat Pengembalian yang Disyaratkan Pemegang Saham (k), Nilai Intrinsik, dan Harga Pasar Saham / 30 Juni 2009	6
Tabel 2 Penelitian Terdahulu: Estimasi nilai intrinsik menggunakan <i>Dividend Discount Model</i>	25
Tabel 3 Sampel Penelitian	29
Tabel 4 Statistik Deskriptif Dividen Terakhir dibayarkan Perusahaan yang Terdaftar di BEI (2009)	42
Tabel 5 Statistik Deskriptif Tingkat Pertumbuhan Yang diharapkan Pemegang Saham Perusahaan yang Terdaftar di BEI	43
Tabel 6 Statistik Deskriptif Tingkat <i>Return</i> yang disyaratkan Pemegang Saham Perusahaan yang Terdaftar di BEI	44
Tabel 7 Statistik Deskriptif Nilai Intrinsik Saham dan Harga Pasar Saham Perusahaan yang Terdaftar di BEI	45
Tabel 8 Data Dividen Tahun 2009, Tingkat Pertumbuhan Yang Diharapkan, dan Tingkat <i>Return</i> Yang Disyaratkan Pemegang Saham Perusahaan-Perusahaan Yang Terdaftar Di BEI	47
Tabel 9 Data Nilai Intrinsik Saham 2010 dan Harga Saham 2010 Perusahaan-Perusahaan Yang Terdaftar Di BEI	48

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1 Proses Analisis Saham, Membandingkan Nilai Intrinsik dengan Harga Saham	24
Gambar 2 Kerangka Konseptual	27

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1 Dividen Yang Dibayarkan Perusahaan (2006-2009)	66
Lampiran 2 Pertumbuhan Dividen Yang Diharapkan Pemegang Saham	67
Lampiran 3 Tingkat <i>Return</i> Yang Disyaratkan Pemegang Saham	68
Lampiran 4 Olahan Data Nilai Intrinsik dan Harga Pasar masing-masing Perusahaan	

BAB I

PENDAHULUAN

Bab satu terdiri dari latar belakang, identifikasi masalah, batasan masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, dan diakhiri dengan manfaat penelitian.

A. Latar Belakang

Pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas (Tandelilin, 2001:13). Pasar modal yang dimaksud dalam penelitian ini adalah Bursa Efek Indonesia (BEI). Beberapa sekuritas yang umumnya diperdagangkan di pasar modal (BEI) antara lain adalah saham, obligasi, reksadana dan instrumen derivatif. Saham merupakan sekuritas yang paling sering diperdagangkan, karena sifatnya yang likuid dan memiliki kesempatan *return* yang lebih besar dibandingkan dengan sekuritas lain.

Saham merupakan surat bukti tanda kepemilikan atas aset-aset perusahaan yang menerbitkan saham (Tandelilin, 2001:18), atau dengan kata lain, saham merupakan surat bukti penyertaan modal terhadap perusahaan yang dibeli sahamnya. Seseorang yang menginvestasikan dananya dalam bentuk penyertaan modal atau membeli saham akan menerima pengembalian berupa *cash flow* dalam bentuk dividen, sebagai balas jasa perusahaan atas penundaan konsumsi yang dilakukan investor.

Selain mendapatkan pengembalian investasi dalam bentuk dividen, investor juga bisa mendapatkan keuntungan dari selisih antara harga saham saat dibeli dengan harga saham saat dijual, keuntungan ini disebut dengan *capital gain*. Jika harga saham pada saat dibeli lebih kecil dari harga saham saat dijual, maka investor akan mendapatkan keuntungan (*capital gain*), sebaliknya jika harga saham saat dibeli lebih besar dari harga saham saat dijual, maka investor akan menderita kerugian (*capital loss*).

Sebelum investor menginvestasikan dananya ke saham, investor sebaiknya melakukan penilaian saham (*stock valuation*), dengan membandingkan nilai intrinsik saham terhadap nilai pasar saham. Menurut Jogiyanto (2003:88), nilai intrinsik adalah nilai saham yang sebenarnya atau seharusnya terjadi yang disebut dengan nilai wajar, sedangkan nilai pasar adalah nilai yang ditunjukkan oleh harga saham tersebut di pasar bursa yang ditentukan oleh pelaku pasar. Jika nilai pasar suatu saham lebih tinggi dari nilai intrinsiknya, berarti saham tersebut tergolong mahal (*overvalued*), sedangkan jika nilai pasar suatu saham lebih rendah dari nilai intrinsiknya, saham tersebut tergolong murah (*undervalued*).

Pada saat harga mahal (*overvalued*) investor dapat mengambil keputusan untuk menjual saham, sedangkan pada saat harga murah (*undervalued*) investor sebaiknya membeli saham, hal ini dikarenakan pada saat *undervalued* akan ada kesempatan bagi investor untuk mendapatkan keuntungan. Pada saat harga murah (*undervalued*), pasar akan cenderung melakukan pembelian, yang secara bersama-sama dapat mendorong naiknya harga. Sebaliknya jika harga naik dan menyentuh

level mahal (*overvalued*), maka investor menjual saham tersebut dengan menerima selisih positif dari harga jual dan harga belinya (*capital gain*).

Namun pada kenyataannya, tidak semua investor menginvestasikan dananya dalam kondisi yang menguntungkan. Investor bisa menderita kerugian (*capital loss*) yang disebabkan oleh fluktuasi harga saham setiap waktu, yang disebut dengan risiko (*risk*). Banyak investor yang membeli saham pada saat harganya sudah melambung tinggi dengan harapan harga itu akan terus tinggi, padahal harga saham yang sudah terlalu tinggi akan mengalami penurunan akibat pasar yang telah jenuh beli atau dengan kata lain *overbought* yang mana kejenuhan ini akan menurunkan harga saham.

Kesalahan dalam pengambilan keputusan investasi merupakan kesalahan fatal yang dilakukan oleh seorang investor. Investor dapat menderita kerugian jika menginvestasikan dananya pada harga dan waktu yang tidak tepat. Untuk mengurangi risiko kerugian dan meningkatkan kesempatan mendapatkan *return*, seorang investor harus mampu untuk melakukan penilaian saham dengan baik. Secara teknikal investor dapat menentukan waktu yang tepat untuk melakukan beli, tahan, atau jual saham. Misalnya, pada saat harga pasar saham menembus garis *support* atau garis yang menghubungkan dua titik harga terendah, ini mengindikasikan sinyal beli bagi investor.

Secara fundamental, investor dapat menilai saham dengan membandingkan nilai intrinsik saham dengan harga saham yang terjadi di pasar. Jogiyanto (2003:89) mengemukakan, untuk analisis fundamental, ada dua pendekatan untuk menghitung nilai intrinsik saham, yaitu dengan pendekatan nilai

sekarang (*present value approach*) dan pendekatan *price earning ratio* (PER). PER merupakan rasio yang menggambarkan apresiasi pasar terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atau disebut juga pendekatan *multiplier*, PER menunjukkan berapa rupiah harga yang harus dibayar investor untuk memperoleh Rp 1,00 *earning* perusahaan (Tandelilin, 2001:191).

Estimasi nilai intrinsik dengan pendekatan nilai sekarang dihitung menggunakan *dividend discounted model* (DDM), hal ini dikarenakan dividen dianggap sebagai arus kas yang diterima oleh pemegang saham. Menurut Tandelilin (2001:186), *dividend discounted model* merupakan model untuk menentukan estimasi harga saham dengan mendiskontokan semua aliran dividen yang akan diterima di masa datang dengan tingkat diskonto sebesar tingkat *return* yang disyaratkan investor. *Dividend discounted model* dapat menghitung nilai intrinsik (nilai seharusnya), dalam Rupiah harga saham yang seharusnya dibayar oleh investor, yang dapat langsung dibandingkan dengan harga saham yang terjadi di pasar. Oleh karena dividen dianggap sebagai arus kas yang diterima oleh pemegang saham, ini menjadi dasar yang tepat untuk menghitung nilai intrinsik saham menggunakan model ini.

Setiap perusahaan memiliki kebijakan dividen yang berbeda-beda, berapa banyak laba yang harus dibayarkan kepada investor dan berapa banyak laba yang akan ditahan untuk ekspansi perusahaan disesuaikan dengan bagaimana keadaan internal perusahaan dan persaingan industri yang terjadi. Perusahaan diperbolehkan tidak membayar dividen kepada pemegang sahamnya dalam jangka waktu tertentu karena perusahaan tidak berkewajiban membayarkan dividen

kepada pemegang saham setiap tahun dan dalam jumlah tertentu. Untuk dapat menentukan nilai intrinsik saham yang memiliki pola pembayaran dividen yang berbeda-beda antar perusahaan, *dividend discounted model* dikembangkan sesuai pola pembayaran dividen perusahaan, yaitu model tidak bertumbuh atau pertumbuhan nol (*zero-growth model*), model pertumbuhan konstan (*constant-growth model*), dan model pertumbuhan supernormal (*supernormal-growth model*).

Menurut Sartono (1997:147), investor adalah individu yang rasional sehingga cenderung untuk menghindari risiko (*risk averse*). Walaupun investor bersifat *risk taker* (menyukai risiko), investor akan berusaha mengurangi risiko yang ditanggungnya untuk sebuah investasi dengan *return* tetap sesuai harapan. Karena secara umum investor cenderung untuk menghindari risiko (*risk averse*), investor akan memilih portofolio sahamnya sedemikian rupa dan memasukkan saham-saham dengan risiko fundamental yang kecil yang ditunjukkan dengan pembayaran dividen yang teratur dan dengan pertumbuhan dividen yang diharapkan sama setiap tahunnya. Dengan alasan inilah peneliti memilih untuk menggunakan *constant dividend growth model* untuk menghitung nilai intrinsik saham.

Constant dividend growth model menentukan estimasi nilai intrinsik saham dengan mendiskontokan semua aliran dividen yang akan diterima di masa datang dengan asumsi bahwa dividen yang akan dibayarkan perusahaan bukan tetap (konstan) melainkan bertumbuh, dan pertumbuhannya itu dianggap konstan. Model ini juga sangat dipengaruhi oleh besarnya tingkat pengembalian yang

disyaratkan oleh investor (k). Menurut Tandelilin (2001:185), tingkat *return* yang disyaratkan merupakan tingkat *return* minimum yang diharapkan atas pembelian suatu saham. Tingkat pengembalian yang disyaratkan setiap investor berbeda-beda, sesuai dengan perspektif investor terhadap risiko.

Bagi investor yang menyukai risiko (*risk taker*) maka tingkat pengembalian yang disyaratkannya akan lebih tinggi dari seorang investor dengan karakteristik menghindari risiko (*risk averse*). Hal ini dikarenakan investor yang *risk taker* menanggung risiko yang lebih tinggi dari investasinya, sedangkan investor *risk averse* akan meminta tingkat pengembalian yang tidak begitu tinggi karena risiko yang ditanggung dari menginvestasikan dananya juga tidak begitu besar. Tingkat pengembalian yang disyaratkan oleh investor dapat dihitung dengan menggunakan *capital asset pricing model* (CAPM).

Berikut disajikan data-data yang diperlukan untuk mengestimasi nilai intrinsik saham dengan metode *constant dividend growth model*, merujuk pada penelitian sebelumnya oleh Putra (2009).

Tabel 1 Data Pertumbuhan Dividen yang Diharapkan (g), Tingkat Pengembalian yang Disyaratkan Pemegang Saham (k), Nilai Intrinsik, dan Harga Pasar Saham / 30 Juni 2009

N	Nama Perusahaan	Dividen	g	k	Harga Intrinsi	Harga Pasar
1	Indofood Sukses	Rp	7,	26	Rp	Rp
2	Gudang Garam Tbk	Rp	8,	26	Rp	
3	Unilever Tbk	Rp	23	26	Rp	Rp

Sumber : www.gunadarma.ac.id/Jurnal

Keterangan : k = tingkat *return* yang disyaratkan investor pasar
 g = ROE**retention rate*

Tabel 1 menunjukkan bahwa harga pasar saham perusahaan yang menjadi objek penelitian adalah *overvalued* dimana nilai intrinsik saham lebih kecil dari pada harga pasar saham per tanggal 30 Juni 2009, jika dihitung dengan

menggunakan *dividend discounted model*. Saham perusahaan Indofood Sukses Makmur Tbk memiliki nilai intrinsik sebesar Rp 258,45 sedangkan harga pasarnya sebesar Rp 1.890. Ini menunjukkan bahwa harga saham Indofood Sukses Makmur Tbk tergolong mahal atau *overvalued*.

Pada kondisi saham *overvalued* investor sebaiknya “jangan beli” saham, karena harga saham sudah mahal yang mana jika dibeli pada harga ini hanya sedikit kesempatan investor untuk mendapatkan *return*. Terlebih jika ternyata pasar sudah pada kondisi jenuh beli, kemudian pasar secara bersama-sama menjual saham yang kemudian akan menurunkan harga saham. Jika kondisi ini terjadi, investor akan menderita kerugian (*capital loss*) karena harga pada saat beli lebih besar dari harga saat jual. Selain itu, pada kondisi *overvalued* investor dapat melakukan “jual” saham, jika memang investor sudah memiliki saham sebelumnya, sehingga menerima keuntungan (*capital gain*) dari selisih positif harga saham saat dibeli dengan harga saham saat dijual.

Namun banyak investor mengambil keputusan investasi yang salah, dimana investor mengambil keputusan investasi yang tidak tepat dan merugikannya. Hal ini dikarenakan investor tidak tahu tentang nilai intrinsik yang terkandung di saham, yang dapat dinilai dan membantu dalam mengambil keputusan investasi yang tepat.

Harga pasar yang selalu bergerak, naik dan turun setiap waktu menyebabkan seorang investor bisa memperoleh keuntungan yang fantastis dari fluktuasi harga saham tetapi bisa sekaligus menyebabkan investor menderita kerugian yang fantastis jika pasar saham sedang turun. Dengan melihat bahwa

harga yang terjadi di pasar tidak mencerminkan harga sebenarnya dari suatu saham, maka sebelum mengambil keputusan investasi seorang investor penting untuk tahu tentang harga yang sebenarnya (*intrinsic value*).

Buffett dalam Pardoe (2006:135) mengatakan bahwa nilai intrinsik adalah pengukuran yang benar-benar valid. Tujuannya adalah untuk menentukan nilai diskonto kas yang dapat diambil selama umur bisnis tersebut. Untuk itulah seorang investor harus mengetahui nilai intrinsik suatu saham dan membandingkan nilai intrinsik dengan harga pasarnya, sehingga investor akan mengetahui apakah saham itu dalam kondisi *undervalued*, *fairvalued*, atau *overvalued*, sebagai batas apakah seorang investor akan beli, tahan, ataupun jual sahamnya. Berdasarkan uraian di atas, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **“Estimasi nilai intrinsik saham perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)”**.

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, maka masalah yang dapat didefinisikan adalah investor tidak mengetahui nilai intrinsik suatu saham, yang mana terdapat saham yang *undervalued*, *fairvalued*, ataupun *overvalued* jika dibandingkan dengan harga pasar saham, yang menyebabkan investor melakukan kesalahan dalam menentukan keputusan investasi, atau menderita kerugian (*capital loss*).

C. Batasan Masalah

Masalah yang diteliti dibatasi pada berapa nilai intrinsik saham dan keputusan investasi apa yang dapat dilakukan oleh investor. Estimasi dilakukan menggunakan *constant dividend growth model*. Objek penelitian berfokus pada saham perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI yang terus membayarkan dividen selama tahun 2006-2009 dengan pertumbuhan dividen yang diharapkan konstan.

D. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang dikemukakan sebelumnya maka dapat dirumuskan masalah penelitian, yaitu: Bagaimana penilaian saham perusahaan yang terdaftar di BEI apakah *undervalued*, *fairvalued*, atau *overvalued* jika dibandingkan dengan nilai intrinsik yang dihitung menggunakan *constant dividend growth model*?

E. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian dilakukan adalah untuk menilai saham perusahaan yang terdaftar di BEI apakah *undervalued*, *fairvalued*, atau *overvalued* jika dibandingkan dengan nilai intrinsik yang dihitung menggunakan *constant dividend growth model*.

F. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi:

1. Peneliti, penelitian ini dapat menambah pengetahuan mengenai nilai intrinsik saham, khususnya estimasi nilai intrinsik menggunakan *constant dividend growth model*.
2. Investor, hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan tentang strategi investasi di pasar modal, mengetahui berapa nilai intrinsik saham perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI, sehingga investor dapat melakukan pembelian pada saat harga mendekati nilai intrinsik dan memiliki kesempatan yang lebih besar untuk mendapatkan *gain*.
3. Sebagai referensi bagi ilmu pengetahuan di bidang manajemen keuangan khususnya tentang valuasi saham.
4. Bagi peneliti selanjutnya, sebagai informasi dan pedoman bagi peneliti selanjutnya yang meneliti topik terkait dengan penelitian ini.

BAB II

KAJIAN TEORI DAN KERANGKA KONSEPTUAL

Bab dua berisikan kajian teori terkait dengan estimasi nilai intrinsik saham (*constant dividend growth model*) dan kerangka konseptual penelitian.

A. Kajian Teori

Kajian teori terdiri dari sub-sub kajian teori antara lain: harga saham, konsep nilai, model penilaian harga saham, dan valuasi saham. Kajian teori diakhiri oleh penelitian terdahulu terkait topik penelitian.

1. Harga Saham

Menurut Jogiyanto (1998:69), harga saham adalah harga pasar (*market value*) yaitu harga yang terbentuk di pasar jual beli saham. Harga saham yang tercipta di pasar dipengaruhi oleh tiga faktor penting, yaitu likuiditas, fundamental perusahaan, dan sentimen pasar. Perusahaan dengan likuiditas yang baik, fundamental perusahaan yang prospektif, dan sentimen pasar yang positif akan mempunyai harga pasar yang tinggi dibandingkan dengan saham yang kurang likuid, fundamental perusahaan tidak begitu baik, terlebih ada sentimen negatif terhadap pasar maka harga pasar saham pun akan rendah.

Faktor yang mempengaruhi harga saham antara lain: Pertama, faktor fundamental, dimana harga saham dipengaruhi oleh keadaan ekonomi, industri dan perusahaan yang menerbitkan saham. Fundamental perusahaan sangat penting karena harga saham sangat berhubungan dengan kemampuan perusahaan untuk

menciptakan keuntungan di masa yang akan datang bagi pemegang saham. Kedua, faktor teknikal, dimana harga saham dipengaruhi oleh pergerakan harga jual beli saham, jumlah saham yang diperdagangkan dan data lain yang bersumber dari pasar (SPMBEI, 2011:48).

2. Konsep Nilai

Setiap sekuritas (surat-surat berharga) dapat didefinisikan sebagai nilai uang yang diberikan kepada sekuritas pada waktu tertentu. Menurut konsepnya ada beberapa nilai atas saham. Pertama, nilai intrinsik. Menurut Jogiyanto (2003:88), nilai intrinsik yang disebut nilai fundamental merupakan nilai seharusnya dari suatu saham. Nilai intrinsik dapat dinilai dengan analisis fundamental maupun analisis teknikal. Selanjutnya, menurut Tambunan (2010:219), harga wajar aset adalah sebagai harga yang dapat kita terima sebagai harga pokok kepemilikan aset setelah membandingkan tingkat imbal hasil yang kita harapkan (*required rate of return*) dengan tingkat imbal hasil yang dapat diberikan aset tersebut di masa datang (*expected rate of return*). Kedua, nilai pasar (*market value*). Menurut Jogiyanto (2003:88), nilai pasar merupakan harga dari saham di pasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar, yang ditentukan oleh permintaan dan penawaran saham bersangkutan di pasar bursa. Ketiga, nilai perusahaan berjalan (*going-concern value*). Nilai *going concern* adalah nilai perusahaan itu, sebagai badan usaha yang masih beroperasi, bagi perusahaan atau individu lain (Weston & Copeland, 1996:144). Nilai *going concern* mengasumsikan perusahaan tetap hidup tanpa batas, dikaitkan dengan

kemampuan menghasilkan laba di masa depan, pembagian dividen, dan pertumbuhan usaha di masa yang akan datang yang tidak terbatas. Keempat, nilai likuidasi (*liquidation value*). Menurut Bodie, Kane, dan Marcus (2006:220), ukuran yang paling baik untuk harga terendah saham adalah nilai likuiditas, yang menunjukkan jumlah uang yang dapat direalisasikan dengan melikuidasi perusahaan, menjual aset-asetnya, membayar utang-utangnya, dan membagi sisanya kepada pemegang saham. Jadi nilai likuidasi adalah nilai setelah seluruh aktiva perusahaan dijual dikurangi seluruh utang. Kelima, nilai buku (*book value*). Nilai buku adalah kekayaan bersih perusahaan yang dilaporkan di neraca (Bodie, Kane, & Marcus, 2006:219), yang merupakan hasil dari penerapan serangkaian aturan akuntansi akrual untuk menyebarkan harga perolehan aset selama jangka waktu tertentu. Menurut Jogiyanto (2003:82), nilai buku (*book value*) per lembar saham menunjukkan aktiva bersih (*net assets*) yang dimiliki oleh pemegang saham dengan memiliki satu lembar saham.

3. Model Penilaian Harga Saham

Model penilaian harga saham merupakan suatu mekanisme untuk merubah serangkaian variabel ekonomi atau variabel perusahaan yang diramalkan (atau yang diamati) menjadi perkiraan tentang harga saham. Variabel-variabel ekonomi tersebut seperti misalnya laba perusahaan, dividen yang dibagikan, variabilitas laba, dan sebagainya (Husnan, 2001:290). Model-model penilaian harga saham dikembangkan untuk mengestimasi nilai intrinsik saham dengan beberapa pendekatan, antara lain sebagai berikut:

a. Pendekatan Nilai Sekarang - *Dividend Discounted Model*

Menurut Tandelilin (2001:186), *dividend discounted model* merupakan model untuk menentukan estimasi harga saham dengan mendiskontokan semua aliran dividen yang akan diterima di masa datang. *Dividend discounted model* menghitung nilai intrinsik saham, dengan mendiskontokan aliran dividen yang diterima oleh pemegang saham dengan tingkat pengembalian yang disyaratkan pemegang saham.

Dividend discounted model secara umum dirumuskan sebagai berikut:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots$$

(Bodie, Kane & Marcus: 2006)

Dimana:

V_0 = nilai intrinsik saham dengan model diskonto dividen.

D_1, D_2, D_3 = dividen yang akan diterima di masa datang.

k = tingkat *return* yang disyaratkan pemegang saham.

Kebijakan dividen yang berbeda-beda antar perusahaan, besarnya bagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham dan besarnya laba yang ditahan sebagai sumber dana untuk ekspansi perusahaan disesuaikan dengan bagaimana keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), yang mana keputusan tentang kebijakan dividen perusahaan harus memihak kepada kepentingan pemegang saham. Ada perusahaan yang membayarkan dividen ke pemegang sahamnya rutin setiap tahun dalam jumlah tertentu, ada perusahaan yang membayarkan dividen dengan pertumbuhannya yang konstan, dan ada perusahaan yang membayarkan dividen kepada pemegang sahamnya berfluktuatif, disesuaikan dengan bagaimana perusahaan dan bagaimana banyak laba yang diperoleh perusahaan dalam waktu

tertentu. Untuk itu perhitungan *dividend discounted model* disesuaikan dengan bagaimana pola pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan, yaitu antara lain:

1) *Zero – Growth Model*

Zero-growth model berasumsi bahwa dividen yang dibayarkan perusahaan tidak mengalami pertumbuhan (Tandelilin, 2001:187). Jadi, *zero-growth model* merupakan model diskonto dividen yang digunakan untuk menghitung nilai intrinsik saham perusahaan yang membayarkan dividen kepada pemegang saham dalam jumlah tertentu dari waktu ke waktu. Model ini biasa digunakan untuk mengestimasi nilai intrinsik saham preferen, karena saham preferen merupakan jenis saham yang dikeluarkan perusahaan dengan pembayaran dividen yang tetap setiap tahunnya sebagai balas jasa perusahaan ke pemegang saham preferen.

Zero-growth model dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$V_0 = \frac{D}{k}$$

(Tandelilin, 2001)

Dimana:

V_0 = nilai intrinsik saham dengan *zero-growth model*.

D = dividen yang diterima pemegang saham preferen.

k = tingkat *return* yang disyaratkan pemegang saham.

2) *Constant Dividend Growth Model*

Pada kenyataannya asumsi yang digunakan pada *zero-growth model* yaitu perusahaan membayarkan dividen tetap dari waktu ke waktu tidak sesuai dengan kenyataan, dimana perusahaan saat ini menyesuaikan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham sesuai dengan laba yang diperoleh perusahaan. Meskipun membayar dividen yang tetap dari waktu ke waktu sudah menunjukkan

bahwa likuiditas perusahaan dalam keadaan stabil, namun hal itu belum cukup sebagai pengembalian kepada investor karena prinsip *time value of money* dan investasi ini diharapkan memberikan keuntungan yang tidak mengurangi nilai.

Selain prinsip *time value of money* yang meminta investasi memberikan pengembalian yang tidak mengurangi nilai, investasi diharapkan memberikan arus kas yang dapat diandalkan melalui kebijakan dividen yang stabil yang tingkat pertumbuhan dividennya dapat diramalkan, seperti total pengembalian perusahaan itu (hasil dividen ditambah hasil keuntungan modal) akan relatif stabil dalam jangka panjang (Brigham & Houston, 2001:75).

Pertumbuhan dividen dapat saja berfluktuasi sesuai dengan kebijakan perusahaan, misalnya ketika perusahaan memutuskan untuk menahan labanya untuk ekspansi maka dividen yang dibagikan perusahaan dapat turun atau naik. Pemegang saham mengharapkan pertumbuhan dividen perusahaan konstan, maksudnya investor memiliki tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan adalah konstan. Asumsi ini sesuai dengan solusi yang relevan terhadap stabilitas dividen yang dikemukakan oleh (Brigham & Houston, 2001:75), yaitu kebanyakan pengamat yakin bahwa stabilitas dividen memang diinginkan oleh investor.

Constant dividend growth model dikenal dengan Gordon karena Myron J. Gordon merupakan orang yang mengembangkan model ini. Asumsi dasar dari model ini adalah k (suku bunga diskonto) harus lebih besar dari g (tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan) (Jogiyanto, 2003:97). Jika k lebih kecil dari g , maka nilai intrinsik saham menjadi negatif yang merupakan nilai tidak

realistis untuk suatu saham. Demikian juga jika k sama dengan g , maka $(k-g)$ akan sama dengan nol dan akibatnya nilai intrinsik saham akan sangat besar sekali bernilai ∞ yang juga merupakan nilai tidak realistis untuk suatu saham.

Formulasi model dengan asumsi ini adalah :

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{(k-g)}$$

(Bodie, Kane & Marcus, 2006)

Dimana:

V_0 = nilai intrinsik saham dengan *constant dividend growth model*.

D_0 = dividen yang paling akhir dibayarkan.

g = tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan konstan.

k = tingkat pengembalian yang disyaratkan pemegang saham.

Untuk menentukan nilai intrinsik saham menggunakan *constant dividend growth model*, maka perlu diketahui tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan pemegang saham (g) dan tingkat *return* yang disyaratkan pemegang saham (k), yang akan dijelaskan sebagai berikut:

a) **Pertumbuhan Dividen yang Diharapkan**

Dividen merupakan pembagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham secara pro-rata dan dibayarkan dalam bentuk uang (*dividend cash*) dan atau saham (*dividend stock*), yang besarnya akan ditetapkan berdasarkan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (SPMBEI, 2011:55).

Menurut Tandelilin (2001:244), tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan (g) merupakan fungsi dari besarnya ROE dan tingkat laba ditahan perusahaan (*retention rate*). Pertumbuhan dividen suatu perusahaan dapat diukur sebagai berikut:

$$g = b * (ROE)$$

$$g = (1 - DPR) * (ROE)$$

(Brigham & Houston, 2001)

Dimana:

g = pertumbuhan dividen yang diharapkan pemegang saham.

b = *plow back ratio* (bagian laba yang diinvestasikan kembali).

DPR = *dividend payout ratio*.

ROE = *return on equity*.

Menurut Bodie, Kane, dan Marcus (2006:232), meningkatnya *retention rate* akan meningkatkan harga saham. Sekalipun pada awalnya dividen akan berkurang karena kebijakan penginvestasian kembali, pertumbuhan aset perusahaan berikutnya karena laba yang diinvestasikan kembali akan menghasilkan pertumbuhan dividen di masa depan, yang akan segera tercermin pada harga saham hari ini.

Pada penelitian ini, nilai pertumbuhan dividen yang diharapkan pemegang bukan hasil dari perhitungan g setiap tahun, melainkan yang digunakan adalah pertumbuhan dividen yang diharapkan pemegang saham masing-masing perusahaan yang diasumsikan konstan. Dihitung dari rerata nilai pertumbuhan dividen yang diharapkan beberapa tahun menggunakan *geometric mean*.

Dividend payout ratio merupakan rasio yang melihat bagian pendapatan (*earning*) yang dibayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham. Sedangkan *return on equity* menggambarkan seberapa besar sumbangan keuntungan terhadap pemegang saham, yang dihitung dengan fungsi laba bersih dibagi dengan ekuitas perusahaan.

b) Tingkat *Return* yang Disyaratkan Pemegang Saham

Tingkat *return* yang disyaratkan merupakan tingkat *return* minimum yang diharapkan atas pembelian suatu saham (Tandelilin, 2001:185). Dimana tingkat *return* yang disyaratkan pemegang saham dilambangkan dengan k , yang dapat dihitung dengan *capital assets pricing model* (CAPM). CAPM dikembangkan pertama kali pada tahun 1960 oleh William F. Sharpe, Lintner, dan Mossin, merupakan suatu model yang menghubungkan tingkat *return* yang diharapkan dari suatu aset berisiko dengan risiko dari aset tersebut pada kondisi pasar yang seimbang (Tandelilin, 2001:90).

CAPM didasari oleh teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz. Berdasarkan model Markowitz, masing-masing investor diasumsikan akan mendiversifikasikan portofolionya dan memilih portofolio yang optimal atas dasar preferensi investor terhadap *return* dan risiko, pada titik-titik portofolio yang terletak di sepanjang garis portofolio efisien. Disamping asumsi itu, ada beberapa asumsi lain dalam CAPM yang dibuat untuk menyederhanakan realitas yang ada, yaitu: Pertama, semua investor mempunyai distribusi probabilitas tingkat *return* di masa depan yang identik, karena mereka mempunyai harapan atau ekspektasi yang hampir sama. Semua investor menggunakan sumber informasi seperti tingkat *return*, varians *return*, dan matriks korelasi yang sama dalam kaitannya dengan pembentukan portofolio yang efisien. Kedua, semua investor mempunyai satu periode waktu yang sama, misalnya satu tahun. Ketiga, semua investor dapat meminjam (*borrowing*) atau meminjamkan (*lending*) uang pada tingkat *return* yang bebas risiko (*risk-free rate of return*). Keempat, tidak ada biaya transaksi.

Kelima, tidak ada pajak pendapatan. Keenam, tidak ada inflasi. Ketujuh, terdapat banyak sekali investor, dan tidak ada satu pun investor yang dapat mempengaruhi harga suatu sekuritas. Semua investor adalah *price-taker*. Kedelapan, pasar dalam keadaan seimbang (*equilibrium*). Secara matematis *capital assets pricing model* dapat dirumuskan sebagai berikut:

k = tingkat return aset bebas risiko + premi risiko

$$k = R_F + \beta [E(R_M) - R_F]$$

(Tandelilin, 2001)

Dimana:

k = tingkat *return* yang disyaratkan pemegang saham.

R_F = tingkat *return* bebas risiko.

β = sensitifitas *return* sekuritas terhadap perubahan *return* pasar.

$E(R_M)$ = *return* portofolio pasar yang diharapkan.

Beta saham merupakan ukuran risiko sistematis suatu sekuritas yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi. Beta menunjukkan sensitifitas *return* sekuritas terhadap perubahan *return* pasar (Tandelilin, 2001:98). Untuk mengukur beta suatu saham, dapat dihitung dengan membagi kovarian saham dari portofolio pasar dengan varian portofolio pasar.

3) *Supernormal–Growth Model/Model Pertumbuhan Tidak Konstan/Ganda*

Perusahaan bertumbuh sesuai dengan daur hidup (*life cycles*), dimana perusahaan mula-mula harus melalui tahap permulaan, pertumbuhan, kedewasaan (*maturity*), stabil, dan kemudian mengalami penurunan (*decline*). Daur hidup ini akan mempengaruhi terhadap laba perusahaan begitu juga dengan bagian laba atau dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Menurut Tandelilin, (2001:188), adakalanya perusahaan mengalami pertumbuhan yang sangat baik

jauh di atas pertumbuhan normal dan sangat menjanjikan selama beberapa tahun, tetapi lambat laun menurun terus.

Untuk perusahaan yang mengalami hal tersebut, penentuan nilai saham akan meliputi empat langkah perhitungan sebagai berikut: Pertama, membagi aliran dividen menjadi dua bagian: (a) bagian awal yang meliputi aliran dividen yang tidak konstan, dan (b) aliran dividen ketika dividen mengalami pertumbuhan konstan. Kedua, menghitung nilai sekarang dari aliran dividen yang tidak konstan (bagian a). Ketiga, menghitung nilai sekarang dari semua aliran dividen selama periode pertumbuhan konstan (bagian b). Keempat, menjumlahkan kedua hasil perhitungan nilai sekarang dari kedua bagian perhitungan aliran dividen (bagian a dan bagian b) (Tandelilin, 2001:189).

Supernormal – growth model dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+g_t)^t}{(1+k)^t} + \frac{D_n(1+g_c)}{k-g_c} \frac{1}{(1+k)^n}$$

(Tandelilin, 2001)

Dimana:

- V_0 = nilai intrinsik saham dengan *supernormal-growth model*.
- n = jumlah tahun selama periode pembayaran dividen supernormal.
- D_0 = dividen saat ini.
- g_t = pertumbuhan dividen supernormal.
- D_n = dividen pada akhir tahun pertumbuhan dividen supernormal.
- g_c = pertumbuhan dividen yang konstan.
- k = tingkat *return* yang disyaratkan pemegang saham.

b. Pendekatan *PER*

Pendekatan *price earning ratio (PER)* atau pendekatan *multiplier* menggambarkan rasio atau perbandingan antara harga saham terhadap *earning* perusahaan, pendekatan ini menghitung berapa kali (*multiplier*) nilai *earning* yang

tercermin dalam harga suatu saham (Tandelilin, 2001:191). PER menggambarkan apresiasi pasar terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, semakin kecil PER suatu saham maka akan semakin bagus karena saham tersebut relatif murah (Panduan Pemodal BEI, 2008:59). Rumus untuk menghitung PER adalah sebagai berikut:

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

(Tandelilin, 2001)

PER menunjukkan berapa rupiah yang harus dibayar investor untuk memperoleh Rp 1,00 *earning* perusahaan (Tandelilin, 2001:191). Perusahaan yang sedang bertumbuh cenderung untuk memiliki nilai PER yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang sudah berada pada tahap dewasa (mapan), karena pada perusahaan yang bertumbuh akan ada pertumbuhan penjualan yang tinggi, yang menghasilkan pertumbuhan laba yang tinggi pula, dimana akan tercermin pada harga saham saat ini yang meningkat (Husnan, 2001:332).

4. Valuasi Saham

Proses penilaian (valuasi) yaitu memberikan nilai kepada suatu aset dengan menghitung nilai sekarang dari arus kas yang diharapkan di masa yang akan datang dengan menggunakan tingkat pengembalian yang diinginkan investor sebagai tingkat diskonto (Keown *et al*, 2008: 243). Pengertian ini sejalan dengan tujuan analisis saham yang dikemukakan oleh Husnan, (2001:288), dimana analisis saham (valuasi saham) bertujuan untuk menaksir nilai intrinsik (*intrinsic*

value) suatu saham, dan kemudian membandingkannya dengan harga pasar saham tersebut saat ini (*current market price*).

Menurut Tambunan (2010:178), proses penilaian (*valuation*) meliputi dua estimasi utama, yaitu: (1) Perkiraan aliran arus kas (*the stream of expected cash flows*) dan (2) Tingkat *return* yang dibutuhkan (*required rate of return*) atas sebuah investasi. Sesuai dengan definisinya, valuasi saham akan membandingkan nilai intrinsik saham dengan harga pasar saham yang terjadi di pasar.

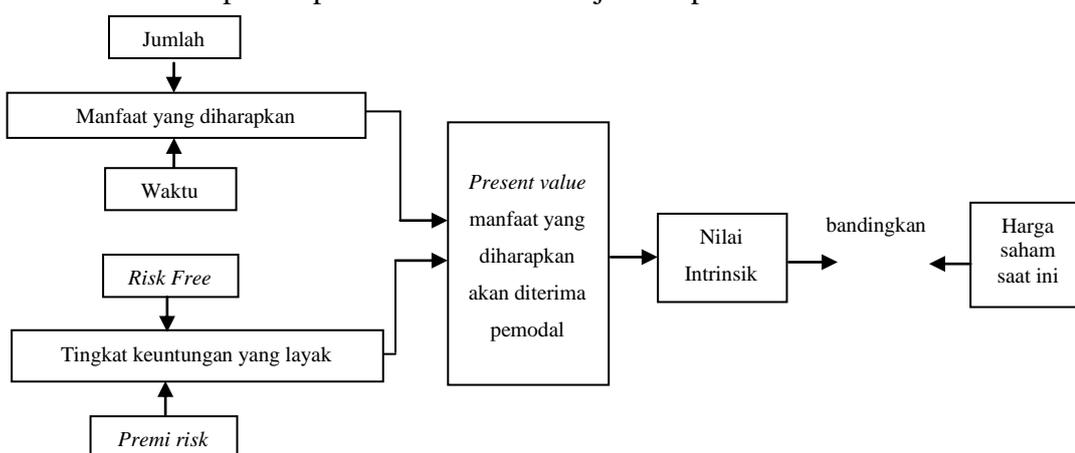
Tambunan (2010:219) mengemukakan, harga wajar aset adalah sebagai harga yang dapat kita terima sebagai harga pokok kepemilikan aset setelah membandingkan tingkat imbal hasil yang kita harapkan (*required rate of return*) dengan tingkat imbal hasil yang dapat diberikan aset tersebut di masa datang (*expected rate of return*). Sedangkan, harga saham adalah harga pasar (*market value*) yaitu harga yang terbentuk di pasar jual beli saham (Jogiyanto, 1998:69), atau dengan kata lain, harga saham merupakan hasil dari informasi yang diserap oleh pasar, fundamental perusahaan, likuiditas dan juga sentimen pasar yang mempengaruhi harga pasar.

Tambunan (2010:170), mengatakan bahwa langkah terakhir yang akan dilakukan dalam penilaian saham adalah membandingkan nilai intrinsik dengan harga pasar saham tersebut. Dimana, (a) Jika nilai intrinsik lebih besar dari pada harga pasar maka investor direkomendasikan untuk “beli”, karena saham tersebut murah (*undervalued*) atau berada di bawah harga wajar, sehingga layak dibeli, dengan pertimbangan suatu saat harganya akan naik kembali. (b) Jika nilai intrinsik lebih kecil dari pada harga pasar maka investor direkomendasikan untuk

“jangan beli”, hal ini dilakukan karena saham tersebut sudah mahal (*overvalued*) atau berada di atas harga wajar, namun investor juga bisa tetap membeli saham tersebut dengan pertimbangan harga masih dalam batas-batas toleransi yang dapat diberikan terhadap premium (selisih antara harga pasar saham dan harga intrinsiknya). Selain itu investor dapat “jual” saham jika saham sudah dimiliki sebelumnya, apabila *return* yang diharapkan sudah terpenuhi.

Menurut Husnan (2001:288), pedoman yang dapat dipergunakan dalam valuasi saham adalah sebagai berikut: (1) Apabila nilai intrinsik lebih besar dari harga pasar saat ini, maka saham tersebut dinilai *undervalued* (harganya terlalu rendah), dan karenanya seharusnya dibeli atau ditahan apabila saham tersebut telah dimiliki. (2) Apabila nilai intrinsik lebih kecil dari pada harga pasar saat ini, maka saham tersebut dinilai *overvalued* (harganya terlalu mahal), karenanya seharusnya dijual. (3) Apabila nilai intrinsik sama dengan harga pasar saat ini, maka saham tersebut dinilai wajar harganya dan berada dalam kondisi seimbang.

Secara skematis proses penilaian saham ditunjukkan pada Gambar 1 berikut:



Gambar 1 Proses Analisis Saham, Membandingkan Nilai Intrinsik dengan Harga Saham

Sumber: (Husnan, 2001:289)

Dimana pemodal harus memperkirakan berapa dan kapan manfaat yang diharapkan akan diterima, dan manfaat tersebut dipresent-*value*kan dengan tingkat bunga yang layak (Husnan, 2001:289).

5. Penelitian Terdahulu

Penelitian-penelitian yang terkait dengan estimasi nilai intrinsik saham menggunakan *dividend discounted model* telah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya, seperti dapat terlihat pada tabel berikut:

Tabel 2 Penelitian Terdahulu: Estimasi nilai intrinsik menggunakan *Dividend Discount Model*.

No.	Peneliti & Metode	Judul	Hasil Penelitian
1.	Wijaya dan Viliany (2008) DDM	Estimasi nilai intrinsik saham PT. Indofood Sukses Makmur Tbk dengan menggunakan <i>dividend discount model</i>	Nilai intrinsik PT Indofood Sukses Makmur Tbk sebesar Rp 861,06 sedangkan rerata harga pasar saham yang aktual selama periode November 2006 sampai dengan Oktober 2007 adalah Rp 1.742,08 per lembar saham. Maka dapat dikatakan bahwa saham PT Indofood Sukses Makmur Tbk berada pada posisi <i>overvalued</i> .
2.	Putra (2009) DCF (DDM)	Analisis valuasi saham pada PT Indofood Sukses Makmur Tbk, PT Gudang Garam Tbk, dan PT Unilever Tbk	Nilai intrinsik dengan menggunakan <i>dividend discounted model</i> : (a) Nilai intrinsik PT Indofood Sukses Makmur sebesar Rp 258,45 dan harga pasar per 30 Juni 2009 sebesar Rp 1.890 sehingga saham <i>overvalued</i> . (b) Nilai intrinsik PT Gudang Garam Tbk sebesar Rp 1.980,17 sedangkan harga pasar per 30 Juni 2009 sebesar Rp 12.350 sehingga saham <i>overvalued</i> . (c) Nilai intrinsik PT Unilever Tbk sebesar Rp 8.157,79 sedangkan harga pasar per 30 Juni 2009 sebesar Rp 9.700 sehingga saham <i>overvalued</i> dan direkomendasikan untuk “tidak membeli” atau “jual” saham jika sudah dimiliki.

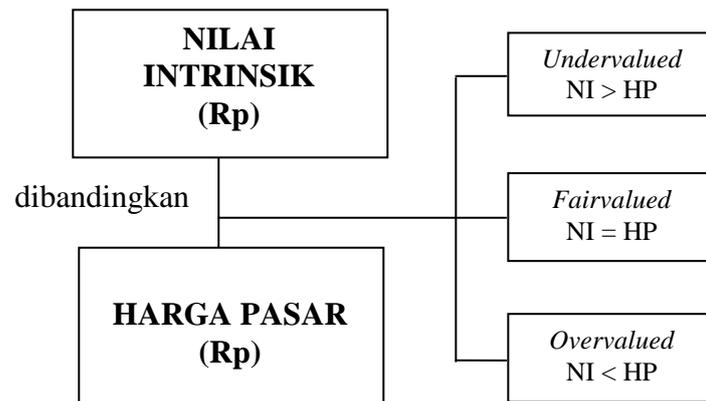
B. Kerangka Konseptual

Estimasi nilai intrinsik merupakan proses menentukan berapa nilai intrinsik atau harga yang seharusnya kita bayar untuk suatu saham. Salah satu cara untuk mengestimasi nilai intrinsik adalah menggunakan *dividend discounted model*, yaitu menghitung *present value* dari dividen yang diterima pemegang saham. *Dividend discounted model* dikembangkan sesuai dengan pola dari pembayaran dividen suatu perusahaan. Dimana yang dipilih untuk digunakan dalam penelitian ini yaitu dengan *constant dividend growth model*, yang mengasumsikan bahwa arus kas atau dividen yang diharapkan pemegang saham bertumbuh dan pertumbuhannya konstan.

Estimasi nilai intrinsik saham dilakukan untuk dapat melakukan valuasi saham, yaitu dengan membandingkan nilai intrinsik saham dengan harga saham yang terjadi di pasar bursa. Hasil valuasi saham berupa keputusan-keputusan investasi yang sebaiknya dilakukan oleh investor. Dimana (a) Jika nilai intrinsik lebih besar dari pada harga pasar maka investor sebaiknya investor “beli”, karena saham tersebut murah (*undervalued*), sehingga kesempatan mendapatkan *return* lebih besar, (b) Jika nilai intrinsik lebih kecil dari pada harga pasar maka investor “jangan beli”, karena saham tersebut sudah terlanjur mahal (*overvalued*), namun investor juga bisa tetap membeli saham tersebut jika kelebihan dari nilai intrinsik masih dapat ditoleransi dan perusahaan memiliki fundamental yang bagus, (c) Saham dapat berada pada *fairly price* atau disebut juga dengan *fairvalued*, dimana nilai intrinsik saham sama dengan harga saham di pasar, sehingga investor lebih

baik *hold* atau “tahan” saham sampai terlihat arah pasar apakah bergerak positif ataupun negatif.

Kerangka konseptual dapat digambarkan pada Gambar 2 sebagai berikut:



Gambar 2 Kerangka Konseptual

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

Bab lima berisikan simpulan dan saran yang dapat diberikan peneliti terkait dengan penelitian estimasi nilai intrinsik saham dengan menggunakan *constant dividend growth model*.

A. Simpulan

Berdasarkan pendahuluan, kajian teori dan pengolahan data serta pembahasan yang telah dilakukan pada bab terdahulu, maka dapat ditarik simpulan sebagai berikut:

Berdasarkan perhitungan yang telah dilakukan dengan metode *constant dividend growth model* maka nilai intrinsik saham AKRA diperoleh sebesar Rp 128,13 sedangkan harga pasarnya Rp 1.233,27, selanjutnya secara berturut-turut dilaporkan nilai intrinsik dan harga pasar untuk saham AUTO, BBKA, BBNI, BFIN, BRAM, PJAA, RALS, SMGR, SMRA, dan TRIM, yaitu nilai intrinsik diperoleh sebesar Rp 2.554,53; Rp 383,03; Rp 181,07; Rp 1.929,01; Rp 2.321,48; Rp 217,70; Rp 153,54; Rp 1.391,84; Rp 26,90; dan Rp 16,58. Sedangkan harga pasar perusahaan-perusahaan tersebut antara lain: Rp 12.790,41; Rp 5.832,86; Rp 2.856,92; Rp 2.405,51; Rp 1.591,78; Rp 654,37; Rp 861,43; Rp 8.664,29; Rp 913,92; dan Rp 131,33.

Setelah membandingkan nilai intrinsik dengan harga pasar saham (valuasi saham) maka diperoleh saham-saham dengan kondisi *overvalued* dan

undervalued. Saham AKRA, AUTO, BBKA, BBNI, BFIN, PJAA, RALS, SMGR, SMRA, dan TRIM berada dalam kondisi *overvalued* atau dengan kata lain saham tergolong mahal, sehingga tidak layak untuk dibeli saat ini, karena sedikit kesempatan untuk mendapatkan *gain*. Terlebih jika pasar tidak dalam kondisi *bull*, maka harga saham akan turun dan mengakibatkan harga saham turun dan investor mengalami kerugian (*capital loss*). Sedangkan bagi investor *existing*, kondisi *overvalued* mengindikasikan bahwa investor dapat menjual saham yang telah dimiliki, jika *return* yang diinginkan investor telah terpenuhi.

Sedangkan saham BRAM berada pada kondisi *undervalued*, yang berarti bahwa harga saham di pasar murah, sehingga bagus untuk investor untuk membeli saham sekarang, karena kesempatan mendapatkan *gain* masih besar, harga saham akan masih meningkat karena harga saham sekarang masih di bawah harga yang seharusnya. Pada saat saham *undervalued*, investor potensial dapat melakukan pembelian, karena harga pasar dibawah nilai intrinsiknya, sedangkan bagi investor *existing* pada kondisi ini dapat menahan sahamnya dulu, karena jika saham yang dimiliki memiliki fundamental yang bagus, maka dalam jangka panjang harga pasar saham akan naik kembali.

B. Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dikemukakan maka dapat diberikan beberapa saran sebagai berikut: Pertama, bagi investor, untuk dapat lebih memperhatikan dan melakukan estimasi nilai intrinsik saham sebelum mengambil keputusan investasinya (beli, jual atau tahan), sehingga investasi yang

dilakukan memberikan kesempatan yang lebih besar untuk mendapatkan *gain* dan pengembalian sesuai yang diperoleh dengan risiko dan penundaan konsumsi yang telah dilakukan investor.

Kedua, bagi peneliti selanjutnya, karena adanya keterbatasan model dalam penelitian ini maka peneliti selanjutnya dapat menggunakan model yang lebih kompleks seperti (*DDM supernormal growth model* atau rumus dasar DDM) sehingga dapat menghitung nilai perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI secara keseluruhan. Data yang digunakan sebaiknya lebih dekat dengan tahun penelitian. Peneliti selanjutnya juga dapat memanfaatkan penelitian ini untuk selanjutnya dikembangkan menjadi penelitian kausatif, dengan menambahkan variabel-variabel yang mempengaruhi saham *undervalued*, *fairvalued*, atau *overvalued*, misalnya kapitalisasi pasar, volume perdagangan, dan lain sebagainya.

Selain itu, untuk hasil yang lebih akurat, peneliti selanjutnya dapat menggunakan model yang lain untuk menghitung nilai k , sehingga hasil nilai intrinsik dapat benar-benar menggambarkan harga seharusnya dari saham.

DAFTAR KEPUSTAKAAN

- Bodie, Zvi. Kane, Alex, & Marcus. Alan J. (2006). *Investasi: Buku 2* (Zuliani Dalimunthe. Terjemahan). Jakarta: Salemba Empat
- Brigham, Eugene & Houston, Joel F. (2001). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga
- [Http://www.bi.go.id](http://www.bi.go.id). Tingkat Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia
- [Http://www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). *Indonesian Capital Market Directory*
- Husnan, Suad. (2001). *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN
- I Putu Darma Putra. 2009. "Analisis Valuasi Saham pada PT Indofood Sukse Makmur Tbk, PT Gudang Garam Tbk, dan PT Unilever Tbk". www.gunadarma.ac.id
- Jogiyanto. (2003). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE
- Keown, Arthur J. (2008). *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan*. (Marcus P. Widodo. Terjemahan). Jakarta: Indeks
- Panduan Pemodal BEI. (2008). BEI
- Pardoe, James. (2005). *Sukses Berinvestasi ala Buffet: 24 Strategi Investasi Sederhana dari Investor Nilai Terbaik Dunia* (Sri Isnani Husnayati. Terjemahan). Jakarta: Erlangga
- Sartono, Agus. (1997). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Jogjakarta: Bpfe
- Sekolah Pasar Modal BEI Kelas Basic. (2011). Struktur Pasar Modal, Pengetahuan Umum Tentang Efek, Reksadana, dan Fraud di Pasar Modal. Jakarta: BEI
- Sekolah Pasar Modal BEI Kelas Intermediate. (2011). Mekanisme Transaksi Efek Analisa Fundamental dan Analisa Teknikal. Jakarta: BEI
- Sugiyono. (2005). *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta, CV
- Tambunan, Andy Porman. (2008). *Menilai Harga Wajar Saham (Stock Valuation)*. Jakarta: Elex Media Komputindo