

MODUL PEMBELAJARAN

TEORI PORTOFOLIO DAN ANALISIS INVESTASI

PERTEMUAN 3

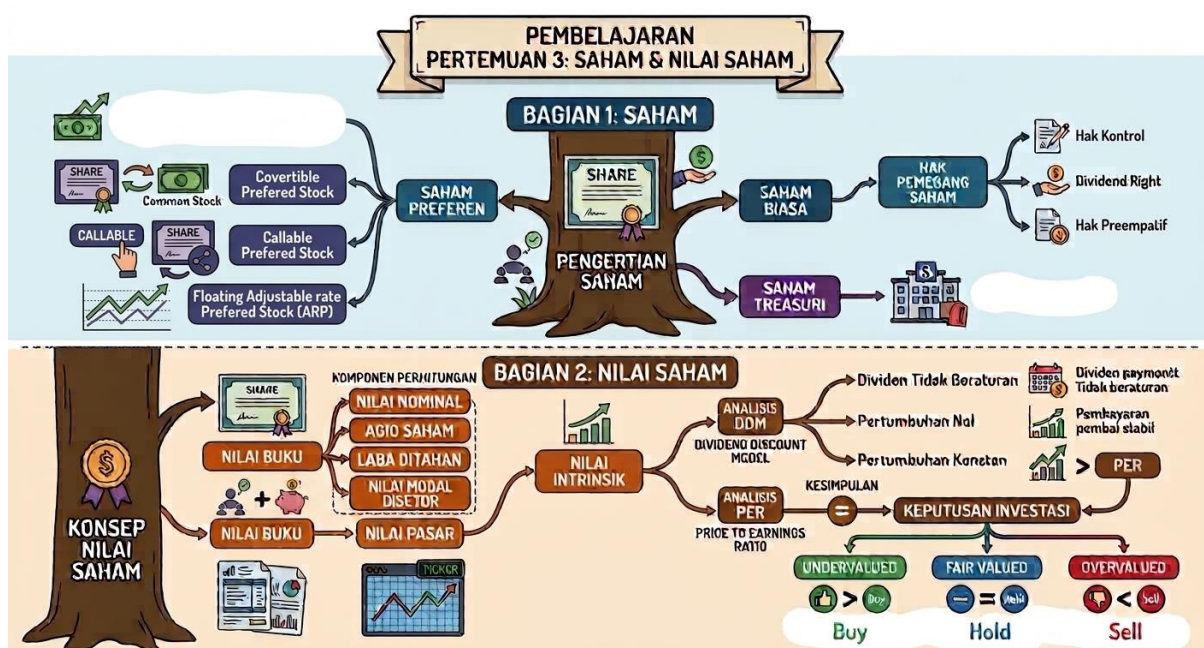
SAHAM DAN NILAI SAHAM

Mata Kuliah : Teori Portofolio dan Analisis Investasi
 Kode : EM4187
 SKS : 3 SKS
 Semester : V
 Dosen : Yohana Nonce Naru, S.M., M.M.

CAPAIAAN PEMBELAJARAN

Setelah mengikuti pembelajaran, mahasiswa diharapkan mampu:

1. Menjelaskan pengertian dan karakteristik saham.
2. Membedakan saham preferen, saham biasa, dan saham treasuri
3. Menjelaskan hak-hak pemegang saham biasa dan karakteristik saham treasuri.
4. Menjelaskan nilai nominal, agio saham, modal disetor, laba ditahan, dan nilai buku saham.
5. Menghitung nilai buku saham biasa dalam kondisi terdapat saham treasuri dan saham preferen.
6. Menjelaskan perbedaan nilai buku, nilai pasar, dan nilai intrinsik saham.
7. Menghitung nilai intrinsik saham menggunakan pendekatan Dividend Discount Model (DDM).
8. Menghitung nilai intrinsik saham menggunakan pendekatan Price Earnings Ratio (PER).
9. Menentukan kondisi saham undervalued, fairly valued, atau overvalued berdasarkan perbandingan nilai intrinsik dan nilai pasar.



1. SAHAM

1.1. PENDAHULUAN

Suatu perusahaan dapat menjual hak kepemilikannya dalam bentuk saham (*stock*). Jika perusahaan hanya mengeluarkan satu kelas saham saja, saham ini disebut dengan saham biasa (*common stock*). Untuk menarik investor potensial lainnya, suatu perusahaan mungkin juga mengeluarkan kelas lain dari saham, yaitu yang disebut dengan saham preferen (*preferred stock*).

Saham preferen mempunyai hak-hak prioritas lebih dari saham biasa. Hak-hak prioritas dari saham preferen yaitu hak atas dividen yang tetap dan hak terhadap aktiva jika terjadi likuidasi. Akan tetapi, saham preferen umumnya tidak mempunyai hak veto seperti yang dimiliki oleh saham biasa.

Saham preferen akan dibahas terlebih dahulu diikuti oleh saham biasa.

1.2. SAHAM PREFEREN

Saham preferen merupakan saham yang mempunyai sifat gabungan antara obligasi dan saham biasa.

Saham preferen mempunyai sifat gabungan (*hybrid*) antara obligasi (*bond*) dan saham biasa. Seperti *bond* yang membayarkan bunga atas pinjaman, saham preferen juga memberikan hasil yang tetap berupa dividen preferen. Seperti saham biasa, dalam hal likuidasi, klaim pemegang saham preferen di bawah klaim pemegang obligasi (*bond*).

Dibandingkan dengan saham biasa, saham preferen mempunyai beberapa hak, yaitu hak atas dividen tetap dan hak pembayaran terlebih dahulu jika terjadi likuidasi. Oleh karena itu, saham preferen dianggap mempunyai karakteristik di tengah-tengah antara *bond* dan saham biasa.

1.2.1. Karakteristik Saham Preferen

Beberapa karakteristik dari saham preferen adalah sebagai berikut.

a. Preferen terhadap Dividen

Pemegang saham preferen mempunyai hak untuk menerima dividen terlebih dahulu dibandingkan dengan pemegang saham biasa.

b. Hak Dividen Kumulatif

Saham preferen juga umumnya memberikan hak dividen kumulatif, yaitu memberikan hak kepada pemegangnya untuk menerima dividen tahun-tahun sebelumnya yang belum dibayarkan sebelum pemegang saham biasa menerima dividennya.

Dividen-dividen periode lalu yang belum dibagikan dan akan dibagikan nanti dalam bentuk dividen kumulatif disebut dengan *dividends in arrears*. Nilai dari *dividends in arrears* ini harus diungkapkan (*disclose*) di catatan dalam laporan keuangan, sehingga investor dan calon

investor saham biasa dapat mengetahui dan dapat menilai pengaruh dari kewajiban ini terhadap harga dari saham biasa.

c. Preferen pada Waktu Likuidasi

Saham preferen mempunyai hak terlebih dahulu atas aktiva perusahaan dibandingkan dengan hak yang dimiliki oleh saham biasa pada saat terjadi likuidasi.

Besarnya hak atas aktiva pada saat likuidasi adalah sebesar nilai nominal saham preferennya termasuk semua dividen yang belum dibayar jika bersifat kumulatif.

Karena karakteristik ini, investor umumnya menganggap saham preferen lebih kecil risikonya dibandingkan dengan saham biasa. Akan tetapi jika dibandingkan dengan *bond*, saham preferen dianggap lebih berisiko, karena klaim dari pemegang saham preferen di bawah klaim dari pemegang *bond*.

1.2.2. Macam Saham Preferen

Untuk menarik minat investor terhadap saham preferen dan untuk memberikan beberapa alternatif yang menguntungkan baik bagi investor atau bagi perusahaan yang mengeluarkan saham preferen, beberapa macam saham preferen telah dibentuk.

1. Convertible Preferred Stock

Untuk menarik minat investor yang menyukai saham biasa, beberapa saham preferen menambah bentuk di dalamnya yang memungkinkan pemegangnya untuk menukar saham ini dengan saham biasa dengan rasio penukaran yang sudah ditentukan.

2. Callable Preferred Stock

Bentuk lain dari saham preferen adalah memberikan hak kepada perusahaan yang mengeluarkan untuk membeli kembali saham ini dari pemegang saham pada tanggal tertentu di masa mendatang dengan nilai yang tertentu. Harga tebusan ini biasanya lebih tinggi dari nilai nominal sahamnya.

3. Floating atau Adjustable-rate Preferred Stock (ARP)

Saham preferen ini merupakan saham inovasi baru di Amerika Serikat yang dikenalkan pada tahun 1982. Saham preferen ini tidak membayar dividen secara tetap, tetapi tingkat dividen yang dibayar tergantung dari tingkat *return* dari sekuritas T-bill (*Treasury Bill*). Saham preferen tipe baru ini cukup populer sebagai investasi jangka pendek untuk investor yang mempunyai kelebihan kas.

1.3. SAHAM BIASA

Jika perusahaan hanya mengeluarkan satu kelas saham saja, saham ini biasanya dalam bentuk saham biasa (*common stock*).

Pemegang saham adalah pemilik dari perusahaan yang mewakilkan kepada manajemen untuk menjalankan operasi perusahaan. Sebagai pemilik perusahaan, pemegang saham biasa mempunyai beberapa hak.

1.3.1. Hak Pemegang Saham Biasa

Beberapa hak yang dimiliki oleh pemegang saham biasa adalah hak kontrol, hak menerima pembagian keuntungan, hak *preemptive* dan hak klaim sisa.

a. Hak Kontrol

Hak pemegang saham biasa untuk memilih pimpinan perusahaan. Pemegang saham biasa mempunyai hak untuk memilih dewan direksi. Ini berarti bahwa pemegang saham mempunyai hak untuk mengontrol siapa yang akan memimpin perusahaannya.

Pemegang saham dapat melakukan hak kontrolnya dalam bentuk *memveto* dalam pemilihan direksi di rapat tahunan pemegang saham atau *memveto* pada tindakan-tindakan yang membutuhkan persetujuan pemegang saham.

b. Hak Menerima Pembagian Keuntungan

Hak pemegang saham biasa untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan. Sebagai pemilik perusahaan, pemegang saham biasa berhak mendapat bagian dari keuntungan perusahaan. Tidak semua laba dibagikan, sebagian laba akan ditanamkan kembali ke dalam perusahaan.

Laba yang ditahan ini (*retained earnings*) merupakan sumber dana intern perusahaan. Laba yang tidak ditahan dibagikan dalam bentuk dividen.

Tidak semua perusahaan membayar dividen. Keputusan perusahaan membayar dividen atau tidak dicerminkan dalam kebijaksanaan dividennya (*dividend policy*).

Jika perusahaan memutuskan untuk membagi keuntungan dalam bentuk dividen, semua pemegang saham biasa mendapatkan haknya yang sama.

Pembagian dividen untuk saham biasa dapat dilakukan jika perusahaan sudah membayarkan dividen untuk saham preferen.

c. Hak Preemptive

Hak untuk mendapatkan persentase kepemilikan yang sama jika perusahaan mengeluarkan tambahan lembar saham untuk tujuan melindungi hak kontrol dari pemegang saham lama dan melindungi harga saham lama dari kemerosotan nilai.

Hak *preemptive* (*preemptive right*) merupakan hak untuk mendapatkan persentase pemilikan yang sama jika perusahaan mengeluarkan tambahan lembar saham.

Jika perusahaan mengeluarkan tambahan lembar saham, maka jumlah saham yang beredar akan lebih banyak dan akibatnya persentase kepemilikan pemegang saham yang lama akan turun.

Hak *preemptive* memberi prioritas kepada pemegang saham lama untuk membeli tambahan saham yang baru, sehingga persentase pemilikannya tidak berubah.

Hak ini mempunyai dua tujuan.

Tujuan pertama adalah untuk melindungi hak kontrol dari pemegang saham lama.

Misalnya seorang pemegang saham lama mempunyai persentase kepemilikan sebesar 51% dari sejumlah 10.000 lembar saham yang beredar.

Pemegang saham mayoritas ini memegang kontrol perusahaan. Karena tidak ada hak *preemptive*, manajer perusahaan yang juga pemilik 40% saham, mengeluarkan saham baru sebanyak 2.500 lembar dan membelinya sendiri.

Posisi terakhir menjadi 40,8% ($5.100 / (10.000 + 2.500)$) untuk pemegang saham yang dulunya mayoritas dan 52% ($(4.000 + 2.500) / (10.000 + 2.500)$) untuk manajer pemilik yang dulunya minoritas sekarang menjadi mayoritas.

Jika hal ini dapat terjadi, situasi ini dapat mencemaskan pemegang saham lama karena manajer dapat memegang kontrol sepenuhnya dari perusahaan.

Tujuan kedua dari hak ini adalah untuk melindungi pemegang saham lama dari nilai yang merosot.

Misalnya ada pemegang saham lama mempunyai 51% kepemilikan dari 10.000 lembar saham yang beredar. Harga pasar per lembar saham ini misalnya adalah Rp15.000,-.

Total nilai pasar perusahaan adalah sebesar Rp150.000.000,- (10.000 lembar dikalikan Rp15.000,- per lembarnya).

Jika tambahan saham baru sebesar 2.500 lembar dijual dengan harga di bawah harga pasar misalnya Rp12.000,- per lembar, maka nilai saham lama akan turun.

Dengan menjual saham baru, perusahaan mendapat tambahan dana sebesar Rp30.000.000,- ($2.500 \times \text{Rp}12.000,-$).

Total nilai pasar perusahaan setelah menjual saham baru adalah sebesar Rp180.000.000,- ($\text{Rp}150.000.000,- + \text{Rp}30.000.000,-$), dengan jumlah saham yang beredar sebesar 12.500 lembar ($10.000 + 2.500$).

Setelah tambahan saham baru, nilai pasar per lembar saham turun menjadi Rp14.400,- ($\text{Rp}180.000.000,- / 12.500$) dari nilai awalnya sebesar Rp15.000,- sebagai berikut:

Keterangan	Jumlah Saham	Nilai Pasar Per Lembar	Total Nilai Pasar Perusahaan
Sebelum Tambahan Saham Baru	10.000	Rp15.000,-	Rp150.000.000,-
Tambahan Saham Baru	2.500	Rp12.000,-	Rp30.000.000,-
Setelah Tambahan Saham Baru	12.500	Rp14.400,-	Rp180.000.000,-

Akibatnya, pemegang saham lama akan mengalami kerugian penurunan nilai harga saham sebesar Rp600,- per lembar (Rp15.000,- – Rp14.400,-) dan menguntungkan pembeli saham baru sebesar Rp2.400,- per lembar (Rp14.400,- – Rp12.000,-).

Dengan demikian menjual saham baru di bawah harga pasar akan menurunkan nilai saham pemilik lama dan menaikkan harga saham pembeli baru atau akan mengakibatkan transfer kekayaan (*wealth transfer*) dari pemegang saham lama ke pembeli baru. Hak *preemptive* dimaksudkan untuk mencegah hal ini.

1.4. SAHAM TREASURI

Saham treasury (*treasury stock*) adalah saham milik perusahaan yang sudah pernah dikeluarkan dan beredar yang kemudian dibeli kembali oleh perusahaan untuk tidak dipensiunkan tetapi disimpan sebagai treasury.

Perusahaan emiten membeli kembali saham beredar sebagai saham treasury dengan alasan-alasan sebagai berikut ini.

1. Akan digunakan dan diberikan kepada manajer-manajer atau karyawan-karyawan di dalam perusahaan sebagai bonus dan kompensasi dalam bentuk saham.
2. Meningkatkan volume perdagangan di pasar modal dengan harapan meningkatkan nilai pasarnya.
3. Menambahkan jumlah lembar saham yang tersedia untuk digunakan menguasai perusahaan lain.
4. Mengurangi jumlah lembar saham yang beredar untuk menaikkan laba per lembarnya.
5. Alasan khusus lainnya yaitu dengan mengurangi jumlah saham yang beredar sehingga dapat mengurangi kemungkinan perusahaan lain untuk menguasai jumlah saham secara mayoritas dalam rangka pengambilalihan tidak bersahabat (*hostile takeover*).

2. NILAI SAHAM

2.1. PENDAHULUAN

Beberapa nilai yang berhubungan dengan saham adalah nilai buku, nilai pasar, dan nilai intrinsik.

Nilai buku adalah nilai saham menurut pembukuan perusahaan atau emiten.

Nilai pasar adalah nilai saham di pasar saham.

Nilai intrinsik adalah nilai sebenarnya atau nilai yang seharusnya dari suatu saham.

Pemahaman mengenai ketiga konsep nilai tersebut dapat membantu mengidentifikasi saham-saham yang mengalami pertumbuhan maupun saham yang dinilai terlalu rendah (*undervalued*).

Dengan mengetahui nilai buku dan nilai pasar, pertumbuhan perusahaan dapat diketahui. Pertumbuhan tersebut menunjukkan *Investment Opportunity Set* (IOS), yaitu kesempatan investasi perusahaan di masa yang akan datang.

Smith & Watts (1992) dan Gaver & Gaver (1993) menggunakan rasio nilai pasar terhadap nilai buku sebagai proksi IOS untuk mengukur pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh mempunyai rasio lebih besar dari 1. Hal tersebut menunjukkan bahwa pasar menilai nilai pasar perusahaan lebih tinggi daripada nilai bukunya.

Nilai pasar dan nilai intrinsik dapat digunakan untuk mengidentifikasi apakah suatu saham dinilai murah, wajar, atau mahal. Nilai intrinsik merupakan nilai yang sebenarnya dari perusahaan.

Apabila nilai pasar lebih rendah daripada nilai intrinsik, saham dijual dengan harga murah (*undervalued*), karena investor membayar lebih rendah daripada nilai yang seharusnya.

Sebaliknya, apabila nilai pasar lebih tinggi daripada nilai intrinsik, saham dijual dengan harga mahal (*overvalued*).

2.2. NILAI BUKU DAN NILAI-NILAI LAIN YANG BERHUBUNGAN

Untuk menghitung nilai buku, terdapat beberapa nilai yang berhubungan, yaitu:

- Nilai nominal (*par value*)
- Agio saham (*additional paid-in capital / in excess of par value*)
- Nilai modal disetor (*paid-in capital*)
- Laba ditahan (*retained earnings*)

2.2.1. Nilai Nominal

Nilai nominal atau *par value* merupakan nilai kewajiban yang ditetapkan secara hukum untuk setiap lembar saham. Nilai nominal berkaitan dengan ketentuan hukum. Nilai nominal merupakan modal per lembar saham yang secara hukum harus dipertahankan untuk melindungi kreditor dan tidak dapat ditarik kembali oleh pemegang saham.

Beberapa saham tidak mempunyai nilai nominal (*no-par value stock*). Untuk saham tanpa nilai nominal, dewan direksi umumnya menetapkan nilai yang dinyatakan (*stated value*) untuk setiap lembar saham. Jika tidak terdapat nilai yang dinyatakan, seluruh hasil bersih yang diterima perusahaan dari penerbitan saham secara hukum diperlakukan sebagai modal.

2.2.2. Agio Saham

Agio saham (*additional paid-in capital / in excess of par value*) merupakan selisih antara jumlah yang dibayarkan pemegang saham kepada perusahaan dengan nilai nominal saham.

Contoh:

Nilai nominal saham biasa = Rp5.000

Harga jual saham = Rp8.000

Maka:

$$\text{Agio per saham} = \text{Rp}8.000 - \text{Rp}5.000 = \text{Rp}3.000$$

Saldo agio saham pada neraca menunjukkan total agio yang diperoleh, yaitu:

$$\text{Agio saham} = \text{Agio per saham} \times \text{jumlah saham yang dijual}$$

2.2.3. Nilai Modal Disetor

Nilai modal disetor (*paid-in capital*) merupakan jumlah keseluruhan yang dibayarkan oleh pemegang saham kepada perusahaan sebagai imbalan atas saham preferen dan/atau saham biasa.

Secara umum:

$$\text{Modal disetor} = \text{Nilai nominal saham} + \text{Agio saham}$$

Jika perusahaan menerbitkan saham preferen dan saham biasa, saham preferen ditampilkan terlebih dahulu kemudian saham biasa dalam neraca untuk menunjukkan urutan hak masing-masing pemegang saham.

2.2.4. Laba Ditahan

Laba ditahan (*retained earnings*) adalah laba perusahaan yang tidak dibagikan kepada pemegang saham. Laba yang tidak dibagikan dapat digunakan kembali oleh perusahaan sebagai sumber pendanaan internal.

Laba ditahan merupakan bagian dari ekuitas pemegang saham karena berasal dari laba yang menjadi hak pemegang saham tetapi belum dibagikan.

2.2.5. Nilai Buku

Nilai buku (*book value*) per lembar saham menunjukkan aset bersih (*net assets*) yang dimiliki oleh pemegang saham dengan memiliki satu lembar saham. Karena aset bersih sama dengan total ekuitas pemegang saham, maka nilai buku per lembar saham adalah total ekuitas dibagi dengan jumlah saham yang beredar.

Rumus:

$$\text{Nilai Buku per Lembar} = \text{Total Ekuitas} / \text{Jumlah Saham Beredar}$$

Jika perusahaan mempunyai dua macam kelas saham, yaitu saham preferen dan saham biasa, maka perhitungan nilai buku per lembar untuk masing-masing kelas saham berbeda sebagai berikut.

1. Nilai Buku Saham Preferen

Nilai buku saham preferen dihitung dengan mengalikan nilai tebus (*call price*) ditambah dengan dividen yang *in arrears* dengan jumlah lembar saham preferen yang beredar.

Jika nilai tebus tidak digunakan, maka nilai nominal yang digunakan. Agio saham untuk saham preferen tidak dimasukkan karena pemegang saham preferen tidak mempunyai hak atas agio tersebut. Agio saham tersebut dimasukkan sebagai tambahan nilai ekuitas saham biasa.

Rumus:

$$\text{Nilai Ekuitas Saham Preferen} = (\text{Nilai Tebus} + \text{Dividen In Arrears per Lembar}) \times \text{Jumlah Saham Preferen Beredar}$$

2. Nilai Buku Saham Biasa

Nilai buku saham biasa dihitung dengan mengurangi total ekuitas dengan nilai ekuitas saham preferen.

Rumus:

$$\text{Nilai Ekuitas Saham Biasa} = \text{Total Ekuitas} - \text{Nilai Ekuitas Saham Preferen}$$

Nilai buku per lembar saham biasa dihitung dengan membagi nilai ekuitas saham biasa dengan jumlah lembar saham biasa yang beredar.

Rumus:

$$\text{Nilai Buku Saham Biasa per Lembar} = \text{Nilai Ekuitas Saham Biasa} / \text{Jumlah Saham Biasa Beredar}$$

Contoh:

Total ekuitas suatu perusahaan adalah sebesar Rp7.000.000.000. Perusahaan mempunyai 80.000 lembar saham preferen dengan nilai nominal Rp10.000 per lembar. Dividen saham preferen sebesar 7% yang berada dalam kondisi *in arrears* adalah selama 1 tahun. Jumlah saham biasa yang beredar adalah sebanyak 720.000 lembar.

Ditanyakan:

Berapa nilai buku saham preferen dan saham biasa?

Jawab:

1. Menghitung Nilai Ekuitas Saham Preferen

$$\text{Nilai Nominal Saham Preferen} = \text{Jumlah Saham Preferen} \times \text{Nilai Nominal per Lembar}$$

$$= 80.000 \times \text{Rp}10.000$$

$$= \text{Rp}800.000.000$$

Dividen In Arrears = Jumlah Saham Preferen × Persentase Dividen × Nilai Nominal per Lembar

$$= 80.000 \times 7\% \times \text{Rp}10.000$$

$$= \text{Rp}56.000.000$$

Nilai Ekuitas Saham Preferen = Nilai Nominal Saham Preferen + Dividen In Arrears

$$= \text{Rp}800.000.000 + \text{Rp}56.000.000$$

$$= \text{Rp}856.000.000$$

2. Menghitung Nilai Buku Saham Preferen per Lembar

Nilai Buku Saham Preferen per Lembar = Nilai Ekuitas Saham Preferen / Jumlah Saham Preferen Beredar

$$= \text{Rp}856.000.000 / 80.000$$

$$= \text{Rp}10.700 \text{ per lembar}$$

3. Menghitung Nilai Ekuitas Saham Biasa

Nilai Ekuitas Saham Biasa = Total Ekuitas – Nilai Ekuitas Saham Preferen

$$= \text{Rp}7.000.000.000 - \text{Rp}856.000.000$$

$$= \text{Rp}6.144.000.000$$

4. Menghitung Nilai Buku Saham Biasa per Lembar

Nilai Buku Saham Biasa per Lembar = Nilai Ekuitas Saham Biasa / Jumlah Saham Biasa Beredar

$$= \text{Rp}6.144.000.000 / 720.000$$

$$= \text{Rp}8.533,33 \text{ per lembar}$$

Kesimpulan

Nilai Buku Saham Preferen = Rp10.700 per lembar

Nilai Buku Saham Biasa = Rp8.533,33 per lembar

2.3. NILAI PASAR

Nilai pasar adalah harga saham di bursa pada suatu waktu tertentu yang ditentukan oleh para pelaku pasar. Nilai pasar berbeda dengan nilai buku.

Nilai buku dicatat ketika perusahaan menjual atau menerbitkan saham, sedangkan nilai pasar merupakan harga saham di bursa pada waktu tertentu. Nilai pasar ditentukan oleh kekuatan **permintaan dan penawaran**.

2.4. NILAI INTRINSIK

Nilai fundamental atau nilai intrinsik merupakan **nilai yang seharusnya** dari suatu saham.

Pertanyaan yang perlu diperhatikan:

- Apakah harga pasar telah mencerminkan nilai sebenarnya perusahaan?
- Jika belum, berapakah nilai sebenarnya saham yang diperdagangkan?

Dua analisis yang umum digunakan untuk menentukan nilai sebenarnya saham adalah:

1. Analisis fundamental (*fundamental security/company analysis*)
2. Analisis teknikal (*technical analysis*)

Analisis Fundamental

Analisis fundamental menghitung nilai intrinsik saham dengan menggunakan data perusahaan, seperti:

- laba,
- dividen,
- penjualan,
- dan data keuangan lainnya.

Analisis Teknikal

Analisis teknikal menggunakan data pasar saham, seperti:

- harga saham,
- volume transaksi,
- dan data pasar lainnya.

Analisis fundamental sering digunakan dalam pendekatan akademis, sedangkan analisis teknikal banyak digunakan oleh praktisi untuk menentukan harga saham.

Pendekatan fundamental untuk menghitung nilai intrinsik dapat dilakukan dengan:

1. **Pendekatan nilai sekarang**
2. **Pendekatan Price Earning Ratio (PER)**

2.4.1. Pendekatan Nilai Sekarang

Pendekatan nilai sekarang juga disebut metode kapitalisasi pendapatan karena nilai-nilai masa depan dikapitalisasi atau didiskontokan ke nilai sekarang. Jika investor percaya bahwa nilai perusahaan bergantung pada prospek masa depan dan kemampuan perusahaan menghasilkan

arus kas masa depan, maka nilai perusahaan dapat ditentukan dengan mendiskontokan arus kas masa depan ke nilai sekarang.

Secara umum:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Arus\ Kas_t}{(1 + k)^t}$$

Keterangan:

P_0 = nilai sekarang perusahaan/nilai intrinsik

t = periode waktu, dari 1 sampai ∞

k = tingkat diskonto atau tingkat pengembalian yang disyaratkan

Arus kas merupakan salah satu komponen untuk menentukan nilai perusahaan.

Laba juga dapat digunakan sebagai alternatif arus kas untuk menghitung nilai perusahaan.

Laba dapat:

- ditahan sebagai sumber pendanaan internal perusahaan, atau
- dibagikan kepada investor dalam bentuk dividen.

Dividen dapat dipandang sebagai arus kas yang diterima investor.

Karena dividen merupakan salah satu bentuk pendapatan yang diterima investor, maka model arus kas dapat digantikan dengan **Dividend Discount Model (DDM)** untuk menghitung nilai intrinsik saham.

Dividend Discount Model adalah model untuk menghitung nilai intrinsik saham dengan mendiskontokan arus dividen masa depan ke nilai sekarang.

Secara umum:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + k)^t} = \frac{D_1}{(1 + k)^1} + \frac{D_2}{(1 + k)^2} + \dots + \frac{D_{\infty}}{(1 + k)^{\infty}}$$

Keterangan:

D_t = dividen yang dibayarkan pada periode t

k = tingkat diskonto/tingkat pengembalian yang disyaratkan

Perhitungan nilai intrinsik biasanya menggunakan data tahunan. Namun, jika dividen dibayarkan secara kuartalan, perhitungan nilai intrinsik juga dapat dilakukan secara kuartalan.

Terdapat beberapa kondisi pembayaran dividen:

1. Dividen tidak teratur.
2. Dividen konstan dari waktu ke waktu atau tidak bertumbuh.
3. Dividen tumbuh dengan tingkat pertumbuhan konstan.

1. Pembayaran Dividen Tidak Teratur

Beberapa perusahaan membayar dividen secara tidak teratur dan tidak mempunyai pola pembayaran yang jelas. Dalam beberapa periode perusahaan tidak membayar dividen, misalnya karena mengalami kerugian atau kesulitan likuiditas.

Untuk pembayaran dividen tidak teratur, arus dividen pada setiap periode dapat didiskontokan ke nilai sekarang.

Contoh:

Suatu perusahaan membayar dividen selama lima periode sebagai berikut:

Periode ke-t	Dividen
1	Rp1.000
2	Rp1.500
3	Rp0
4	Rp750
5	Rp2.100

Tingkat bunga diskonto diasumsikan konstan sebesar **20% setiap periode**.

Nilai intrinsik saham diperoleh dengan mendiskontokan masing-masing dividen ke nilai sekarang.

Hasil perhitungan:

$$P_0 = \frac{Rp1.000}{(1 + 0,2)} + \frac{Rp1.500}{(1 + 0,2)^2} + \frac{Rp750}{(1 + 0,2)^3} + \frac{Rp2.100}{(1 + 0,2)^5}$$

$$P_0 = \text{Rp3.080,63 per lembar}$$

Lima periode tersebut hanya digunakan untuk ilustrasi perhitungan. Dalam kondisi sebenarnya, perhitungan nilai intrinsik memerlukan arus dividen sampai tak berhingga.

2. Dividen Konstan Tidak Bertumbuh

Umumnya perusahaan enggan memotong dividen karena pengurangan dividen dapat dianggap sebagai sinyal negatif oleh investor.

Perusahaan yang memotong dividen dapat dianggap mengalami kesulitan likuiditas sehingga membutuhkan tambahan dana dengan cara mengurangi dividen. Karena itu, jika tidak dalam kondisi yang sangat terpaksa, perusahaan biasanya berusaha mempertahankan dividen.

Perusahaan dapat membayar dividen yang konstan dari waktu ke waktu untuk menunjukkan bahwa kondisi likuiditas perusahaan stabil.

Jika perusahaan membayar dividen konstan sebesar **D**, maka:

$$P_0 = \frac{D}{k}$$

Rumus ini disebut **model tidak bertumbuh atau model pertumbuhan nol (zero-growth model)**.

Model ini digunakan untuk menghitung nilai intrinsik saham ketika pembayaran dividen konstan sebesar D dengan tingkat diskonto sebesar k.

Model ini dapat digunakan untuk menilai saham preferen karena dividen saham preferen biasanya konstan dan umumnya dinyatakan sebagai persentase dari nilai nominalnya.

Contoh:

Kebijakan dividen suatu perusahaan adalah membayar dividen konstan sebesar Rp1.000 per tahun. Jika tingkat bunga diskonto = 20% per tahun. Jadi nilai intrinsik saham perlembar adalah:

Maka:

$$\begin{aligned} P_0 &= \text{Rp}1.000 / 0,20 \\ &= \text{Rp}5.000 \text{ per lembar} \end{aligned}$$

Catatan Dividen Kuartalan

Jika dividen dibayar per kuartal:

Dividen tahunan Rp1.000 dibagi 4 = Rp250 per kuartal.

Tingkat diskonto kuartalan = 5%.

Maka:

$$P_0^* = \text{Rp}250 / 0,05 = \text{Rp}5.000$$

3. Pertumbuhan Dividen yang Konstan

Bentuk lain model diskonto dividen digunakan untuk kondisi dividen yang tumbuh secara konstan sebesar **g**.

Jika dividen periode awal adalah D_0 , maka:

- Dividen periode 1 = $D_0(1+g)$
- Dividen periode 2 = $D_0(1+g)^2$
- dan seterusnya.

Untuk dividen yang tumbuh secara konstan, model nilai intrinsik dapat disederhanakan menjadi:

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

$$P_0 = \frac{D_1}{(k - g)}$$

$$D_1 = D_0(1 + g)$$

Rumus ini disebut **model pertumbuhan konstan (*constant-growth model*)** atau **model Gordon**. Model tersebut dikembangkan dan diperkenalkan oleh **Myron J. Gordon**.

Contoh:

Tahun ini perusahaan membayar dividen sebesar **Rp1.000**. Investor menginginkan tingkat pengembalian sebesar **20% per tahun** dan memperkirakan dividen tumbuh sebesar **5% per tahun**. Nilai intrinsik saham diperkirakan dapat dihitung sebesar:

$$P_0 = \frac{Rp1.000(1 + 0,05)}{(0,20 - 0,05)}$$

= Rp7.000 per lembar

Jika harga pasar saham = **Rp5.000**, maka saham tersebut **undervalued**, karena harga pasar lebih rendah daripada nilai intrinsiknya.

Jika harga pasar = **Rp8.000**, maka saham tersebut **overvalued**, karena harga pasar lebih tinggi daripada nilai intrinsiknya.

Hubungan Nilai Intrinsik dengan Faktor-Faktor dalam Model Gordon

1. Hubungan nilai intrinsik dengan **dividen per lembar (D_1)** adalah positif. Semakin besar dividen yang dibayarkan, semakin besar nilai saham.
2. Hubungan nilai intrinsik dengan **pertumbuhan dividen (g)** adalah positif. Semakin besar pertumbuhan dividen, semakin besar nilai saham.
3. Hubungan nilai intrinsik dengan **tingkat diskonto/required return (k)** adalah negatif. Semakin besar tingkat diskonto, semakin kecil nilai saham.

Contoh:

Menggunakan data Contoh 5.8, jika investor menginginkan tingkat pengembalian sebesar 25%, maka:

$$P_0 = \frac{Rp1.000(1 + 0,05)}{(0,25 - 0,05)}$$

= **Rp5.250 per lembar**

Contoh:

Pertumbuhan dividen sebesar 5% diperkirakan mulai terjadi pada tahun ke-5. Sebelum tahun ke-5, perusahaan diperkirakan membayar dividen konstan sebesar Rp1.000 per tahun. Tingkat pengembalian yang diinginkan = 20% per tahun.

Perhitungan dilakukan dalam dua bagian:

Bagian pertama

Menghitung nilai sekarang dari dividen konstan Rp1.000 selama empat tahun pertama.

Nilai sekarang:

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{D_0}{(1+K)^1} + \frac{D_0}{(1+K)^2} + \frac{D_0}{(1+K)^3} + \frac{D_0}{(1+K)^4} \\ &= \frac{Rp\ 1000}{(1+0,2)^1} + \frac{Rp\ 1000}{(1+0,2)^2} + \frac{Rp\ 1000}{(1+0,2)^3} + \frac{Rp\ 1000}{(1+0,2)^4} = Rp\ 2.588,73 \end{aligned}$$

Bagian kedua

Menghitung nilai sekarang dari dividen yang tumbuh sebesar 5% mulai tahun ke-5 dan seterusnya.

Nilai pada awal tahun ke-5/akhir tahun ke-4:

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{\left[\frac{D_0(1+g)}{K-g} \right]}{(1+K)^5} \\ &= \frac{D_0(1+g)}{K-g} = \frac{Rp\ 1.000(1+0,05)}{0,20-0,05} = Rp\ 7.000 \end{aligned}$$

Kemudian Rp7.000 didiskontokan kembali ke saat ini.

Nilai sekarang:

$$= \frac{Rp\ 7.000}{(1 + K)^5} = \frac{Rp\ 7.000}{(1 + 0,20)^5} = Rp\ 3.375,77$$

Total nilai intrinsik:

$$P_0 = Rp\ 2.588,73 + Rp\ 5.964,50$$

Jadi nilai intrinsik saham adalah:

Rp5.964,50 per lembar.

Harga Jual Akhir

Model diskonto dividen sebelumnya mengasumsikan bahwa arus dividen berlangsung sampai tak berhingga. Investor yang menyukai dividen dan tidak menjual saham akan menerima arus dividen seperti asumsi tersebut. Namun, tidak semua investor akan memegang saham selamanya.

Investor tertentu lebih mementingkan **capital gain** dibandingkan dividen.

Capital gain adalah keuntungan dari penjualan saham yang berasal dari selisih antara harga jual saham dan harga belinya.

Untuk investor yang menjual saham, harga jual akhir perlu dipertimbangkan sebagai arus kas dalam model diskonto dividen.

Jika investor menjual saham pada periode ke- n sebesar P_n , maka nilai intrinsik saham dihitung dengan memasukkan: arus dividen, dan harga jual saham pada akhir periode.

P_n merupakan harga jual saham atau **nilai terminal (terminal value)**, yaitu nilai akhir yang diterima investor.

Maka rumus nilai intrinsik saham dapat ditulis, sebagai berikut:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

Contoh:

Investor memperkirakan perusahaan membayar dividen konstan selama tiga tahun. Dividen per lembar saham untuk tahun sekarang (D_0) = **Rp500**.

Setelah itu, pertumbuhan dividen diperkirakan menurun. Setelah menerima dividen pada tahun ketiga, investor akan menjual saham dengan harga **Rp12.000**.

Harga saham sekarang = **Rp5.000**.

Tingkat bunga diskonto = **20% per tahun.**

Nilai intrinsik saham dihitung dengan mendiskontokan dividen tahun pertama sampai ketiga dan harga jual akhir ke nilai sekarang.

Hasil:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^3 \frac{Rp\ 500}{(1+0.2)^t} + \frac{Rp\ 12.000}{(1+0.2)^3} = Rp\ 1.053,24 + Rp\ 6.944,44 = Rp\ 7.997,68$$

Nilai sekarang dividen = **Rp1.053,24**

Nilai sekarang harga jual akhir = **Rp6.914,44**

Nilai intrinsik = **Rp7.997,08**

Karena harga saham sekarang Rp5.000 lebih rendah daripada nilai intrinsiknya, saham tersebut **undervalued**.

2.4.2. Pendekatan PER

Alternatif selain menggunakan arus kas atau arus dividen untuk menghitung nilai fundamental atau nilai intrinsik saham adalah menggunakan **nilai laba perusahaan (earnings)**.

Salah satu pendekatan populer yang menggunakan earnings untuk mengestimasi nilai intrinsik adalah pendekatan **PER (Price Earnings Ratio)** atau **earnings multiplier**.

PER menunjukkan rasio harga saham terhadap earnings.

PER menunjukkan berapa besar investor menilai harga saham berdasarkan kelipatan earnings perusahaan.

Misalnya, PER = 5 berarti harga saham merupakan kelipatan 5 kali earnings perusahaan.

Jika earnings yang digunakan merupakan earnings tahunan dan seluruh earnings dibagikan sebagai dividen, PER = 5 secara sederhana dapat menunjukkan bahwa investasi pembelian saham akan kembali selama 5 tahun.

Contoh:

Harga pasar suatu saham = **Rp20.000**.

Laba bersih perusahaan diperkirakan konstan sebesar **Rp5.000 per lembar per tahun**.

Maka:

$$\text{PER} = \text{Rp}20.000 / \text{Rp}5.000$$

$$= 4\times$$

Contoh:

Estimasi laba bersih per lembar saham untuk periode berikutnya (E_1) = **Rp2.500**.

Harga pasar saham = **Rp20.000**.

Investor memperkirakan PER saham = **10**×

Nilai intrinsik saham:

$$P_0^* = \text{PER} \times E_1$$

$$= 10 \times \text{Rp}2.500$$

$$= \text{Rp}25.000$$

Karena harga pasar saham Rp20.000, sedangkan nilai intrinsiknya Rp25.000, maka saham dijual dengan harga murah (**undervalued**).

Faktor-faktor yang Menentukan PER

1. PER berhubungan positif dengan rasio pembayaran dividen terhadap earnings (D_1/E_1).
2. PER berhubungan negatif dengan tingkat pengembalian yang diinginkan (k).
3. PER berhubungan positif dengan tingkat pertumbuhan dividen (g).

Referensi:

Hartono, J. (2017). *Teori portofolio dan analisis investasi* (Edisi ke-11). BPFE-Yogyakarta.