

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Tinjauan Empiris

1. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu tentang pengaruh faktor fundamental dengan pendekatan *Devidend Discount Model* (DDM) terhadap harga saham sebagai perbandingan dengan penelitian sekarang.

Tabel 1 Perbandingan antara Penelitian Terdahulu dan Penelitian Sekarang

Nama	Hinsa Siahaan	Akhmad Moes'ab	Panji Try Margo
Judul Penelitian	Analisa Saham dengan menggunakan Gordon Model	Penerapan Analisis fundamental dengan model Gordon untuk mengetahui kewajaran harga saham.	Penerapan Metode DDM dengan Model Gordon Sebagai Dasar Pengambilan Keputusan Investasi Dalam Saham
Tahun Penelitian	2006	2009	2012
Objek Penelitian	PT. Century Textile Industri Tbk dengan periode penelitian 1998-2002	Lima perusahaan tambang yang tercatat di BEI, dengan periode penelitian 2003-2006	Saham-saham yang tergabung dalam LQ45 dengan periode penelitian 2008-2010
Hasil Penelitian	Harga saham PT. Century Textile Industri Tbk tersebut tidak wajar atau <i>overvalued</i> .	Harga saham lima perusahaan tambang tersebut tidak wajar atau <i>overvalued</i> .	

Sumber: Data diolah (2012)



Dari tabel tersebut, dapat diketahui beberapa persamaan dan perbedaan antara penelitian terdahulu dan penelitian sekarang. Persamaannya adalah ketiga penelitian tersebut menggunakan metode analisa saham yang sama yaitu metode DDM dengan pendekatan Model Gordon. Sedangkan perbedaannya yaitu terdapat pada objek penelitian, tahun penelitian, periode penelitian dan hasil dari penelitian yang dilakukan.

B. Kajian Teoritis

1. Pasar Modal

a. Pengertian Pasar Modal

Pengertian pasar modal secara umum adalah suatu sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk di dalamnya adalah bank-bank komersial dan semua lembaga perantara di bidang keuangan, serta keseluruhan surat-surat berharga yang beredar (Inggrid, 2009:13). Dalam arti sempit pasar modal adalah suatu pasar (tempat berupa gedung) yang disiapkan guna memperdagangkan saham-saham, obligasi-obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa para perantara pedagang efek (Sunariyah, 2003:5). Darmadji dan Hendi (2001:1) memberikan definisi dari pasar modal yaitu pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang biasa diperjual-belikan, baik dalam bentuk uang ataupun modal sendiri. Menurut Kepres No. 60 tahun 1988 (dalam Yuliati, 1996:2) pasar modal adalah bursa yang merupakan sarana untuk mempertemukan penawar dan peminta dana jangka panjang

dalam bentuk efek. Dari semua definisi pasar modal diatas dapat disimpulkan bahwa pasar modal adalah tempat yang merupakan sistem keuangan yang terorganisasi yang mempertemukan pihak yang menawarkan dan memerlukan dana dalam transaksi jual-beli instrumen keuangan jangka panjang baik secara langsung maupun melalui perantara. Komoditi yang diperdagangkan di pasar modal meliputi saham-saham, obligasi serta jenis surat berharga lainnya.

b. Instrumen Pasar Modal

Menurut Sunariyah (2003:30-32), instrumen pasar modal terdiri atas surat-surat berharga yang ada dan beredar di pasar modal Indonesia, yaitu antara lain:

1. Saham, adalah penyertaan modal dalam pemilikan suatu perseroan terbatas (PT) atau yang biasa disebut emiten.
2. Obligasi, adalah surat pengakuan utang atas pinjaman yang diterima oleh perusahaan penerbit obligasi dari masyarakat. Jangka waktu obligasi telah ditetapkan dan disertai dengan pemberiann imbalan bunga yang jumlah dan saat pembayarannya juga telah ditetapkan dalam perjanjian.
3. Derivatif dari efek
 - a. *Right*/klaim, adalah bukti hak memesan saham terlebih dahulu yang melekat pada saham yang memungkinkan para pemegang saham untuk membeli saham baru yang akan diterbitkan oleh perusahaan, sebelum saham-saham tersebut ditawarkan kepada pihak lain.
 - b. Waran, adalah efek yang diterbitkan oleh suatu perusahaan, yang memberi hak kepada pemegang saham untuk memesan saham dari perusahaan tersebut pada harga tertentu untuk enam bulan atau lebih.
 - c. Obligasi konvertibel, yaitu obligasi yang setelah jangka waktu tertentu dan selama masa tertentu, dengan perbandingan dan/atau harga tertentu, dapat ditukarkan menjadi saham dari perusahaan emiten.
 - d. Saham dividen, yaitu saham baru yang diberikan perusahaan kepada pemegang saham sebagai ganti dari keuntungan perusahaan yang tidak dibagikan dalam bentuk dividen tunai.

- e. Saham bonus, saham yang diterbitkan perusahaan kepada pemegang saham lama dengan tujuan memperkecil harga saham yang bersangkutan tanpa memasukkan uang baru dalam perusahaan, dan diharapkan dapat memperluas pasar dengan pertimbangan akan banyak investor mampu menjangkau harga saham yang relatif murah.
 - f. Sertifikat ADR/CDR (*American Depository Receipts/Continental Depository Receipts*), adalah suatu resi (tanda terima) yang memberikan bukti bahwa saham perusahaan asing, disimpan sebagai titipan atau dibawah penguasaan suatu bank Amerika.
 - g. Sertifikat Reksa Dana, adalah sertifikat yang menjelaskan bahwa pemodal menitipkan uang kepada manajer investasi sebagai pengelola dana untuk diinvestasikan baik di pasar modal atau pasar uang.
- Jenis instrumen yang diperdagangkan disebut juga efek. Menurut

Inggrid (2009:18-44), efek di pasar modal Indonesia antara lain :

1. Saham
Saham dalah penyertaan modal dalam pemilikan suatu perseroan terbatas (PT) atau yang biasanya disebut dengan emiten.
2. Obligasi
Obligasi dalah surat berharga atau sertifikat yang berisi kontrak antara pemberi dana (dalam hal ini investor) dengan yang diberi dana (emiten).
3. Reksadana
Reksadana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat investor untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh Manajer Investasi.
4. Derivatif
Derivatif merupakan kontrak finansial antara dua atau lebih pihak guna memenuhi janji untuk membeli atau menjual *assets/commodities* yang dijadikan sebagai obyek yang diperdagangkan pada waktu dan harga yang merupakan kesepakatan bersama antara pihak penjual dan pihak pembeli. Adapun nilai di masa mendatang dari obyek yang diperdagangkan tersebut sangat dipengaruhi oleh instrumen induknya yang ada di *spot market*.

c. Peranan pasar modal

Seberapa besar peranan pasar modal pada suatu negara menurut

Sunariyah (2003:7) dapat dilihat dari 5 aspek berikut ini :

1. Sebagai fasilitas melakukan interaksi antara pembeli dengan penjual untuk menentukan harga saham atau surat berharga yang

diperjualbelikan. Ditinjau dari segi lain, pasar modal memberikan kemudahan dalam melakukan transaksi tanpa melalui tatap muka (pembeli dan penjual bertemu secara tidak langsung).

2. Pasar modal memberi kesempatan kepada para investor untuk memperoleh hasil (*return*) yang diharapkan. Artinya, pasar modal menciptakan peluang bagi perusahaan (emiten) untuk memuaskan keinginan para investor melalui kebijakan dividen dan stabilitas harga yang relatif normal. Tingkat kepuasan hasil yang diharapkan akan menentukan bagaimana investor menanam dananya dalam surat berharga (sekuritas), sedangkan tingkat harga sekuritas di pasar mencerminkan kondisi perusahaan.
3. Pasar modal memberikan kesempatan kepada investor untuk menjual kembali saham yang dimilikinya atau surat berharga lainnya.
4. Pasar modal memberikan kesempatan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam perkembangan suatu perekonomian. Selain dengan menabung, masyarakat dapat melakukan investasi melalui pasar modal, yaitu dengan membeli sebagian kecil perusahaan publik. Apabila saham yang dimiliki masyarakat terus berkembang dan meningkat jumlahnya, maka ada kemungkinan bahwa masyarakat dapat memiliki saham mayoritas.
5. Pasar modal mengurangi biaya informasi dan transaksi surat berharga. Dengan adanya pasar modal, biaya memperoleh informasi ditanggung oleh seluruh pelaku pasar bursa, dengan demikian biayanya akan lebih murah.

Kelima aspek di atas memperlihatkan aspek mikro yang ditinjau dari sisi kepentingan para pelaku pasar modal. Namun demikian, peranan pasar modal dalam perekonomian nasional (makro ekonomi) menurut Sunariyah (2003:9) adalah sebagai berikut :

- a. Fungsi tabungan (*saving function*)
Menabung memiliki risiko kemungkinan rugi sebagai akibat penurunan nilai mata uang, inflasi dan risiko hilang. Dengan melihat risiko tersebut, para penabung perlu memikirkan alternatif selain menabung yaitu investasi. Surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal memberi jalan yang begitu murah dan mudah tanpa risiko adanya penurunan nilai mata uang untuk menginvestasikan dana.
- b. Fungsi kekayaan (*wealth function*).
Pasar modal adalah suatu cara untuk menyimpan kekayaan dalam jangka panjang dan jangka pendek sampai dengan kekayaan tersebut dapat dipergunakan kembali. titik fokus utamanya adalah obligasi, saham, deposito dan instrumen surat berharga lainnya tidak akan

mengalami depresiasi. Surat berharga memiliki kekuatan beli (*purchasing power*) pada masa yang akan datang.

c. Fungsi likuiditas (*liquidity function*).

Kekayaan yang disimpan dalam surat-surat berharga, bisa dilikuidasi melalui pasar modal dengan risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan aktiva lain. Proses likuidasi surat berharga dengan biaya relatif murah dan lebih cepat. Dengan kata lain, pasar modal adalah *ready market* untuk melayani pemenuhan likuiditas para pemegang surat berharga.

d. Fungsi pinjaman (*credit function*).

Pasar modal bagi suatu perekonomian Negara merupakan sumber pembiayaan pembangunan dari pinjaman yang dihimpun dari masyarakat. Pemerintah lebih mendorong pertumbuhan pasar modal untuk mendapatkan dana yang lebih mudah dan lebih murah.

d. Manfaat keberadaan pasar modal

Menurut Darmadji dan Hendy (2001:2), keberadaan pasar modal memberikan beberapa manfaat antara lain :

- a. Menyediakan sumber pembiayaan (jangka panjang) bagi dunia usaha sekaligus memungkinkan alokasi sumber dana secara optimal.
- b. Memberikan wahana investasi bagi investor sekaligus memungkinkan upaya diversifikasi.
- c. Menyediakan *landing indicator trend* ekonomi Negara.
- d. Penyebaran kepemilikan perusahaan sampai lapisan masyarakat menengah.
- e. Penyebaran kepemilikan, keterbukaan dan profesionalisme, menciptakan iklim usaha yang sehat.
- f. Menciptakan lapangan kerja atau profesi yang menarik.
- g. Memberikan kesempatan memiliki perusahaan yang sehat dan mempunyai prospek.
- h. Alternatif investasi yang memberikan potensi keuntungan dengan risiko yang bisa diperhitungkan melalui keterbukaan, likuiditas dan diversifikasi investasi.
- i. Membina iklim keterbukaan bagi dunia usaha, memberikan akses kontrol sosial.
- j. Pengelolaan perusahaan bagi dunia usaha, mermbalikan akses kontrol sosial.
- k. Pengelolaan perusahaan dengan iklim keterbukaan, mendorong pemanfaatan manajemen profesional.
- l. Sumber pembiayaan dana jangka panjang bagi emiten.

Sedangkan oleh Anoraga dan Piji Pakarti (2003:13), manfaat pasar modal dijelaskan untuk setiap masing-masing pihak yaitu:

Manfaat pasar modal bagi *emiten* yaitu:

- a. Jumlah dana yang dapat dihimpun bisa berjumlah besar.
- b. Dana tersebut dapat diterima sekaligus pada saat pasar perdana selesai.
- c. Tidak ada *convenant* sehingga manajemen dapat lebih bebas dalam pengelolaan dana/perusahaan.
- d. *Solvabilitas* perusahaan tinggi sehingga memperbaiki citra perusahaan.
- e. Ketergantungan emiten terhadap bank menjadi kecil.
- f. *Cash flow* hasil penjualan saham biasanya lebih besar dari harga nominal perusahaan.
- g. Emisi saham cocok untuk membiayai perusahaan yang berisiko tinggi.
- h. Tidak ada bebas finansial yang tetap.
- i. Jangka waktu penggunaan dana tidak terbatas.
- j. Tidak dikaitkan dengan kekayaan penjamin tertentu.
- k. Profesionalisme dalam manajemen meningkat.

Manfaat pasar modal bagi investor yaitu:

- a. Nilai investasi berkembang mengikuti pertumbuhan ekonomi. Peningkatan tersebut tercermin pada meningkatnya harga saham yang mencapai *capital gain*.
- b. Memperoleh dividen bagi mereka yang memiliki/memegang saham dan bunga tetap atau bunga yang mengambang bagi pemegang obligasi.
- c. Mempunyai hak suara dalam RUPS bagi pemegang saham, mempunyai hak suara dalam RUPO bila diadakan bagi pemegang obligasi.
- d. Dapat dengan mudah mengganti instrument investasi, misal dari saham A ke saham B sehingga dapat meningkatkan keuntungan atau mengurangi risiko.
- e. Dapat sekaligus melakukan investasi dalam beberapa instrument yang mengurangi risiko

Manfaat pasar modal bagi lembaga penunjang yaitu:

- a. Menuju ke arah profesional dalam memberikan pelayanannya sesuai dengan bidang tugas masing-masing.
- b. Sebagai pembentuk harga dalam bursa paralel.
- c. Semakin memberi variasi pada jenis lembaga penunjang.
- d. Likuiditas efek semakin tinggi.

Sedangkan manfaat pasar modal bagi pemerintah yaitu:

- a. Mendorong laju pembangunan
- b. Mendorong investasi
- c. Penciptaan lapangan kerja.

2. Investasi

a. Pengertian Investasi

Investasi dapat didefinisikan sebagai penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan di dalam produksi yang efisien selama periode waktu yang tertentu (Jogiyanto, 1998:5). Investasi menurut Tandelilin (2001:3) adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumberdaya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa datang. Investasi merupakan penggunaan dana untuk suatu produksi yang efisien dengan tujuan meningkatkan nilainya selama jangka waktu investasi. Peningkatan ini dipengaruhi oleh lamanya waktu penyimpanan, tingkat pengembalian yang diharapkan, dan tingkat risiko yang diasumsikan.

Setiap *return* yang diharapkan dari suatu investasi berbanding lurus dengan risikonya. Jadi, semakin besar *return* yang diterima maka semakin besar pula risiko dari investasi tersebut.

b. Bentuk transaksi investasi surat berharga

Menurut Sunariyah (2003:5-6) transaksi investasi dalam surat berharga di pasar modal dapat berbentuk :

1. Utang berjangka (jangka pendek/panjang). Utang berjangka (jangka panjang/pendek) merupakan salah satu bentuk pendanaan dalam suatu entitas (badan usaha) yang dilakukan dengan menerbitkan surat berharga dan dijual kepada para pemilik dana ataupun para investor. Penerbitan surat berharga tersebut, dilakukan dengan cara mengeluarkan janji secara tertulis (*notes*) kepada para pihak untuk meminjam dana dengan disertai kewajiban membayar sejumlah balas jasa berupa bunga. Dalam rangka pendanaan utang jangka panjang dikenal dua macam surat berharga, yaitu :

- a. Surat obligasi, merupakan surat pengakuan hutang oleh suatu entitas (biasanya berbentuk badan usaha perseroan terbatas) dengan disertai janji memberikan imbalan bunga dengan *rate* tertentu. Obligasi berjangka biasanya mempunyai hari jatuh tempo yang relatif panjang, diatas tiga tahun.
 - b. Sekuritas lainnya, terdiri dari berbagai jenis sekuritas yang biasanya disebut sekuritas kredit, misalnya : *right, warran, opsi* dan *future*. Sekuritas kredit mempunyai hari jatuh tempo relatif pendek, yang disebut berjangka menengah, yaitu antara 1 sampai 3 tahun.
2. Penyertaan, merupakan salah satu bentuk penanaman modal pada suatu entitas (badan usaha) yang dilakukan dengan menyetorkan sejumlah dana tertentu dengan tujuan untuk menguasai sebagian hak pemilikan atas perusahaan tersebut.

c. Tujuan investasi

Ada beberapa tujuan yang dimiliki investor dalam melakukan investasi, menurut Tandelilin (2001:5) tujuan tersebut yaitu :

1. Untuk mendapatkan kehidupan yang layak di masa datang.
Seseorang yang bijaksana akan berpikir bagaimana meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya berusaha bagaimana mempertahankan tingkat pendapatannya yang ada sekarang agar tidak berkurang di masa datang.
2. Mengurangi tekanan inflasi.
Dengan melakukan investasi dalam pemilikan perusahaan atau obyek lain, seseorang dapat menghindarkan diri dari risiko penurunan nilai kekayaan atau hak miliknya akibat adanya pengaruh inflasi.
3. Dorongan untuk menghemat pajak.
Beberapa negara di dunia banyak melakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui pemberian fasilitas perpajakan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada bidang-bidang usaha tertentu.

3. Saham

a. Pengertian Saham

Saham dapat didefinisikan sebagai surat bukti bahwa kepemilikan atas *asset* perusahaan yang menerbitkan saham (Tandellin, 2001:18).

Darmadji dan Hendy (2001:5) mendefinisikan saham sebagai penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Porsi kepemilikan ditentukan oleh seberapa besar penyertaan yang ditanamkan pada perusahaan tersebut.

b. Jenis-jenis Saham

Menurut Darmadji (2001:6-8), ada beberapa sudut pandang dalam membedakan jenis-jenis saham, yaitu :

a. Ditinjau dari segi kemampuan dalam hak tagih atau klaim.

1. Saham biasa (*common stock*), yaitu merupakan saham yang menempatkan pemiliknya paling buncit dalam pembagian dividen dan hak atas harta kekayaan perusahaan apabila perusahaan tersebut dilikuidasi. Karakteristik dari saham biasa, yaitu :

- a. Dividen dibayarkan selama perusahaan memperoleh laba.
- b. Memiliki hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).
- c. Hak untuk memperoleh pembagian kekayaan perusahaan apabila perusahaan dilikuidasi dilakukan setelah semua kewajiban perusahaan dilunasi.
- d. Memiliki tanggung jawab terbatas terhadap klaim pihak lain sebesar proporsi sahamnya.
- e. Hak untuk mengalihkan kepemilikan sahamnya

2. Saham preferen (*preferred Stocks*), yaitu merupakan saham yang memiliki karakteristik gabungan antara saham biasa dan obligasi, karena bisa menghasilkan pendapatan tetap (seperti bunga obligasi) tetapi juga bisa tidak mendatangkan hasil seperti yang dikehendaki investor. Menurut Jogiyanto (1998:53), karakteristik dari saham preferen, yaitu :

1. Preferen terhadap dividen
 - a. Pemegang saham preferen mempunyai hak untuk menerima dividen terlebih dahulu dibandingkan dengan pemegang saham biasa.
 - b. Hak dividen kumulatif atau hak kepada pemegang saham preferen untuk menerima dividen tahun-tahun sebelumnya yang belum dibayarkan sebelum pemegang saham biasa menerima dividennya. Dividen pada tahun-tahun sebelumnya yang belum dibayarkan disebut dengan *dividends in arrears*.
2. Preferen pada waktu dilikuidasi.

Saham preferen mempunyai hak terlebih dahulu atas aktiva perusahaan dibandingkan dengan hak yang dimiliki oleh saham biasa pada saat terjadi likuidasi. Untuk menarik minat investor terhadap saham preferen dan untuk memberikan beberapa alternative yang menguntungkan baik bagi investor atau bagi perusahaan yang mengeluarkan saham preferen, beberapa macam saham preferen telah dibentuk. Diantaranya yaitu;

 1. *Convertible Preferred Stock*

Saham preferen yang bisa ditukar 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.
 3. *Floating* atau *Adjustable-rate Preferred Stock (ARP)*

Saham preferen ini tidak membayar dividen secara tetap, tetapi tingkat dividen yang dibayar tergantung dari tingkat return dari sekuritas Treasury bill.
- b. Ditinjau dari cara peralihannya.
 1. Saham atas unjuk (*bearer Stocks*), pada saham tersebut tidak tertulis nama pemiliknya sehingga secara hukum siapa yang memegang saham tersebut adalah pemilik dari saham tersebut dan berhak ikut hadir pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).
 2. Saham atas nama (*registered Stocks*) merupakan saham yang di dalamnya tertulis dengan jelas siapa pemilik dari saham tersebut dan cara penarikannya harus melalui prosedur tertentu (Darmadji, 2001:6-7).
- c. Ditinjau dari kinerja perdagangan.
 1. *Blue-chip stocks*, yaitu saham biasa dari suatu perusahaan yang memiliki reputasi tinggi, sebagai leader pada industri sejenis,

- memiliki pendapatan yang stabil dan konsisten dalam membayar dividen.
2. *Income stocks*, yaitu saham dari suatu emiten yang memiliki kemampuan membayar dividen lebih tinggi dari rata-rata dividen yang dibayarkan pada tahun sebelumnya.
 3. *Growth stocks*, yaitu saham dari emiten yang memiliki pertumbuhan pendapatan yang tinggi.
 4. *Speculative stocks*, yaitu saham suatu perusahaan yang tidak bisa secara konsisten memperoleh penghasilan dari tahun ke tahun, akan tetapi mempunyai kemungkinan penghasilan yang tinggi di masa mendatang, meskipun belum pasti.
 5. *Counter cyclical stocks*, yaitu saham yang tidak terpengaruh oleh kondisi ekonomi makro maupun situasi bisnis secara umum (Darmadji, 2000:7).

Jogiyanto (1998:60) menjelaskan satu jenis saham lagi yaitu saham Treasuri. Saham treasuri (*treasury stock*) adalah saham milik perusahaan yang sudah pernah dikeluarkan dan beredar yang kemudian dibeli kembali untuk tidak dipensiunkan tetapi disimpan sebagai treasuri. Perusahaan emiten membeli kembali saham beredar sebagai saham treasuri dengan alasan-alasan sebagai berikut:

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. Menambah 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 pengambilan alih tidak bersahabat (*hostile takeover*).

c. Penilaian harga saham

Dalam penilaian harga saham dikenal adanya tiga jenis nilai, yaitu: nilai buku, nilai pasar dan nilai intrinsik saham. Nilai buku merupakan hasil dari penerapan serangkaian aturan akuntansi akrual untuk menyebarkan harga perolehan aset selama jangka waktu tertentu. Nilai intrinsik merupakan nilai nyata suatu saham yang ditentukan oleh beberapa faktor fundamental (data keuangan historis) perusahaan, tetapi perubahan waktu dan kondisi ekonomi yang terjadi akan semakin mendistorsi nilai tersebut. Sedangkan harga pasar (*market value*) yaitu harga yang berlaku pada saat sekarang. Secara umum, analisis penilaian harga saham berfungsi sebagai alat perbandingan dalam pengambilan keputusan investasi saham. Dalam melakukan analisis dan memilih saham, ada dua aspek atau pendekatan yang sering digunakan, yaitu aspek teknikal dan aspek fundamental.

Sunariyah (2003:152-153) menyebutkan ada dua pendekatan dalam menganalisis harga saham, yaitu :

a. Pendekatan tradisional.

Untuk menganalisis surat berharga saham dengan pendekatan tradisional digunakan dua analisis yaitu :

1. Analisis teknikal

Analisis teknikal merupakan suatu teknik analisis yang menggunakan data atau catatan mengenai pasar itu sendiri untuk berusaha mengakses permintaan dan penawaran suatu saham

tertentu maupun pasar secara keseluruhan. Pendekatan analisis ini menggunakan data pasar yang dipublikasikan, seperti : harga saham, volume perdagangan, indeks harga saham gabungan dan individu, serta faktor-faktor lain yang bersifat teknis. Beberapa kesimpulan menyangkut menyangkut pendekatan analisis teknikal adalah sebagai berikut :

- a. Analisis teknikal didasarkan pada data pasar yang dipublikasikan.
 - b. Fokus analisis teknikal adalah ketepatan waktu, penekanannya hanya pada perubahan harga.
 - c. Analisis teknikal berfokus pada faktor-faktor internal melalui analisis pergerakan di dalam pasar dan atau suatu saham.
 - d. Para analis teknikal cenderung lebih berkonsentrasi pada jangka pendek, karena teknik-teknik analisis teknikal dirancang untuk mendeteksi pergerakan harga dalam jangka waktu yang relatif pendek.
2. Analisis fundamental.

Pendekatan ini didasarkan pada suatu anggapan bahwa setiap saham memiliki nilai intrinsik. Nilai intrinsik inilah yang diestimasi oleh para investor atau analis. Analisis akan membandingkan nilai intrinsik suatu sekuritas dengan harga pasarnya guna menentukan apakah harga pasar sekuritas sudah benar-benar mencerminkan nilai intrinsiknya atau belum.

Berdasarkan hasil perbandingan tersebut, maka akan ditentukan strategi investasi dimana saham tersebut harus dijual (jika nilai intrinsik lebih kecil dari harga pasar) ataupun dibeli (jika nilai intrinsik lebih besar dari harga pasar).

Ide dasar dari pendekatan ini adalah bahwa harga sekuritas akan dipengaruhi oleh kinerja perusahaan (misalnya tingkat penjualan dan laba usaha). Kinerja perusahaan itu sendiri akan dipengaruhi oleh kondisi industri dan perekonomian secara umum. Hal ini karena perusahaan berada pada suatu sistem, yaitu lingkungan. Jadi, usaha untuk memperkirakan prospek suatu sekuritas harus dikaitkan dengan faktor-faktor fundamental yang mempengaruhinya.

Menurut Sunariyah (2003:153-162), ada dua pendekatan fundamental yang umumnya digunakan dalam melakukan penilaian saham, yaitu pendekatan laba (*Price Earning Ratio*) dan pendekatan nilai sekarang (*Present Value Approach*).

a. Penilaian saham dengan pendekatan laba (*Price-Earning ratio Approach*)

Pendekatan ini paling banyak digunakan oleh para investor dan analisis sekuritas. Pendekatan ini didasarkan hasil yang diharapkan pada perkiraan laba per lembar saham di masa datang, sehingga dapat diketahui berapa lama

investasi saham akan kembali. Formula untuk mencari hasil yang diharapkan adalah sebagai berikut:

$$PER = \frac{P_0}{E_0} \qquad PER = \frac{P_0}{E_1}$$

Dimana:

P_0 = harga saham saat ini.

E_0 = laba per lembar saham (*earning per share*) saat ini.

E_1 = estimasi *earning per share* (EPS) pada periode yang akan datang.

(Yuliati, 1996:137)

b. Pendekatan Nilai Sekarang (*Present Value*)

Dalam pendekatan ini, nilai suatu saham diestimasikan dengan cara mengkapitalisasi pendapatan, oleh sebab itu maka disebut *capitalization income method*. Nilai sekarang suatu saham adalah sama dengan nilai sekarang dari arus kas di masa yang akan datang yang investor harapkan diterima dari investasi pada saham tersebut. Secara matematis, formula untuk nilai intrinsik adalah sebagai berikut:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CI_t}{(1 + k_e)^t}$$

Dimana:

P_0 = harga teoritis saham pada periode ke 0. Harga ini merupakan harga beli teoritis saham.

CI_t = aliran kas masuk (*cash inflow*) pada periode ke t.

k_e = tingkat keuntungan yang disyaratkan investor (*required rate of return*).

(Yuliati, 1996:133)

b. Pendekatan portofolio modern

Pendekatan portofolio modern ini menekankan pada aspek psikologi bursa dengan asumsi hipotesis mengenai bursa, yaitu hipotesis pasar efisien. Pasar efisien diartikan bahwa harga-haraga saham yang terefleksikan secara menyeluruh pada seluruh informasi yang ada di bursa. Terlepas dari pendekatan fundamental mana yang digunakan, bila seorang investor atau analis ingin menggunakan pendekatan analis secara cermat, maka dia memerlukan kerangka kerja (*frame work*). Menurut Sunariyah (2003:163-164) kerangka kerja tersebut berupa tahapan analisis yang harus dilakukan secara sistematis, yang terdiri dari:

a. Analisis Ekonomi

Analisis ekonomi bertujuan untuk mengetahui jenis serta prospek bisnis suatu perusahaan. Aktivitas ekonomi akan mempengaruhi laba perusahaan. Apabila tingkat pertumbuhan ekonomi suatu negara rendah, pada umumnya tingkat laba yang dicapai oleh suatu perusahaan juga rendah. Jadi, lingkungan ekonomi yang sehat, akan mendukung perkembangan perusahaan.

b. Analisis Industri

Pengetahuan yang memadai mengenai dinamika industri dari perusahaan yang bersangkutan akan sangat membantu analis atau investor dalam melakukan analisis industri. Yang dimaksud analisis industri adalah perusahaan yang sejenis.

c. Analisis Perusahaan

Analisis perusahaan dimaksudkan untuk mengetahui kinerja perusahaan. Para investor memerlukan informasi yang relevan tentang perusahaan sebagai dasar pembuatan keputusan investasi. Informasi tersebut termasuk informasi *intern* dan *ekstern* perusahaan, yang antara lain tentang informasi laporan keuangan periode tertentu. Disamping itu, dapat pula dianalisis mengenai solvabilitas, rentabilitas, dan likuiditas perusahaan. Informasi yang penting lagi adalah informasi yang bersifat ekspektasi yaitu informasi tentang proyeksi keuangan atau *forecasting*. Mengingat bahwa kebutuhan informasi didasarkan atas pertimbangan bahwa harga saham ditentukan oleh kinerja perusahaan di masa lalu dan ekspektasi di masa datang.

4. Gordon Model

Model ini pertama kali dikembangkan oleh Myron J. Gordon, seorang pakar di bidang keuangan perusahaan. Model ini dipakai untuk menentukan nilai saham, jika dividen yang dibayarkan mengalami

pertumbuhan secara konstan selama waktu tak terbatas, dimana $g_{t+1} = g_t$ untuk semua waktu t (Tandelilin, 2001:187). Menurut Hinsa (2003:60-62) ada tiga faktor utama yang diperhatikan oleh Gordon di dalam rancangan modelnya adalah:

1. *Shareholder's Return-Single Variable*

Di dalam model periode tunggal (model satu periode), tingkat pengembalian yang diperoleh pemegang saham terdiri dari dividen dan *capital gains*. Ini tidak berlaku dalam kasus Gordon. Sebab tingkat pengembalian yang diterima pemegang saham hanya dividen di masa yang akan datang. *Earnings* yang ditahan perusahaan menjadi sebagian dari faktor pertumbuhan yang operasinya akan menaikkan dividen, namun hanya dividen yang akan datang yang dianggap sebagai pengembalian.

2. *Normal and Actual Return*

Model Gordon dikembangkan dengan membandingkan tingkat pengembalian normal atau tingkat pengembalian minimal dengan tingkat pengembalian aktual. Tingkat pengembalian tersebut dibedakan atas:

- a. *Required return.*

Untuk tingkat risiko saham dan pengembalian tertentu, pasar menghendaki tingkat pengembalian ekuiti (saham) tertentu. Dirumuskan sebagai EPS/MktPr minimal sama seperti yang diharapkan investor dari saham yang serupa. Oleh karena ini

berbanding terbalik dengan *price-earnings ratio*, biasanya dinyatakan sebagai P/E normal.

b. Actual return.

Ini adalah EPS/MktPr aktual untuk sebuah perusahaan individual. Merupakan sebagian dari faktor pertumbuhan, sebab g sama dengan EPS/MktPr dikalikan dengan persentase laba ditahan (% *retained earnings*).

Tabel 2 Faktor Pertumbuhan dalam Model Gordon

EPS/MktPr actual		Laba ditahan (%)		Besar pertumbuhan	Penjelasan
0		0		Tidak ada	Tidak ada laba yang ditahan.
0.05		0		Tidak ada	Semua laba dibagikan sebagai dividen.
0.05	X	0.50	=	0.025	Sebagian laba ditahan, awal pertumbuhan.
0.10	X	0.50	=	0.050	Pertumbuhan meningkat seiring dengan kenaikan laba.
0.10	X	0.60	=	0.060	Pertumbuhan meningkat seiring dengan laba ditahan yang semakin tinggi.

(Siahaan, 2003:61)

3. *Inclusion of a Growth Factor*

Untuk tinjauan jangka panjang, model mengasumsikan pertumbuhan dividen selalu stabil dan memasukkannya sebagai salah satu faktor

pertumbuhan dalam rumus penilaian. Berhubung kita berkepentingan dengan pertumbuhan nilai pemegang saham dewasa ini, pertumbuhan dibatasi dengan laba ditahan. Penjualan saham tambahan atau pertumbuhan dari penambahan utang atau sekuritas berpenghasilan tetap lain diabaikan (dianggap tidak ada).

Perusahaan yang tingkat pengembalian aktualnya lebih tinggi dari pengembalian minimal mempunyai nilai intrinsik yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang kinerjanya buruk dan memungkinkan perusahaan untuk menahan *earnings* dan menginvestasikannya kembali.

Tahap-tahap untuk menghitung nilai intrinsik saham dengan menggunakan Model Gordon adalah sebagai berikut:

- a) Menentukan tingkat pertumbuhan.

$$g = \text{ROE} \times \text{retention rate}$$

$$\text{Retention rate} = 1 - \text{Dividend Payout Ratio}$$

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba bersih}}$$

Dimana:

$$g = \text{tingkat pertumbuhan dividen}$$

$$\text{ROE} = \text{laba bersih per ekuiti}$$

(Siahaan, 2003:75)

- b) Menentukan tingkat pertumbuhan rata-rata selama tiga tahun.

- c) Menentukan estimasi dividen yang diharapkan di masa depan.

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

Dimana:

D_1 = estimasi dividen yang diharapkan di masa datang.

D_0 = dividen tahun terakhir diterima/dibagikan

(Siahaan, 2003:76)

- d) Menghitung tingkat pengembalian atau *required rate of return*.

$$k = \frac{D_t}{P_{t-1}} + g$$

Dimana:

k = *required rate of return*

D_t = Dividen tahun ini

P = Harga pasar saat dibeli

(Sharpe, 1997:106)

- e) Menghitung nilai intrinsik saham berdasarkan analisis fundamental dengan pendekatan Devidend Discount Model dengan model Gordon.

$$V_{stock} = \frac{D_1}{k - g}$$

V_{Stock} = Nilai saham

k = *required rate of return*

g = tingkat pertumbuhan

(Siahaan, 2003:77)

- f) Menilai kewajaran harga saham, dengan membandingkan nilai intrinsik dengan nilai pasar (*closing price*) tahun 2010 dan mengambil keputusan untuk membeli, mempertahankan atau menjual saham.

