

BAB 2

LANDASAN TEORI

Dalam melakukan penelitian, diperlukan suatu dasar teoretis yang kuat sebagai dasar analisis. Secara umum suatu penilaian harga suatu saham dapat dilakukan melalui pendekatan teknikal dan fundamental. Kedua pendekatan ini bertujuan untuk mencari nilai wajar suatu saham dan membandingkannya dengan nilai pasar dari saham tersebut saat ini. Ketika nilai wajar tersebut dibawah harga pasar, maka dapat dikatakan saham tersebut *overprice* dan investor harus melakukan *short position*, sebaliknya jika nilai wajarnya di atas harga pasar saat ini, maka investor harus melakukan *long position* terhadap saham tersebut. Walaupun demikian, dalam penelitian ini hanya akan membahas mengenai penilaian saham dengan menggunakan pendekatan fundamental.

Melalui pendekatan fundamental, seorang investor akan lebih banyak melakukan analisis terhadap pendapatan perusahaan. Dalam melakukan analisis pendapatan, investor dapat melakukan analisis mulai dari analisis makro ekonomi, analisis industri, dan analisis perusahaan.

2.1 Analisis Makro Ekonomi

Tahapan awal dimulai dengan melakukan analisis ekonomi makro. Seperti telah diketahui, bahwa dalam perekonomian global, dimana banyak perusahaan yang tidak hanya beroperasi di negara asal melainkan juga di negara lain. Kondisi satu negara akan sangat berpengaruh baik langsung maupun tidak langsung terhadap bangsa lain.

Dalam pembahasan sisi makro ekonomi, beberapa hal yang perlu dijadikan perhatian. Beberapa indikator makro ekonomi yang dapat dijadikan tolak ukur pertumbuhan suatu negara dapat dilihat dari GDP (*gross domestic product*)/ GNP (*Gross National Product*), tingkat inflasi, tingkat suku bunga, defisit neraca pembayaran, dan sentimen dari masyarakat (Bodie, Kane, Marcus, 2008).

GDP/GNP secara umum sering digunakan untuk menghitung pertumbuhan ekonomi suatu negara. Pada dasarnya, GNP mengukur jumlah produksi barang dan jasa oleh warga negara suatu negara, baik yang berkedudukan di dalam

maupun di luar negeri. Sedangkan GDP mengukur jumlah produksi barang dan jasa yang dihasilkan dalam negara tersebut, baik penduduk lokal maupun asing. Untuk negara maju, biasanya digunakan GNP sebagai acuan pertumbuhan ekonomi, namun untuk negara berkembang, pada umumnya menggunakan GDP sebagai dasar perhitungan (Bodie, Kane, Marcus, 2008).

Indikator makro berikutnya adalah tingkat inflasi. Inflasi mengukur kenaikan harga-harga barang suatu negara secara agregat. Tingkat inflasi yang tinggi mengindikasikan perekonomian sedang *booming*. Kenaikan harga terjadi ketika perekonomian sedang membaik, permintaan barang dan jasa akan melebihi penawaran barang dan jasa yang ada (Bodie, Kane, Marcus, 2008). Walaupun demikian, tingkat inflasi harus tetap terkendali karena ketika tingkat inflasi terlalu tinggi menyebabkan harga barang yang tinggi dan daya beli masyarakat akan berkurang.

Faktor berikutnya adalah tingkat suku bunga. Tingkat bunga yang tinggi akan berpengaruh kepada investasi. Tingkat bunga yang tinggi berpengaruh terhadap semakin rendahnya nilai sekarang dari suatu investasi. Tingkat bunga merupakan salah satu instrumen yang sering digunakan oleh pemerintah untuk mengendalikan harga. Ketika ekonomi sedang *booming* dan tingkat inflasi tinggi, maka pemerintah akan menurunkan tingkat suku bunga. Dan sebaliknya ketika ekonomi lesu, maka pemerintah akan memacu perekonomian dengan menurunkan tingkat suku bunga (Bodie, Kane, Marcus, 2008).

Hal lain yang secara langsung dapat mempengaruhi kondisi makro ekonomi suatu negara adalah sentimen dari masyarakat. Ketika masyarakat percaya bahwa perekonomian akan semakin membaik, situasi politik dan keamanan terkendali, maka investor akan lebih berani melakukan investasi di negara tersebut, dan GDP akan membaik (Bodie, Kane, Marcus, 2008).

Selain itu yang tidak kalah penting terkait dengan stabilitas nilai tukar mata uang lokal terhadap mata uang asing. Stabilitas mata uang ini terkait erat dengan penawaran barang dan jasa dalam suatu negara. Ketika mata uang lokal melemah dibandingkan mata uang asing, maka barang dalam negeri akan terlihat lebih murah di negara lain, sehingga memacu ekspor, sedangkan sebaliknya ketika

mata uang lokal menguat, maka justru akan memacu impor karena barang-barang asing lebih murah di dalam negeri.

Ketika mata uang lokal terus melemah, maka akan terjadi penurunan daya beli dari masyarakat. Harga bahan baku impor akan semakin mahal. Dalam kondisi krisis global dimana negara lain juga mengalami depresi dan penurunan daya beli, maka nilai ekspor lebih kecil dibandingkan impor bahan baku yang menyebabkan penurunan profitabilitas perusahaan.

2.2 Analisis Industri

Dalam melakukan analisis industri, sebagai tahap awal penilaian nilai wajar saham dan perusahaan, investor dapat menggunakan berbagai cara. Cara yang paling umum dilakukan adalah dengan melakukan analisis berdasarkan *Porter's five forces*, analisis daur hidup industri, dan analisis siklus bisnis.

2.2.1 Analisis *Porter's Five Forces*

Faktor-faktor yang diperhatikan untuk analisis industri dengan menggunakan *Porter's five forces* adalah persaingan antar perusahaan dalam industri, ancaman pendatang baru, ancaman produk substitusi, kekuatan tawar menawar pembeli, dan kekuatan tawar menawar penjual (Jones, 2008).

Melalui model ini, Porter berpendapat bahwa semakin kuat faktor-faktor tersebut maka semakin terbatas kesempatan perusahaan untuk dapat menaikkan harga dan margin perusahaan.

Dalam satu industri, masing-masing pemain akan berusaha untuk menguasai pasar. Persaingan dapat dilakukan melalui persaingan harga, maupun dari diferensiasi produk mereka. Perusahaan cenderung melakukan persaingan harga ketika mereka ingin melakukan penetrasi pasar. Untuk perusahaan dengan biaya investasi yang cukup besar, perusahaan juga cenderung untuk melakukan kompetisi dalam harga karena diferensiasi produk akan membutuhkan harga investasi modal yang cukup besar.

Ancaman terhadap pemain baru akan datang apabila suatu industri masih cukup menguntungkan, dalam arti margin yang diperoleh masih diatas rata-rata. Pada saat pemain baru masuk ke pasar, maka *potensial profit* dan *market share*

dari perusahaan akan berkurang. Oleh sebab itu, banyak perusahaan melakukan strategi untuk mencegah pemain baru masuk ke industri. Untuk mencegah pemain baru masuk ke industri, perusahaan dapat melakukan beberapa hal, antara lain dengan menurunkan harga. Secara singkat, ketika harga turun, maka kompetitor tidak dapat menutup biaya operasinya sehingga perusahaan lawan akan tutup.

Cara lain untuk meningkatkan *barrier to entry* adalah dengan melakukan meningkatkan skala ekonomis perusahaan. Dengan skala ekonomis, perusahaan akan memproduksi dengan harga yang rendah sehingga perusahaan baru yang akan masuk akan sulit karena pada umumnya perusahaan baru belum dapat mencapai skala ekonomis yang cukup. Pemain lama dalam hal ini juga dapat diuntungkan dari kondisi yang ada karena mereka dapat membentuk suatu *brand loyalty* terhadap konsumen mereka. Pada saat konsumen telah setia terhadap produk tertentu, maka akan sulit bagi pendatang baru untuk menarik konsumen yang sudah ada. Hal lain yang cukup dapat mempersulit suatu perusahaan masuk ke industri adalah peraturan pemerintah.

Faktor berikutnya adalah dengan melakukan analisis terhadap keberadaan produk substitusi. Barang substitusi adalah barang yang memiliki kegunaan yang sama dengan barang lain. Dengan adanya barang substitusi, ketika harga suatu produk meningkat, maka konsumen memiliki pilihan untuk dapat beralih ke pilihannya yang lain. Namun, jika tidak ada barang substitusi, maka ketika produsen menaikkan harga, konsumen tidak dapat beralih ke produk lain, dan selama mereka membutuhkan, maka mereka akan membeli produk tersebut.

Pembeli produk dari dapat merupakan konsumen korporasi maupun konsumen akhir. Kekuatan tawar menawar pembeli dapat diartikan sebagai kemampuan pembeli untuk dapat menekan harga atau memaksa produsen untuk memberikan kualitas barang yang lebih baik. Kondisi ini dapat terjadi apabila (Jones, 2008):

- Produsen terdiri dari perusahaan-perusahaan kecil sedangkan pembeli sangat banyak. Pada kondisi tersebut, pembeli mendominasi penjual.
- Pembeli membeli dalam kuantitas besar sehingga pembeli dapat memaksa penjual untuk menurunkan harga.

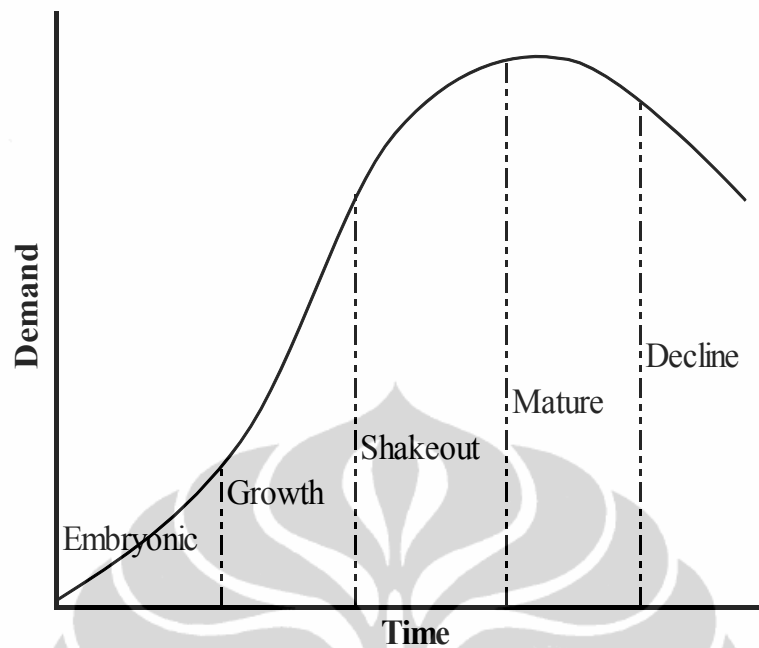
- Ketika penawaran dari industri tergantung dari beberapa pembeli besar, atau dengan kata lain terdapat pembeli mayoritas yang menguasai pasar.
- Ketika *switching cost* rendah sehingga pembeli dapat dengan mudah beralih ke produsen lain ketika harga naik.
- Ketika sangat memungkinkan pembeli untuk membeli barang dari beberapa produsen sehingga dapat membandingkan harga tiap-tiap produsen.
- Ketika pembeli dapat membuat produk yang mereka inginkan sendiri.

Kekuatan tawar menawar penjual dapat diartikan kemampuan *supplier* untuk meningkatkan harga atau dengan menurunkan kualitas barang untuk meningkatkan marjin mereka (Jones, 2008).

- Kondisi ini dapat terjadi apabila, produk yang dijual tidak memiliki barang substitusi.
- Tidak adanya pembeli mayoritas terhadap barang-barang produksi perusahaan.
- Ketika *switching cost* tinggi sehingga pembeli tidak dapat dengan mudah beralih ke produsen lain ketika harga naik.
- Ketika pembeli dapat dengan mudah masuk ke industri tersebut untuk membuat produk yang mereka inginkan sendiri.

2.2.2 Analisis Daur Hidup

Pada dasarnya, tiap industri memiliki lima tahapan daur hidup. *Embryonic*, *Growth*, *Shakeout*, *Mature*, dan *Decline* (Jones, 2008). Tahapan ini mempengaruhi profitabilitas dan strategi yang ditempuh perusahaan untuk tetap bertahan di industri tersebut.



Gambar 2.1
Tahapan Daur Hidup Industri

Sumber: Jones, 2008

Embryonic industry merupakan industri yang masih sangat baru dan belum ada pemain yang lain. Ketika perusahaan berada di industri yang *embryonic*, perusahaan menginvestasikan biaya yang besar untuk penelitian dan pengembangan. Selain itu, perusahaan juga membutuhkan biaya yang cukup tinggi untuk memperkenalkan produknya kepada pelanggan. Dari sisi penetapan harga, perusahaan dapat menerapkan *premium price* untuk menutup biaya investasi yang mahal tersebut (Jones, 2008).

Embryonic industry akan berkembang dan sampai pada tahapan selanjutnya yaitu *growth stage*. Pada tahap ini, permintaan barang industri masih sangat tinggi dan pemain baru mulai banyak masuk karena keuntungan dalam industri ini cukup menarik. Industri yang berada pada posisi *growth* harus membuat keputusan terkait dengan strategi bisnis yang akan mereka lakukan supaya yang memberikan keunggulan kompetitif. Perusahaan dituntut untuk dapat membaca keadaan pasar dan merumuskan strategi yang terbaik secara cepat.

Beberapa strategi yang biasa dilakukan adalah dengan melakukan diferensiasi produk, penetapan harga yang lebih rendah dibandingkan kompetitor

(*cost leadership strategy*), maupun dengan *market concentration*, yaitu dengan berfokus pada konsumen tertentu saja. Ketika perusahaan menerapkan *cost leadership strategy*, ada kalanya perusahaan lain akan menerapkan strategi diferensiasi untuk berkompetisi. Bahkan pada perusahaan dengan keunggulan kompetitif yang lemah, maka mereka akan menerapkan strategi fokus atau *market concentration* untuk dapat bertahan di industrinya (Jones, 2008).

Tahap berikutnya adalah *shakeout*. Pada kondisi ini, market sudah cukup jenuh dan potensi pertumbuhan pasar sudah mulai menurun. Pada umumnya, perusahaan akan berusaha untuk mengambil pasar dari kompetitor untuk dapat berkembang. Untuk *cost leader*, investasi untuk menekan biaya sangat penting karena kemungkinan terjadi perang harga di tahapan ini sangat mungkin terjadi. Bagi perusahaan yang menerapkan strategi diferensiasi, mereka harus menginvestasikan biaya yang lebih besar dalam marketing untuk memasarkan produksi mereka. Diferensiator yang memiliki keunggulan yang lemah pada tahap ini memilih untuk beralih ke strategi fokus untuk dapat bertahan dalam jangka panjang. Bahkan, beberapa perusahaan lebih baik melakukan *harvest strategy* selama mereka masih mendapatkan keuntungan. *Harvest strategy* adalah upaya perusahaan untuk menjual atau memberhentikan segmen-segmen usaha yang kurang menguntungkan (Jones, 2008).

Pada tahapan industri yang sudah *mature*, *cost leader* dan diferensiator dapat menerapkan *hold and maintain strategy*. Pada tahap ini, perusahaan akan berusaha untuk menghadapi pesaing yang masuk ataupun pesaing yang sudah ada. Beberapa cara yang biasa dilakukan untuk menghambat kompetitor untuk masuk ke industri adalah dengan mengembangkan produk-produk baru untuk mengisi kekosongan pasar yang ada. Perusahaan juga dapat memproduksi lebih banyak dan *price cutting* supaya calon pemain baru tidak tertarik masuk ke pasar karena laba industri yang kurang menarik (Jones, 2008).

Untuk menghadapi pesaing yang sudah ada, perusahaan dapat menerapkan *tit for tat strategy*. Dengan melakukan *tit for tat strategy* tersebut, kompetitor dapat membaca perilaku perusahaan yang selalu mengikuti mereka dan kompetitor akan memutuskan untuk menaikkan harga (dengan harapan akan mengikuti). Dengan naiknya harga, maka profitabilitas industri akan semakin

meningkat. Selain itu, perusahaan yang memiliki struktur biaya yang rendah dapat mengikuti harga yang ditetapkan oleh perusahaan yang memiliki struktur biaya yang tinggi. Dengan demikian, profit dari perusahaan akan semakin besar. Namun Strategi ini berbahaya karena menyebabkan perusahaan dengan biaya yang tinggi akan tetap bersaing di industri tersebut.

Cara lain yang dapat dilakukan adalah dengan melakukan *non price competition*. Kombinasi dari segmen yang akan dilayani dan tipe produk yang ditawarkan. *Market penetration* dapat dilakukan dengan strategi pemasaran yang intensif untuk memperkenalkan produk baru perusahaan. *Product development* dilakukan perusahaan untuk mengakomodasi kebutuhan pelanggan untuk mengantisipasi kebosanan pelanggan terhadap fitur produk yang mereka tawarkan.

Tahapan akhir adalah *declining* dimana permintaan industri sudah sangat menurun karena teknologi, perubahan budaya, dan sebagainya. Pada kondisi ini perusahaan memiliki beberapa pilihan. Apakah mereka akan menjual kepemilikan mereka, mengambil pasar yang masih kosong atau mengambil pasar dari kompetitor yang keluar, mengoptimalkan profit dengan mengurangi biaya-biaya promosi yang dirasakan kurang efektif (Jones, 2008).

Pada kondisi industri yang sudah terfragmentasi dimana sudah terlalu banyak pemain di pasar, maka akan lebih baik jika perusahaan menerapkan fokus strategi dengan mangkhususkan pada target pelanggan, kebutuhan, ataupun wilayah tertentu. Dalam kondisi pasar tersebut, supaya dapat terus berkembang maka perusahaan dapat melakukan *merger*, memperluas jaringan distribusinya atau dengan melakukan *franchise*. Lebih jauh lagi, dengan penerapan teknologi yang tepat, maka perusahaan akan dapat meraih efisiensi dan menerapkan *cost leadership* dalam upaya meraih *superior profitability* (Jones, 2008).

Labih jauh lagi, penerapan strategi yang efektif tidak dapat hanya mengandalkan strategi *low cost* atau diferensiasi. Dua strategi tersebut juga harus didukung oleh *superior quality, efficiency, innovation, dan customer responsiveness* (Jones, 2008).

Perusahaan tidak mungkin dapat menerapkan *cost leadership strategy* apabila dalam operasinya masih terdapat inefisiensi yang menyebabkan

perusahaan memiliki struktur biaya yang tinggi. Atau perusahaan yang ingin melakukan diferensiasi dari segi kualitas tidak mungkin dapat berhasil tanpa adanya inovasi dan *service quality* yang baik. Efisiensi superior dapat diperoleh melalui *economic of scale* untuk menurunkan biaya produksi per unit, *learning effects* yang meningkatkan efisiensi akibat pengalaman karyawan, *experience curve*, *flexible production system*, *material management* dan JIT untuk mengurangi tingkat persediaan, proses litbang untuk menciptakan design produk yang mudah diproduksi, dan sistem SDM yang baik untuk meningkatkan produktivitas karyawan (Jones, 2008).

Dalam menciptakan kualitas yang superior perusahaan harus memahami persepsi kualitas yaitu *Quality as reliability* dan *Quality as excellence*. *Quality as reliability* menunjukkan sudut pandang kualitas dari sisi perusahaan. Sedangkan *quality as excellence* merupakan persepsi yang dipahami oleh konsumen. Dua hal tersebut dapat diartikan bahwa kualitas yang baik yang diciptakan perusahaan juga harus dikomunikasikan ke konsumen supaya kualitas dapat dipersepsikan dengan baik oleh konsumen (Jones, 2008).

Hal lain yang dibutuhkan perusahaan adalah inovasi. Inovasi sangat berguna untuk menciptakan produk baru yang dapat mengakomodir kebutuhan pelanggan dan menekan biaya produksi. Supaya inovasi menjadi superior, maka inovasi harus dilakukan secara terus menerus karena inovasi sangat mudah untuk diimitasi. Lebih jauh lagi, inovasi dalam hal teknologi sangatlah penting dan tidak dapat diabaikan karena dapat meenciptakan *disruptive innovation*. Walaupun demikian, karena biaya dan tingkat kegagalan untuk inovasi cenderung tinggi. Maka banyak perusahaan yang enggan untuk melakukan inovasi dan cenderung menunggu keberhasilan dari teknologi baru tersebut. Sebagai dampaknya perusahaan mereka akan tertinggal dengan perusahaan inovator.

Terakhir, respon terhadap konsumen yang superior dapat dicapai dengan memberikan apa yang diinginkan oleh konsumen yang dimulai dengan membentuk budaya perusahaan yang dimulai dari atasan dan karyawan untuk menempatkan diri mereka sebagai konsumen sehingga dapat lebih memahami kemauan konsumen. Dengan demikian, perusahaan dapat meningkatkan respon dan memberi harga sesuai dengan ekspektasi konsumen.

2.2.3 Analisis Siklus Bisnis

Dalam melakukan analisis industri, selain memperhatikan posisi daur hidup industri, investor juga harus dapat memahami siklus bisnis dari industri yang mereka akan jalani (Bodie, Kane, Marcus, 2008). Beberapa industri beroperasi dengan cukup baik ketika ekonomi sedang mengalami resesi, ada industri yang beroperasi lebih baik dari industri ketika keadaan ekonomi sedang baik, serta ada pula industri yang beroperasi lebih buruk dari industri ketika keadaan ekonomi sedang buruk. Analisis mengelompokkan industri ke dalam kelompok-kelompok berikut (Bodie, Kane, Marcus, 2008):

- *Growth Industri*. Industri ini adalah industri yang mempunyai pertumbuhan laba yang jauh lebih tinggi dari rata-rata industri, contohnya adalah industri telekomunikasi.
- *Defensife Industri*. Industri ini adalah industri yang tidak banyak terpengaruh oleh kondisi ekonomi, contohnya adalah industri makanan dan minuman.
- *Cyclical Industri*. Industri ini adalah industri yang sangat peka terhadap perubahan pada perekonomian, contohnya adalah industri otomotif dan barang konsumsi elektronika. Sebagai contoh, industri yang peka terhadap perubahan suku bunga akan mengalami penurunan yang paling besar ketika adanya pengetatan likuiditas dan kenaikan suku bunga. Dengan melakukan analisis siklus bisnis ini, akan dapat memperkirakan kondisi suatu industri apabila dikaitkan dengan perubahan kondisi perekonomian.

2.3 Analisis Perusahaan

Analisis perusahaan lazim dilakukan dengan melakukan valuasi terhadap perusahaan yang bersangkutan. Secara umum, terdapat tiga pendekatan untuk melakukan valuasi. Pertama adalah dengan menggunakan *discounted cash flow* dengan mencari nilai kini dari arus kas masa yang akan datang dari suatu aset. Kedua adalah dengan pendekatan *relative valuation*, yaitu dengan melakukan

estimasi terhadap suatu aset dengan melakukan perbandingan nilai aset tersebut terhadap variable umum seperti penjualan, laba, dan lain-lain. Pendekatan ketiga adalah dengan *contigent claim valuation*, yaitu dengan menggunakan *option pricing models*.

2.3.1 Discounted Cash Flow Valuation

Pendekatan *discounted cash flow* ini merupakan pondasi dari semua perhitungan valuasi perusahaan. Pendekatan ini mencoba mengestimasi nilai intrisik dari suatu aset berdasarkan fundamentalnya. *Discounted cash flow* ini digunakan untuk menilai ekuitas dalam bisnis, menilai perusahaan secara keseluruhan, dan untuk menilai bagian kecil dari perusahaan (Damodaran, 2002).

Beberapa metode diskonto yang kerap kali digunakan adalah dengan melakukan diskonto terhadap prediksi arus kas dengan menggunakan *metode free cash flow to equity* (FCFE) dan *free cash flows to the firms* (FCFF). Valuasi dengan menggunakan FCFE hanya mengukur nilai perusahaan dari sisi ekuitas saja sedangkan pada FCFF, mengukur nilai perusahaan secara keseluruhan, termasuk pemilik klaim lain dalam perusahaan seperti *bondholder*.

2.3.1.1 Free Cash Flow to Equity (FCFE)

FCFE dihitung dengan mengurangi laba bersih dengan kebutuhan investasi dan menjumlahkan semua transaksi non kas seperti deperesiasi. Kemudian dikurangi modal kerja non kas dan ditambahkan dengan net kas masuk dari penerbitan hutang (Damodaran, 2002).

FCFE mengasumsikan bahwa semua *free cash flow* akan dibagikan ke pemilik modal seluruhnya sebagai dividen, sehingga tidak ada reinvestasi. Oleh karena itu, pertumbuhan FCFE akan sama dengan pertumbuhan laba bersih dan bukan pertumbuhan dari *marketable securities*.

Pertumbuhan suatu perusahaan biasa diperoleh dengan menghubungkan antara *retention ratio* yaitu porsi laba yang diinvestasikan kembali ke perusahaan, dengan *return on equity* (ROE). Namun, karena dalam perhitungan FCFE ini diasumsikan bahwa semua *free cash flow* akan dibagikan ke pemilik modal

seluruhnya sebagai dividen, maka akan lebih tepat menggunakan istilah *reinvestment rate* dibandingkan dengan *retention ratio* (Damodaran, 2002).

Ketika melakukan valuasi dengan menggunakan FCFE ini juga harus mempertimbangkan kondisi perusahaan. Ketika perusahaan mengalami pertumbuhan yang konstan maka investor dapat menggunakan persamaan *constant growth model* FCFE. Pada saat perusahaan diasumsikan tumbuh lebih cepat pada awal periode dan pertumbuhannya akan stabil setelah periode tertentu, maka FCFE dapat diperoleh dengan menggunakan *two stage growth model* FCFE. Sedangkan, ketika diasumsikan bahwa perusahaan diasumsikan akan tumbuh dalam tiga tahap, yaitu tingkat pertumbuhan yang tinggi pada awal periode, menurun, dan kemudian stabil (Damodaran, 2002).

2.3.1.2 Free Cash Flow to The Firm (FCFF)

Perhitungan FCFF ini dapat dilakukan dengan dua cara. Pertama adalah dengan menjumlahkan seluruh *cash flow* yang akan diklaim oleh pemilik modal, kreditor, serta pemilik saham preferen. FCFE sering juga disebut dengan *unlevered cash flow* karena menunjukkan nilai cash sebelum dikurangi pembayaran hutang (Damodaran, 2002).

Faktor lain yang menentukan valuasi dengan metode ini adalah penentuan tingkat diskonto yang akan digunakan. Ketika akan melakukan diskonto terhadap FCFE, maka tingkat diskonto yang digunakan adalah *cost of equity*, berbeda ketika menghitung FCFF, maka tingkat diskonto yang digunakan adalah WACC.

2.3.2 Tingkat Diskonto

Dalam menentukan valuasi terhadap nilai perusahaan, seorang inventor harus mengasumsikan nilai diskonto yang paling akurat. Apabila dilakukan diskonto terhadap ekuitas, maka tingkat diskonto yang digunakan adalah *cost of equity*, sedangkan untuk melakukan valuasi terhadap arus kas masa depan untuk perusahaan, maka tingkat diskonto yang digunakan adalah *cost of capital*.

2.3.2.1 Cost of Equity

Untuk dapat melakukan valuasi terhadap ekuitas, investor perlu memahami bagaimana menentukan nilai *cost of equity* yang paling akurat. *Cost of equity* merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan dalam melakukan investasi dalam perusahaan (Damodaran, 2002). Tingkat pengembalian secara umum diperoleh berdasarkan formula CAPM, Komponen dalam CAPM, dapat dijelaskan sebagai berikut:

➤ *Risk Free*

Investasi dapat dikategorikan sebagai *risk free* apabila tingkat pengembalian dari investasi tersebut sudah dapat diketahui dengan pasti. Dimana tingkat pengembalian aktual sama dengan tingkat pengembalian yang diharapkan. Hal ini dapat terjadi apabila memenuhi dua syarat, yaitu tidak adanya risiko gagal bayar dan tidak adanya risiko reinvestasi (Damodaran, 2002).

Sekuritas yang seringkali dianggap sebagai *risk free* adalah sekuritas yang diterbitkan oleh negara, karena walaupun dalam keadaan krisis sekalipun, negara dapat mencetak uang untuk melunasi kewajiban mereka. Walaupun demikian, pada kenyataannya tidak ada sekuritas yang murni bebas dari risiko gagal bayar karena selalu terdapat kemungkinan bahwa pemerintah menolak untuk membayar kewajiban hutangnya misalkan ketika pergantian rezim pemerintahan dimana pemerintah yang baru menolak untuk membayar hutang rezim yang lama (Damodaran, 2002).

Suatu investasi pada sekuritas negara juga belum tentu dapat diartikan sebagai investasi pada *risk free* asset karena investor tidak mengetahui dengan pasti berapa tingkat pengembalian 3 bulan kedepan. Untuk melakukan analisis jangka panjang, maka asumsi *risk free* yang dipakai adalah tingkat pengembalian dari sekuritas jangka panjang pemerintah, sedangkan untuk analisis jangka pendek maka investor harus menggunakan sekuritas jangka pendek untuk melakukan analisis.

➤ **Risk Premium**

Pemilihan *risk free rate* juga berpengaruh terhadap estimasi *risk premium* dari suatu investasi. *Risk premium* merupakan tingkat pengembalian suatu saham di atas tingkat pengembalian sekuritas pemerintah yang diasumsikan sebagai *risk free investment* (Damodaran, 2002).

Dalam praktiknya, estimasi *risk premium* dilakukan dengan melakukan analisis historis dari tingkat pengembalian saham pada kurun waktu tertentu. Berdasarkan penelitian yang dilakukan di Amerika Serikat, bahwa semakin panjang periode penelitian, maka *standard error* dari *risk premium* suatu negara menjadi semakin kecil.

Perhitungan dari *risk premium* juga dapat bervariasi tergantung cara perhitungan rata-rata yang digunakan. Selama ini dikenal dua pendekatan untuk menghitung *average expected return* yaitu dengan menggunakan *geometric* dan *arithmetic average*. Berdasarkan penelitian, perhitungan dengan menggunakan *arithmetic average* akan diperoleh hasil yang lebih besar dibandingkan perhitungan dengan menggunakan *geometric average*.

Perhitungan *equity risk premium* dapat juga diperoleh dengan menjumlahkan *base premium for mature equity market* dan *country risk premium*. *Base premium for mature equity market* dapat digunakan nilai premium untuk pasar USA karena pasar saham US yang dianggap lebih mature dibandingkan pasar saham yang lain. Sedangkan untuk menentukan *country risk premium* dipengaruhi oleh beberapa faktor yaitu tingkat ekonomi suatu negara, situasi politik, dan struktur pasar.

Country risk premium pada negara yang sedang berkembang akan lebih tinggi dibandingkan pada negara-negara maju. Pada negara dengan instabilitas politik yang tinggi maka akan cenderung memiliki potensi instabilitas ekonomi yang menyebabkan negara tersebut memiliki risiko yang lebih besar. Ketika perusahaan yang bermain di pasar modal merupakan perusahaan besar yang stabil, maka *country risk premium* suatu negara akan semakin kecil. Pendekatan lain untuk menghitung *risk premium* adalah dengan menghitung *relative standard deviation* (Damodaran, 2002)

Walaupun demikian, perhitungan ini memiliki kelemahan karena pada negara-negara berkembang yang cenderung kurang likuid justru memiliki standar deviasi yang kecil yang menyebabkan *risk premium* suatu negara seolah-olah menjadi lebih kecil. Alternatif berikutnya adalah dengan mengestimasi *country default spread*. Melalui persamaan ini apabila *country rating* suatu negara turun, atau jika volatilitas di pasar modal meningkat.

➤ **Beta**

Beta menunjukkan risiko dalam suatu investasi. Beberapa cara yang biasanya digunakan untuk melakukan estimasi atas nilai beta adalah dengan menggunakan data historis, estimasi berdasarkan fundamental perusahaan dan dengan menggunakan *accounting data* (Damodaran, 2002).

○ **Historical Beta**

Estimasi beta dengan menggunakan data historis dihitung dengan melakukan regresi dari return saham terhadap *return* pasar. Melalui hasil regresi maka akan didapatkan persamaan $R_j = a + bR_m$. Dengan persamaan tersebut, dapat diinterpretasikan bahwa ketika:

- ✓ $a > R(1-\beta)$ maka performa saham lebih baik dalam periode regresi.
- ✓ $a = R(1-\beta)$ maka performa saham sama dengan periode regresi.
- ✓ $a < R(1-\beta)$ maka performa saham lebih buruk dalam periode regresi.

Sebagian besar investor melakukan modifikasi dari hasil regresi yang diperoleh. Modifikasi beta yang sering digunakan untuk perhitungan adalah perhitungan beta yang dilakukan oleh Bloomberg yaitu dengan memasukan beta hasil regresi (*raw beta*) ke dalam persamaan sehingga diperoleh *adjusted beta*.

Pemilihan beta dipengaruhi oleh beberapa hal antara lain periode observasi. Dengan periode observasi yang lebih panjang, maka data yang diperoleh akan lebih besar, namun karakteristik risiko yang ada

juga dapat berubah karena perusahaan banyak melakukan *corporate action*.

Hal lain yang mempengaruhi adalah terkait dengan *return interval*. Berdasarkan penelitian yang pernah dilakukan bahwa untuk perusahaan kecil atau perusahaan *non-trading*, maka beta yang diperoleh melalui data harian akan cenderung lebih kecil dibandingkan dengan apabila menggunakan data mingguan atau bulanan.

Selain itu, penentuan indeks pasar yang digunakan juga dapat menimbulkan perbedaan beta. Secara umum, analis akan menggunakan indeks dimana saham tersebut diperdagangkan, namun hal tersebut akan menimbulkan bias apabila saham asing diperdagangkan di bursa lokal. Hal tersebut karena investor terkadang ingin membandingkannya dengan indeks internasional.

Pada negara berkembang, akan lebih baik menggunakan beta dengan interval yang lebih panjang daripada harian, seperti mingguan dan bulanan. Selain itu, akan lebih baik menggunakan interval yang cenderung lebih pendek karena pada *emerging market* sering sekali terjadi perubahan kondisi pasar. Hal yang perlu menjadi perhatian juga bahwa pada *emerging country* terdapat risiko bahwa beta tidak dapat menunjukkan market risk karena pergerakan pasar modal dipengaruhi oleh beberapa saham saja.

○ **Fundamental Beta**

Perhitungan fundamental beta dipengaruhi oleh beberapa faktor (Damodaran, 2002), yaitu:

- ✓ Tipe bisnis. Semakin sensitif suatu bisnis terhadap kondisi pasar maka beta dari perusahaan tersebut akan semakin tinggi karena beta mengukur risiko perusahaan relatif terhadap pasar. Pada perusahaan yang memiliki siklus tertentu, maka nilai beta-nya akan lebih tinggi dibandingkan perusahaan lain dengan penjualan yang konstan.

- ✓ *Operating leverage* dari perusahaan. *Operating leverage* mengukur perbandingan antara biaya tetap terhadap total biaya produksi. Semakin besar *operating leverage*, maka semakin besar pula variabilitas terhadap profit perusahaan yang menyebabkan beta semakin besar. Walaupun demikian, sangat sulit memisahkan biaya tetap dari total biaya produksi dari laporan keuangan. Sebagai alternatif, maka DOL dapat dihitung dengan membandingkan persentase perubahan *operating profit* terhadap persentase perubahan penjualan.
- ✓ *Financial leverage*. *Financial leverage* mengukur hubungan antara risiko perusahaan dengan komposisi hutang terhadap modal. Semakin tinggi financial leverage maka semakin besar pula beta dari perusahaan.

2.3.3 PE Ratio

Price earning ratio merupakan salah satu instrumen analisis yang sering digunakan oleh para investor. Perhitungan PE sangat mudah untuk dilakukan, walaupun demikian, beberapa masalah yang sering terjadi ketika menggunakan PE sebagai dasar analisis adalah bahwa:

- PE *ratio* tidak memiliki arti jika bernilai negatif, sehingga perlu melakukan perhitungan *average EPS*
- Volatilitas dari *earnings* dapat menyebabkan PE berubah secara dramatis setiap periode. *Earnings* yang digunakan sebagai basis perhitungan dapat menggunakan *forward earnings*, *diluted earnings*, dan sebagainya.

Mirip dengan perhitungan FCFE, penggunaan PE *ratio* juga harus menyesuaikan dengan kondisi pertumbuhan perusahaan. Apakah perusahaan akan tumbuh secara stabil atau perusahaan perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi pada awal dan stabil pada periode tertentu (Damodaran, 2002)

Melalui pendekatan ini dapat dipahami bahwa ketika ketika *payout ratio* meningkat maka PE *ratio* juga akan meningkat. Dari sudut pandang risiko, ketika risiko meningkat, maka PE *ratio* akan semakin kecil. Sebaliknya, ketika tingkat pertumbuhan semakin tinggi, maka PE *ratio* juga akan semakin tinggi.

Untuk membandingkan PE *ratio* dalam suatu sektor industri, dapat dilakukan regresi terhadap PE aktual dan tingkat pertumbuhan dari laba. Hasil regresi tersebut nantinya digunakan untuk mengestimasi apakah saham perusahaan *over* atau *undervalued*.

