

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Gambaran Umum Analisis Fundamental

Dalam *Investment Valuation* (Damodaran, 2002), untuk dapat menentukan harga saham yang wajar dalam suatu perusahaan, diperlukan adanya *forecasting* terhadap pendapatan dan dividen perusahaan. Analisis Fundamental merupakan suatu metode dalam mengevaluasi sekuritas dalam mengukur nilai intrinsik seperti pendapatan dan dividen dengan menguji suatu kejadian ekonomi, keuangan, dan faktor-faktor kualitatif dan kuantitatif lainnya. Analisis fundamental berusaha untuk mempelajari semua yang dapat mempengaruhi nilai suatu sekuritas, termasuk faktor-faktor makro ekonomi; seperti kondisi industri, dan faktor-faktor khusus dalam perusahaan; seperti kondisi keuangan dan manajemen. Tujuan dari melakukan analisis fundamental adalah untuk menghasilkan nilai yang dapat diperbandingkan dengan harga sekuritas saat ini, yang dikemudian hari dapat dinilai apakah posisi sekuritas tersebut *underpriced* atau *overpriced*.

Akan tetapi, dalam melakukan analisis fundamental, investor harus mempertimbangkan lingkungan bisnis dimana perusahaan beroperasi. Pada beberapa perusahaan, keadaan makro ekonomi dan industri dapat memberikan pengaruh yang besar pada keuntungan perusahaan dibandingkan dengan perusahaan lain dalam industri yang sama. Karenanya, dalam menganalisa perusahaan, seringkali dimulai dengan pengamatan terhadap lingkungan ekonomi, posisi perusahaan dalam industri, prospek perusahaan ke depan dan bahkan ekonomi internasional untuk dapat melihat implikasi yang terjadi sebagai sebab dari faktor di luar lingkungan perusahaan. Analisis fundamental dilakukan melalui *top-down approach*, yaitu menganalisis dimulai melalui faktor-faktor makro ekonomi global,

setelah itu dilanjutkan dengan menganalisis faktor-faktor industri dan terakhir faktor-faktor internal yang terdapat dalam perusahaan itu sendiri.

Valuasi merupakan alat yang penting dalam menganalisa analisis fundamental. Mengutip dari Damodaran (2002), terdapat tiga pendekatan dalam valuasi, dengan penjabaran sebagai berikut:

- a. *Discounted cash flow (DCF) valuation*, yang menghubungkan nilai suatu aktiva ke dalam *present value (PV) of expected future cash flows* pada aktiva tersebut.
- b. *Relative valuation*, yang mengestimasi nilai dari suatu aktiva dengan membandingkan beberapa aktiva yang berhubungan kepada *common variable*, seperti pendapatan, *cash flows*, *book value*, dan penjualan.
- c. *Contingent claim valuation*, yang menggunakan *option pricing models* untuk mengukur nilai suatu aktiva yang memiliki karakteristik yang sama.

2.2 Analisis Makro Ekonomi Global

Ekonomi Internasional dapat mempengaruhi beberapa hal antara lain, dapat mempengaruhi keuntungan dalam melakukan investasi di luar negeri dan kesempatan perusahaan dalam melakukan ekspor (Bodie ,et.al, 2009). Lingkungan global juga dapat mempengaruhi risiko investasi, seperti halnya krisis *subprime mortgage* dan bangkrutnya Lehman Brothers pada tahun 2008 di Amerika Serikat yang mempengaruhi kestabilan ekonomi di hampir seluruh dunia. Salah satu faktor yang sangat memberikan pengaruh pada daya saing internasional adalah nilai tukar mata uang suatu negara dengan negara lainnya (valuta asing). Contohnya dapat dilihat pada krisis ekonomi Asia tahun 1998 yang mengakibatkan perekonomian Indonesia jatuh terutama dari segi investasi, pasar uang, dan pasar modal.

2.3 Analisis Makro Ekonomi Domestik

Kemampuan perusahaan dalam membaca makro ekonomi domestik dapat membawa perusahaan ke dalam kinerja investasi yang lebih baik. Perusahaan bahkan dituntut

untuk dapat membuat *forecast* terhadap makro ekonomi domestik lebih baik dari kompetitornya untuk mendapatkan keuntungan abnormal. Mengutip dari Bodie, et .al, (2009), variabel-variabel utama dalam makro ekonomi domestik adalah tingkat pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, nilai suku bunga (*interest rates*), kebijakan pemerintah, nilai tukar rupiah, dan sentimen pasar.

2.3.1 Tingkat Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi merupakan salah satu indikator dalam penganalisaan makro ekonomi domestik yang diukur untuk mengetahui tingkat pertumbuhan suatu negara. Mengutip dari Miles, D., Scott A., (2005), *Gross Domestic Product* (GDP) merupakan cara pengukuran pertumbuhan ekonomi yang paling lazim digunakan. GDP dihitung melalui jumlah produk berupa barang dan jasa yang dihasilkan oleh unit-unit produksi di dalam batas wilayah suatu negara (domestik) selama satu tahun. Dalam perhitungan GDP ini, termasuk juga hasil produksi barang dan jasa yang dihasilkan oleh perusahaan atau orang asing yang beroperasi di wilayah negara yang bersangkutan. *Gross National Income* (GNI) merupakan indikator lain yang dipakai dalam mengukur tingkat pertumbuhan ekonomi. Perbedaannya adalah GNI meliputi nilai produk berupa barang dan jasa yang dihasilkan oleh penduduk suatu negara (nasional) selama satu tahun, termasuk hasil produksi barang dan jasa yang dihasilkan oleh warga negara yang berada di luar negeri tetapi tidak termasuk hasil produksi perusahaan asing yang beroperasi di wilayah negara tersebut. Sehingga, GDP merupakan standar Internasional yang dipakai untuk mengukur tingkat pertumbuhan ekonomi.

2.3.2 Tingkat Inflasi

Inflasi adalah suatu proses meningkatnya harga-harga secara umum dan terus-menerus. Tingkat inflasi yang tinggi seringkali diasosiasikan sebagai “*overheated economies*” dimana permintaan barang dan jasa melebihi kapasitas produksi yang menyebabkan adanya tekanan yang tinggi dalam harga (Bodie, et.al,2009). Secara

umum, inflasi dapat mengakibatkan berkurangnya investasi di suatu negara, mendorong kenaikan suku bunga, mendorong penanaman modal yang bersifat spekulatif, defisit neraca pembayaran, dan menurunnya daya beli masyarakat sehingga dapat mengakibatkan resesi perekonomian.

2.3.3 Tingkat Suku Bunga

Suku bunga (*interest rates*) merupakan alat penting dalam kebijakan moneter yang digunakan oleh berbagai variabel dengan contoh: investasi, inflasi dan juga tingkat pengangguran. Bodie, et.al, (2009) menyebutkan bahwa tingkat suku bunga yang tinggi mengurangi *present value of future cash flows*, sehingga menyebabkan berkurangnya ketertarikan masyarakat dalam berinvestasi. Investasi dapat berubah secara cepat jika terjadi perubahan pada tingkat suku bunga dan total output. Bank Indonesia melalui kebijakan moneter yang seringkali menurunkan tingkat suku bunga untuk menstimulasi aktifitas investasi sehingga dapat meningkatkan jumlah uang yang beredar. Perubahan pada *BI Rate* mempengaruhi suku bunga deposito dan suku bunga kredit perbankan. Apabila perekonomian sedang mengalami kelesuan, Bank Indonesia dapat menggunakan kebijakan moneter yang ekspansif melalui penurunan suku bunga untuk mendorong aktifitas ekonomi. Sebaliknya, apabila tekanan inflasi mengalami kenaikan, Bank Indonesia merespon dengan menaikkan suku bunga *BI Rate* untuk memperlambat aktifitas perekonomian yang terlalu cepat sehingga mengurangi tekanan inflasi.

2.3.4 Nilai Tukar

Secara umum, definisi nilai tukar adalah harga dimana suatu mata uang dapat ditukar dengan mata uang lainnya (Miles, D., Scott A., (2005)). Nilai tukar dapat digunakan untuk perdagangan dan spekulasi dalam valuta asing. Terdapat beberapa variasi faktor yang mempengaruhi nilai tukar seperti tingkat suku bunga, tingkat inflasi, kondisi stabilitas politik dan ekonomi suatu negara. Seperti contohnya pada tahun 1998 akibat dari adanya krisis global Asia, ditambah dengan stabilitas politik

Indonesia yang sedang tidak menentu dan laju inflasi yang tidak terkendali mengakibatkan nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing khususnya dollar AS melonjak berkali-kali lipat dan berefek kepada krisis moneter yang melanda Indonesia. Dengan melemahnya nilai tukar mata uang Indonesia menandakan lemahnya kondisi untuk melakukan transaksi luar negeri baik itu untuk ekspor-impor dan hutang luar negeri yang dapat menyebabkan perekonomian Indonesia menjadi goyah, dilanda krisis ekonomi dan krisis kepercayaan terhadap mata uang domestik. Pendekatan yang digunakan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi kurs adalah pendekatan moneter. Dengan pendekatan moneter maka diteliti pengaruh variabel jumlah uang beredar dalam arti luas, tingkat suku bunga, tingkat pendapatan, dan variabel perubahan harga. Pada saat ini, pemerintah melalui Bank Indonesia bertujuan untuk mencapai dan menjaga kestabilan nilai rupiah dengan menciptakan kebijakan dan langkah-langkah strategis yang dapat diadaptasikan sesuai dengan kondisi perekonomian negara Indonesia.

2.3.5 Kebijakan Pemerintah

Kebijakan pemerintah mempunyai pengaruh terhadap kondisi perekonomian. Pemerintah, dalam mengambil kebijakannya dapat dibagi menjadi dua jenis kebijakan, yaitu kebijakan fiskal dan kebijakan moneter. Dengan penjabaran sebagai berikut, Kebijakan fiskal yaitu pengeluaran pemerintah dan perpajakan. Kebijakan fiskal merupakan cara paling strategis untuk menstimulasi ataupun memperlancar laju perekonomian. Kebijakan moneter yang biasa dilakukan oleh pemerintah adalah menaikkan atau menurunkan tingkat suku bunga sesuai dengan kondisi yang ada dan menaikkan cadangan devisa negara. Hal tersebut dilakukan untuk mengendalikan jumlah uang yang beredar dan secara umum kebijakan moneter berbanding terbalik dengan kebijakan fiskal. Siamat (2005) menyebutkan bahwa dalam dunia perbankan terdapat berbagai instrumen kebijakan moneter yang diterapkan oleh bank Indonesia, kebijakan tersebut antara lain:

- a. *Credit ceiling* yang merupakan penentuan jumlah batas maksimal kredit yang diperbolehkan untuk disalurkan oleh masing-masing bank.

- b. Fasilitas diskonto yang berupa fasilitas yang diberikan kepada perbankan dalam bentuk pinjaman dengan menggunakan surat-surat berharga yang dimiliki sebagai jaminan.
- c. Operasi pasar terbuka yang merupakan kegiatan transaksi di pasar uang yang dilakukan BI dengan bank lain.
- d. Penentuan Likuiditas Wajib Minimum yang mewajibkan setiap bank memelihara sejumlah likuiditas dalam suatu jumlah atau persentase tertentu dari dana yang dihimpun pihak ketiga atau dana cadangan bank.

2.4 Analisis Industri

Analisis Industri dilakukan setelah investor menganalisa kondisi makro ekonomi dimana, perusahaan harus merancang strategi yang sesuai dengan kondisi industri dimana perusahaan tersebut berada. Thompson, et.al, (2010) menggambarkan kondisi persaingan dalam analisis industri yang didefinisikan sebagai *Five-Forces Model of Competition*. Model tersebut merupakan model yang ditemukan oleh Michael Porter dan disebut sebagai *Porter's Five-Forces Model*. Lima model yang dijabarkan oleh Michael Porter adalah sebagai berikut:

a. Ancaman dari Produk atau Jasa substitusi

Tekanan akan persaingan datang dari produk atau jasa substitusi yang biasanya disebut barang yang berbeda namun mempunyai azas manfaat yang sama. Suatu produk atau jasa dapat digantikan oleh produk substitusi dikarenakan berbagai alasan diantaranya harga yang ditawarkan produk substitusi lebih terjangkau dan menyebabkan banyak konsumen beralih ke produk substitusi. Selain itu, banyaknya produk substitusi yang dapat menggantikan produk utama juga akan mengurangi keuntungan yang diterima perusahaan.

b. Ancaman dari pendatang baru

Dalam suatu industri yang menghasilkan *return* yang tinggi, selalu ada pendatang baru yang akan mengurangi keuntungan perusahaan yang telah ada sebelumnya.

Untuk itu, *incumbent* harus melakukan suatu strategi untuk dapat membuat *barriers to entry* terhadap pendatang baru tersebut dengan berbagai cara, antara lain mempertahankan loyalitas konsumen, memperbesar skala ekonomis, dan meluncurkan inovasi-inovasi baru.

c. Persaingan yang tinggi antar perusahaan dalam satu industri

Hal ini merupakan faktor terkuat dalam kondisi persaingan. Kompetitor selalu berusaha untuk menjalankan strategi dalam berkompetisi antara lain menguatkan posisinya dalam pasar, memikat konsumen, mempertahankan konsumen, dan mendapatkan keuntungan yang komprehensif. *Market leaders* harus berusaha untuk dapat mempertahankan posisinya diantara ancaman para pesaingnya karena persaingan akan terus berjalan dinamis. Ketika satu perusahaan menjalankan suatu strategi yang menghasilkan, pesaingnya akan menanggapi dengan berbagai reaksi defensif ataupun menyerang balik dengan kapabilitasnya, taktik- taktik pemasaran, teknologi ataupun inovasi baru, dan lain-lain.

Dalam setiap industri, strategi-strategi yang dijalankan perusahaan akan menentukan siapa yang keluar sebagai pemenang atau sering dikatakan sebagai *market leaders*.

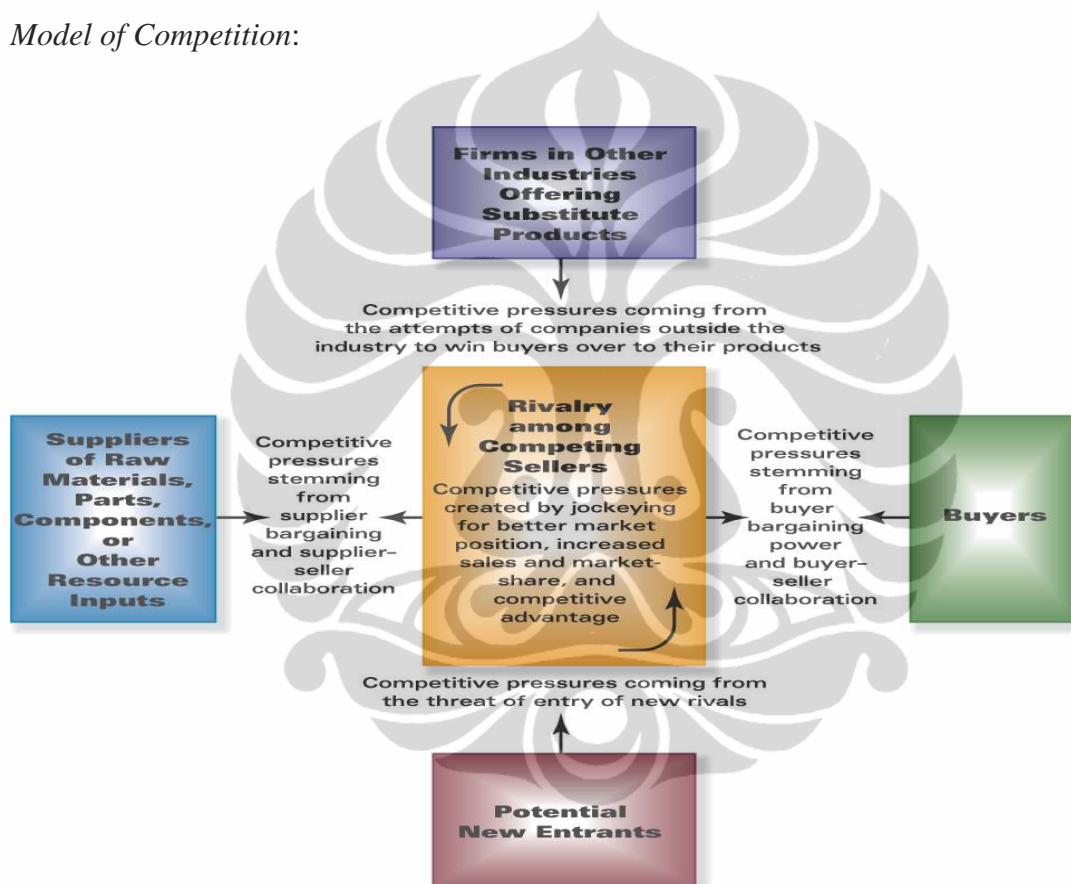
d. Kekuatan tawar-menawar pembeli

Pembeli atau konsumen mempunyai kekuatan untuk dapat menentukan tingkat persaingan dalam suatu industri. Kekuatan tawar-menawar tersebut dapat dilakukan oleh pembeli dikarenakan berbagai hal antara lain, ketika pembeli mempunyai banyak pilihan dalam merubah pilihan produknya antara produk yang satu ke produk lainnya (*low switching cost*), ketika permintaan akan barang tersebut melemah, ketika jumlah pembeli sedikit, dan ketika pembeli mendapatkan informasi yang mendetail mengenai barang atau jasa tersebut.

e. Kekuatan tawar-menawar supplier

Seperti halnya konsumen, *supplier* mempunyai suatu *bargaining power* dalam menentukan tingkat persaingan. Berbagai faktor yang menentukan kekuatan *supplier* disebabkan antara lain, ketika barang tersebut tersedia pada banyak

supplier, ketika hanya terdapat sedikit *supplier* besar yang mempunyai barang tersebut, ketika *switching cost* antar *supplier* mahal atau sulit dilakukan, ketika terjadi *short supply*, ketika suatu industri merupakan pembeli besar terhadap *supplier* tersebut, dan ketika *supplier* memiliki barang dengan *cost efficiency* tinggi atau berkualitas bagus. Faktor-faktor tersebut diatas dapat menjadi kekuatan tawar-menawar pada *supplier* ataupun pada industri yang membeli dari *supplier* tersebut. Secara garis besar, berikut adalah bagan yang menggambarkan *Porter's Five-Forces Model of Competition*:



Gambar 2.1 *The Five Forces of Model Competition : A Key Analytical Tool*

Sumber: Thompson, et al. Hal 61

2.5 Analisis Perusahaan

Analisis perusahaan merupakan tahapan akhir dalam menganalisis fundamental dengan pendekatan *top-down*. Dengan menganalisis perusahaan dapat diketahui

posisi dan gambaran perusahaan serta prospeknya di masa yang akan datang. Seperti yang telah disebutkan di atas, menurut Damodaran, valuasi perusahaan dilakukan dengan metode *direct valuation* yaitu dengan menggunakan Discounted Cash Flow (DCF) valuation yang di dalamnya terdapat metode *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) dan *Dividend Discount Model* (DDM) dengan metode *contingent claim valuation* serta metode *Relative Valuation*.

2.5.1 Free Cash Flow to Equity Model

Mengutip dari buku *Investment Valuation*, Damodaran (2002) halaman 351, FCFE mengestimasi seberapa banyak kas yang dapat dibayarkan suatu perusahaan untuk dikembalikan kepada pemegang saham setelah dikurangi semua pengeluaran, reinvestment dan pembayaran hutang. Caranya adalah dengan mengambil *net income* untuk dikonversikan menjadi *cash flow* dengan cara membaginya dengan kebutuhan investasi perusahaan, dengan langkah-langkah sebagai berikut:

- a. Seluruh *capital expenditure*, dibagi ke dalam *net income* sedangkan depresiasi dan amortisasi ditambahkan ke dalam *net income* karena termasuk ke dalam non kas.
- b. Pertambahan pada *working capital* mengurangi *cash flow* perusahaan berdampak sebaliknya, pengurangan pada *working capital* akan menambahkan *cash flow* yang tersedia bagi penanam modal.
- c. Investor harus mempertimbangkan perubahan dalam tingkat hutang dalam *cash flow*. Melalui penjelasan yang dikemukakan, dapat disimpulkan formula perhitungan FCFE :

$\begin{aligned} \text{Free Cash Flow to Equity} = & \text{Net income} - (\text{Capital Expenditure} - \text{Depresiasi}) \\ & - (\text{Perubahan dalam noncash working capital}) \\ & + (\text{Jumlah hutang baru yang dikeluarkan} - \text{Pembayaran hutang}) \end{aligned}$

Kalkulasi diatas dapat dipermudah jika diasumsikan bahwa *net capital expenditures* dan perubahan pada *working capital* menggunakan penggabungan antara hutang dan ekuitas.

$$\text{Free Cash Flow to Equity} = \text{Net income} - (\text{Capital Expenditure} - \text{Depresiasi}) \\ \times (1 - \delta) - (\Delta \text{working capital}) (1 - \delta)$$

Selain itu, Damodaran juga menyebutkan metode free cash flow to equity mempunyai tiga versi, pada versi yang ketiga merupakan adaptasi dari metode *dividend discount model* yang disertai dengan perubahan yang signifikan. Investor secara implisit mengasumsikan bahwa FCFE akan dibayarkan kepada para pemegang saham. Terdapat dua implikasi dalam FCFE :

- a. Kas yang tersedia setelah pembayaran hutang dan investasi dibayarkan kepada para pemegang saham sehingga tidak ada penambahan kas di masa yang akan datang.
- b. Pertumbuhan yang diharapkan dalam FCFE berasal dari laba pada operating assets, bukan laba dari keuntungan dalam marketable securities.

2.5.1.1 *The Constant Growth FCFE Model*

Model ini ditujukan untuk menilai perusahaan dengan ekspektasi tingkat pertumbuhan yang stabil. Nilai ekuitas dalam *constant growth model*, adalah FCFE dalam periode yang akan datang, rate pertumbuhan yang stabil, dan *rate of return* yang dibutuhkan.

Formulanya adalah :

$$P_0 = \frac{\text{FCFE}_1}{k_e - g_n}$$

(2.1)

dimana,

P_0 = Harga saham hari ini

FCFE_1 = FCFE yang diestimasikan di periode berikutnya

K_e = *Cost of equity* perusahaan

g_n = *Growth rate* pada FCFE perusahaan selamanya

2.5.1.2. Two Stage FCFE Model

Two stage FCFE model ditujukan untuk menilai perusahaan dengan ekspektasi tingkat pertumbuhan yang lebih cepat dalam periode saat ini dan rate yang stabil setelahnya. Harga saham diukur dari *present value* dari FCFE setiap tahun pada masa pertumbuhan yang pesat ditambahkan dengan *present value* pada harga yang tetap dalam akhir masa periode.

Value = PV of FCFE + PV of terminal price

$$= \sum_{t=1}^{t=n} FCFE_t / (1 + k_{e,hg})^t + P_n / (1 + k_{e,hg})^n \quad (2.2)$$

dimana,

$FCFE_t$ = Free cash flow to equity pada tahun t

P_n = Harga di akhir periode pertumbuhan yang pesat

k_e = Cost of equity perusahaan

Terminal Price pada dasarnya dikalkulasi dengan menggunakan *infinite growth model*:

$$P_n = FCFE_{n+1} / (k_{e,sc} - g_n) \quad (2.3)$$

dimana,

g_n = Growth rate setelah terminal year selamanya

2.5.1.3. Three Stage FCFE model

Model yang terakhir ini ditujukan untuk menilai perusahaan dengan ekspektasi tingkat pertumbuhan yang berbeda-beda dan digambarkan dengan pertumbuhan tiga tahap. Tahap pertama adalah dimana fase awal perusahaan yang tumbuh dengan pesat, tahap kedua adalah fase transisi dimana pertumbuhan perusahaan akan menurun, dan tahap ketiga fase *maturity* dimana pertumbuhan telah stabil. Formula dalam perhitungan *three stages FCFE model*:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_{n2}}{(1+k_e)^{n2}} \quad (2.4)$$

dimana,

$FCFE_t$ = Free cash flow to equity pada tahun t

P_n = Harga di akhir periode pertumbuhan yang pesat

k_e = Cost of equity perusahaan

P_{n2} = Terminal price pada akhir dari masa transisi = FCFE

n1 = Masa akhir dari periode yang bertumbuh pesat.

n2 = Masa akhir dari periode transisi

2.5.1.4 Free Cash Flow to Equity Pada Financial Institution

Bank merupakan perusahaan yang sulit untuk dilakukan valuasi. Analisis dari dunia luar seringkali kekurangan informasi terhadap kinerja keuangan industri perbankan, dan mereka harus mengestimasi keakuratan keputusan akuntansi. Perusahaan yang bergerak di bidang perbankan merupakan perusahaan yang *highly levered*

sesuai dengan model operasi bisnisnya. Karena hal tersebut, valuasi menjadi sangat sensitif jika terjadi perubahan pada *key drivers* nya.

Koller ,et.al, (2005) menyatakan bahwa *equity cash flow* dalam institusi keuangan didapat dari *net income* dikurangi oleh increase in equity ditambah other *comprehensive income*. *Net income* merepresentasikan pendapatan yang tersedia bagi para pemegang saham setelah perusahaan membayar semua pengeluarannya. Akan tetapi, *net income* sendiri bukan termasuk *cash flow*. Dalam pertumbuhannya, lembaga keuangan membutuhkan peningkatan dalam ekuitas yang akan mengurangi *equity cash flow*. Selanjutnya, analis harus memasukkan *other comprehensive income* yaitu beberapa *noncash items* yang akan ditambahkan atau dikurangkan dari ekuitas.

Tabel 2.1 Contoh perhitungan Equity Cash Flow

<i>Equity cash flow</i>	20xx	20xx
<i>Net income</i>	xxx	xxx
<i>Other comprehensive income</i>	xxx	xxx
<i>Increase in equity</i>	(xxx)	(xxx)
<i>Equity cash flow</i>	xxx	xxx

Sumber: Koller et al (2005) hal 683

2.5.2 Relative Valuation

Menurut Damodaran (2002), metode *Relative Valuation* ini bertujuan untuk menilai aktiva dengan memperbandingkan aktiva serupa yang terdapat di dalam pasar. Terdapat dua komponen dalam metode ini. Komponen pertama dalam menilai aktiva berdasarkan metode ini, harga harus disamakan dengan cara mengkonversi harga pada nilai buku, *multiple earnings* atau penjualan.

Metode kedua, sangat sulit untuk menemukan perusahaan yang mirip dikarenakan tidak ada perusahaan yang benar-benar identik meskipun perusahaan tersebut berada pada industri dan *core business* yang sama namun masih terdapat perbedaan dari sisi *cash flow*, pertumbuhan, dan risiko. Kuncinya dalam metode ini adalah untuk dapat mengendalikan perbedaan tersebut. Pengukuran yang biasa digunakan dalam metode *relative valuation* adalah *earnings multiples* dan *book-value multiples*.

a. *Earning Multiples*.

Price-earnings multiple (PE) adalah yang paling banyak digunakan karena kemudahannya meskipun hubungannya pada fundamental keuangan perusahaan seringkali tidak diperhatikan, sehingga memungkinkan terjadinya kesalahan dalam penggunaannya. Menurut Aswath Damodaran, cara perhitungan *Price earnings ratio* (PER) adalah :

$$PE = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}} \quad (2.5)$$

Permasalahan yang mendasar pada PER adalah adanya perbedaan terhadap EPS. Terutama pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan dan tingkat risiko yang tinggi, perbedaannya cukup signifikan tergantung dari pengukuran EPS yang disebabkan oleh volatilitas EPS pada perusahaan tersebut. Selain itu, dalam *earnings multiples*, rasio dari *PE ratio of growth* (PEG) yang digunakan dalam mengukur nilai wajar, dengan nilai bawah sebagai indikator perusahaan tersebut dalam kondisi *undervalued*. Damodaran mendefinisikan rasio PEG sebagai PER dibagi dengan tingkat pertumbuhan yang diharapkan.

$$PEG = \frac{\text{Price earnings ratio}}{\text{Tingkat pertumbuhan yang diharapkan}} \quad (2.6)$$

b. Book-value multiples

Book-value multiples bermanfaat dalam analisis investasi dikarenakan metode ini relatif stabil dalam mengukur nilai untuk diperbandingkan pada market value dan rasio *price book value* (PBV) ini dapat diperbandingkan juga dengan perusahaan yang sama meskipun perusahaan tersebut *under* atau *overvaluation* dan mempunyai *negative earnings*. PBV juga mempunyai beberapa kelemahan. Kelemahan yang pertama, metode ini terpengaruh dengan keputusan akuntansi seperti depresiasi dan variabel lainnya.

Kedua, nilai buku tidak terlalu berpengaruh terhadap perusahaan jasa dan teknologi yang tidak mempunyai aktiva berwujud yang signifikan. Dan terakhir, PBV dapat negatif jika perusahaan mengalami laporan keuangan yang negatif secara berturut-turut. Damodaran memformulasikan PBV sebagai :

$$PBV = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Book value of equity per saham}} \quad (2.7)$$

Rumus tersebut dapat juga diformulasikan sebagai berikut dengan mengganti harga per lembar saham menjadi *market value of equity* sehingga:

$$PBV = \frac{\text{Market value of equity}}{\text{Book value of equity}} \quad (2.8)$$

2.5.3 Penelitian Sebelumnya

Analisis valuasi saham dengan menggunakan metode *Free Cash Flow to Equity* dan satu metode lainnya telah dilakukan pada penelitian sebelumnya dengan mengambil perusahaan yang bergerak di industri perbankan. Penelitian sebelumnya antara lain dilakukan oleh:

- a. Tambunan ,F. (2004): Analisis Valuasi Harga Saham Model *Free Cash Flow to Equity* dan *Relative Valuation* (Studi Kasus: PT Bank Mandiri (Persero), Tbk).

Hasil yang didapatkan Tambunan dalam penelitiannya adalah sebagai berikut:

Tabel 2.2 Hasil Penelitian Tesis Tambunan

Metode	<i>Fair value saham / lembar</i>	<i>Market value saham / lembar</i>	<i>Overvalued / Undervalued</i>
FCFE	Rp. 1319	Rp. 1000	<i>Undervalued</i>
<i>Relative Valuation</i>	Rp. 1052	Rp. 1000	<i>Undervalued</i>

Sumber: Tambunan, F. (2004) : Analisis Valuasi Harga Saham Model *Free Cash Flow to Equity* dan *Relative Valuation* (Studi kasus: PT Bank Mandiri (Persero), Tbk).

Fair value saham per lembar lebih tinggi daripada *Market value* saham per lembar yang berarti hasil penelitian Tambunan dengan menggunakan kedua metode diatas adalah *undervalued*.

- b. Rivai, M. (2004): Analisis Valuasi Harga Saham dengan Metode *Free Cash Flow to Equity* dan *Relative Valuation* (Studi Kasus: PT Bank Rakyat Indonesia, Tbk).

Hasil yang didapatkan Rivai dalam penelitiannya adalah sebagai berikut:

Tabel 2.3 Hasil Penelitian Tesis Rivai

Metode	<i>Fair value saham / lembar</i>	<i>Market value saham / lembar</i>	<i>Overvalued / Undervalued</i>
FCFE	Rp. 1820	Rp. 1525	<i>Undervalued</i>
<i>Relative Valuation</i>	Rp. 1729	Rp. 1525	<i>Undervalued</i>

Sumber: Rivai, M. (2004) : Analisis Valuasi Harga Saham dengan Metode Free Cash Flow to Equity dan Relative Valuation (Studi kasus: PT Bank Rakyat Indonesia, Tbk).

Fair value saham per lembar lebih tinggi daripada *Market value* saham per lembar yang berarti hasil penelitian Rivai dengan menggunakan kedua metode diatas adalah *undervalued*.

- c. Pohan, FS. (2008): Analisis Fundamental untuk menentukan Nilai Intrinsik PT Bank Central Asia Tbk dengan menggunakan *Free Cash Flow to Equity* dan *Abnormal Earning*.

Hasil yang didapatkan Pohan dalam penelitiannya adalah sebagai berikut:

Tabel 2.3 Hasil Penelitian Tesis Pohan

Metode	<i>Fair value saham / lembar</i>	<i>Market value saham / lembar</i>	<i>Overvalued / Undervalued</i>
FCFE			
Skenario I	Rp. 1599	Rp. 2700	<i>Overvalued</i>
Skenario II	Rp. 1811	Rp. 2700	<i>Overvalued</i>
<i>Relative Valuation</i>			
Skenario I	Rp. 1595	Rp. 2700	<i>Overvalued</i>
Skenario II	Rp. 1998	Rp. 2700	<i>Overvalued</i>

Sumber: Pohan, F.S. (2004) : Analisis Fundamental untuk menentukan Nilai Intrinsik PT Bank Central Asia, Tbk dengan menggunakan *Free Cash Flow to Equity* dan *Abnormal Earning*.

Pohan menggunakan dua skenario dalam asumsi dan perhitungannya. *Fair value* saham per lembar lebih rendah daripada *Market value* saham per lembar yang berarti hasil penelitian Pohan dengan menggunakan kedua metode diatas adalah *overvalued*.

