

# PENILAIAN HARGA SAHAM PERUSAHAAN PEMBIAYAAN DI BURSA EFEK INDONESIA

**Kim Hong**

PT. Otsuka Indonesia

**Fakhruddin Nasution**

Universitas Islam Jakarta

## *Abstract*

*The purpose of multi finance companies' stock price valuation is to know their intrinsic values by performing fundamental analysis using dividend discount model, free cash flow to the firm model, free cash flow to equity model, and residual income model. Research data uses secondary data in the period of 2006-2010 which consists of Indonesian Stock Price Composite Index (IHSG), and multi finance companies' stock prices taken from Yahoo Finance; multi finance companies' financial statements taken from Indonesian Stock Exchange (BEI) reports; multi finance industry data taken from Bapepam-LK.*

*As a result of research, stock of ADMF is fair valued by using the analysis of dividend discount model; undervalued by using the analysis of free cash flow to the firm and free cash flow to equity models; overvalued by using the analysis of residual income model. Stock of BFIN is undervalued by using the analysis of dividend discount, free cash flow to the firm, and free cash flow to equity models; overvalued by using the analysis of residual income model. Stock of MFIN is overvalued by using the analysis of dividend discount and residual income models; undervalued by using the analysis of free cash flow to the firm and free cash flow to equity models. Statistic t-test shows that there are no significant differences to value stock prices using dividend discount, free cash flow to the firm, free cash flow to equity, and residual income models, therefore investment analyst or investor may use one of the chosen stock price valuation model.*

**Keywords:** *Multi finance companies, Fundamental analysis, Stock price valuation model, Intrinsic value, Required return, Investment risk*

## 1. PENDAHULUAN

Pemulihan perekonomian dunia akibat krisis keuangan global 2008 terjadi pada 2010. Pertumbuhan ekonomi dunia 2010 tercatat sebesar 5%, utamanya dipicu oleh tingginya pertumbuhan ekonomi dari negara-negara berkembang khususnya Asia sebesar 9,3% dengan Cina 10,3%, India 9,7%, dan ASEAN-5 (Indonesia, Malaysia, Filipina, Thailand, dan Vietnam) 6,7%. Pertumbuhan ekonomi Indonesia sendiri selama 2010 sebesar 6,1% yang didorong oleh tingginya konsumsi domestik dan meningkatnya ekspor Indonesia (IMF, 2010).

Kondisi ekonomi makro yang kondusif ini memberikan dampak langsung terhadap kinerja perusahaan pembiayaan 2010. Total aset industri mengalami peningkatan yang cukup pesat menjadi Rp230,3 triliun atau tumbuh sebesar 32% yang dibarengi dengan peningkatan aset pembiayaan menjadi sebesar Rp186,4 triliun atau tumbuh 31% dibandingkan tahun sebelumnya. Peningkatan kinerja ini juga diikuti dengan kebijakan selektif dan hati-hati dalam penyaluran pembiayaan sejak terjadinya krisis keuangan global 2008. Hal tersebut menjadikan risiko industri pembiayaan sejak dua tahun lalu cenderung menurun, yang ditunjukkan oleh penurunan rasio kredit macet dari 2,7% di 2008 menjadi 1,4% pada 2010 yang merupakan rasio kredit macet terendah selama lima periode terakhir (Bapepam-LK, 2010). Dari sisi profitabilitas, positifnya kinerja perusahaan pembiayaan selama 2010 diikuti dengan kenaikan laba bersih industri sebesar 14% menjadi Rp8,9 triliun dibandingkan tahun sebelumnya. Peningkatan laba bersih tersebut didorong oleh peningkatan pendapatan operasional yang bersumber dari semakin dominannya piutang pembiayaan dalam aset perusahaan pembiayaan. Dengan demikian, pertumbuhan piutang pembiayaan secara signifikan memberi dampak positif pada peningkatan laba bersih tersebut. Dari tahun ke tahun industri keuangan nonbank menunjukkan kecenderungan positif terutama perasuransian dan perusahaan pembiayaan. Di satu sisi, kapitalisasi industri perbankan terhadap Pendapatan Domestik Bruto (PDB) nominal menunjukkan kecenderungan agak menurun dalam lima tahun terakhir. Sejak 2006, persentase aset perusahaan pembiayaan terhadap PDB nominal naik sebesar 0,33% dari 3,26% pada 2006 menjadi 3,59% dari PDB nominal 2010, sedangkan persentase aset industri perbankan terhadap PDB nominal mengalami penurunan dari 51,44% menjadi 47,54% pada akhir 2010 (Bapepam-LK, 2010).

Peningkatan beberapa indikator utama pada industri perusahaan pembiayaan di atas selain dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro dalam negeri yang positif juga didorong oleh beberapa kebijakan dan langkah strategis yang telah dilakukan oleh Bapepam-LK untuk menjaga kredibilitas industri pembiayaan. Selain itu, keunggulan industri pembiayaan

merupakan nilai tambah yang mendukung berkembangnya usaha pembiayaan antara lain: skema usaha yang ditunjang oleh jaminan aset; dekatnya jaringan industri pembiayaan dengan industri manufaktur, distributor, dan pemegang merek tunggal; serta mudah dan cepatnya pelayanan ke konsumen dibandingkan dengan industri jasa keuangan yang sejenis.

Namun di balik semua itu, perusahaan pembiayaan termasuk dalam kategori industri yang sensitif terhadap perubahan suku bunga (*interest-sensitive industry*) yang sangat terkait dengan kondisi perekonomian khususnya suku bunga kredit. Bila suku bunga kredit naik, hal ini akan memberatkan cicilan kredit yang harus dibayar. Nasabah terbebani jumlah bunga kredit lebih tinggi sehingga berpotensi terjadinya kredit macet yang akhirnya berdampak pada kinerja perusahaan pembiayaan. Proyeksi perkembangan usaha dan kinerja perusahaan pembiayaan tentunya akan mempengaruhi harga saham perusahaan pembiayaan. Hal ini akan menjadi dasar bagi investor untuk mengambil keputusan investasi dalam portofolio yang telah dibuat untuk mengoptimalkan keuntungan investasi dengan melakukan evaluasi secara berkala.

Rata-rata PER (*Price to Earnings Ratio*) industri pembiayaan sebesar 7,62 kali di luar nilai PER DEFI dan INCF, sedangkan PBV (*Price to Book Value*) industri pembiayaan sebesar 1,48 kali di luar nilai PBV DEFI dan INCF (BEI, 2010). Terdapat delapan saham perusahaan pembiayaan yang memiliki PER di atas rata-rata industri pembiayaan dan terdapat sembilan saham perusahaan pembiayaan yang memiliki PBV di bawah rata-rata industri pembiayaan seperti tercantum dalam Tabel 1.1. PER saham perusahaan pembiayaan yang berada di atas rata-rata industri menunjukkan bahwa harga saham perusahaan pembiayaan secara pareto relatif mahal dibandingkan dengan rata-rata industri pembiayaan dan PBV saham perusahaan pembiayaan yang berada di bawah rata-rata industri menunjukkan bahwa harga saham perusahaan pembiayaan secara pareto relatif murah dibandingkan dengan rata-rata industri pembiayaan (Pinto et.al., 2010: 259).

Atas dasar penilaian PER dan PBV saham perusahaan pembiayaan di atas, penulis tertarik untuk melakukan penelitian lebih lanjut untuk mengetahui nilai intrinsik saham perusahaan pembiayaan dengan model penilaian diskonto dividen, penilaian arus kas bebas, dan penilaian residu laba. Model diskonto dividen menghitung nilai intrinsik saham perusahaan pembiayaan dengan mendiskonto nilai sekarang dari seluruh dividen yang diharapkan ke depannya (Bodie et.al, 2008: 406), sedangkan model penilaian arus kas bebas ekuitas menghitung nilai intrinsik saham perusahaan pembiayaan dengan mendiskonto nilai sekarang dari arus kas operasional dikurangi dengan pengeluaran modal dan pembayaran utang (Reilly dan Brown, 2009). Model penilaian residu laba menghitung nilai intrinsik saham perusahaan pembiayaan dengan menjumlahkan nilai buku ekuitas

**Tabel 1**  
**PER dan PBV Perusahaan Pembiayaan 2010**

Kode	Nama Emiten	Harga (Rp)	PER (x)	PBV (x)
ADMF	PT Adira Dinamika Multi Finance Tbk.	12.000	8,17	3,16
BPFI	PT Batavia Prosperindo Finance Tbk.	190	7,32	1,26
BFIN	PT BFI Finance Indonesia Tbk.	3.725	7,82	1,46
BBLD	PT Buana Finance Tbk.	410	9,73	0,63
CFIN	PT Clipan Finance Indonesia Tbk.	660	8,56	1,16
DEFI	PT Danasupra Erapacific Tbk.	630	26,49	1,04
INCF	PT Amstelco Indonesia Tbk.	3.075	34,20	-5,06
MFIN	PT Mandala Multifinance Tbk.	530	5,29	1,20
TRUS	PT Trust Finance Indonesia Tbk.	360	7,76	0,99
VNRA	PT Verena Multi Finance Tbk.	127	4,91	0,79
WOMF	PT Wahana Ottomitra Multiartha Tbk.	620	8,99	2,70

Sumber: BEI

saat ini dan diskonto nilai sekarang dari residu laba yang diharapkan ke depannya (Pinto et.al., 2010: 215).

Berdasarkan data yang telah diungkapkan di atas, masalah-masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini yaitu:

1. Bagaimana kondisi harga saham perusahaan pembiayaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)?
2. Sejauh mana perbedaan harga saham perusahaan pembiayaan yang tercatat di BEI dengan menggunakan model penilaian yang berbeda?

## **2. KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **2.1. Penilaian Saham**

Setiap hari investor dan manajer investasi menghadapi pertanyaan mengenai berapa nilai suatu aset yang jawabannya menentukan keberhasilan atau kegagalan dalam mencapai sasaran investasi. Penilaian adalah estimasi nilai suatu aset berdasarkan pada variabel-

variabel seperti pendapatan, arus kas, dan laba yang berkaitan dengan tingkat pengembalian investasi masa depan dibandingkan dengan aset yang sejenis (Pinto et.al., 2010: 1-3). Penilaian saham dilakukan untuk menentukan apakah saham yang akan dibeli atau dijual memberikan tingkat pengembalian investasi yang diharapkan. Nilai yang digunakan dalam penilaian saham yaitu nilai intrinsik yang dapat saja berbeda dengan harga saham yang diperdagangkan saat ini. Nilai intrinsik suatu aset didefinisikan sebagai nilai aset secara hipotesis yang diperoleh dengan memahami karakteristik investasi aset tersebut. Menurut Bodie et.al. (2008: 404), nilai intrinsik adalah nilai sekarang dari arus kas neto perusahaan yang diharapkan di masa depan didiskontokan dengan imbal hasil yang diinginkan. Faktor penentu nilai intrinsik saham: (1) pertumbuhan arus kas perusahaan yang diharapkan dan (2) risiko investasi dan tingkat diskonto yang sesuai (Reilly dan Brown, 2009).

Bagi sebagian investor, estimasi nilai intrinsik mencerminkan nilai sebenarnya yang diharapkan oleh investor tersebut. Jika seorang investor mengasumsikan harga pasar saham saat ini mencerminkan nilai intrinsiknya, penilaian mengacu pada harga pasar. Analisis investasi mencari adanya perbedaan harga antara harga pasar saham yang diperdagangkan saat ini dengan nilai intrinsiknya apakah harga pasar saham saat ini berada di bawah nilai intrinsiknya atau melebihi nilai intrinsiknya untuk memperoleh tingkat pengembalian investasi yang positif dibandingkan dengan tingkat risiko yang ditanggung. Untuk memperoleh estimasi nilai intrinsik, seorang analis investasi melakukan ramalan terhadap pendapatan atau arus kas dan menggunakan model penilaian saham yang dipilih seperti model penilaian diskonto dividen, arus kas bebas, dan residu laba. Investor sebaiknya melakukan investasi jika harga pasar suatu saham melebihi nilai intrinsiknya. Sebaliknya, jika nilai intrinsik suatu saham melebihi harga pasar saham saat ini, investor sebaiknya melakukan investasi pada saham tersebut (Reilly dan Brown, 2009).

## **2.2. Analisis Fundamental Saham**

Analisis fundamental merupakan studi nilai saham menggunakan data utama seperti laba, penjualan, risiko, dan sebagainya yang berdasarkan pada premis bahwa sekuritas dan pasar secara keseluruhan memiliki nilai intrinsik yang diestimasi oleh investor terkait dengan imbal hasil yang diharapkan dan risiko yang ditanggung (Jones, 2004: 302-303). Menurut Bodie. et.al. (2008, hal. 237), analisis fundamental menggunakan proyeksi pendapatan dan dividen suatu perusahaan, perkiraan suku bunga di masa yang akan datang, dan penilaian risiko dari suatu perusahaan untuk menentukan harga saham yang wajar. Hal ini dilakukan dengan menghitung nilai diskonto sekarang dari seluruh pembayaran yang diterima pemegang saham untuk setiap saham. Jika nilainya melebihi harga saham, analisis fundamental

akan memberikan rekomendasi untuk membeli saham tersebut, sebaliknya jika nilainya berada di bawah harga saham, rekomendasi yang diberikan adalah menjual saham tersebut.

Tujuan dari analisis fundamental yaitu untuk mengidentifikasi saham-saham yang harganya tidak sesuai secara relatif terhadap ukuran nilai sebenarnya yang diperoleh dari data keuangan yang diobservasi. Nilai sebenarnya hanya dapat diestimasi. Dalam praktik, analisis saham menggunakan model untuk mengestimasi nilai fundamental saham perusahaan dan kompetitornya. Model penilaian ini berbeda dalam data tertentu dan tingkat kecanggihan teoritis yang digunakan, namun gagasan penilaian yang digunakan sebanding dalam hubungan antara harga dengan berbagai faktor penentu nilai untuk perusahaan yang sejenis.

Menurut Jones (2004: 304-307) dan Reilly dan Brown (2009), terdapat dua pendekatan yang digunakan untuk melakukan analisis fundamental yaitu pendekatan dari bawah ke atas (*bottom-up approach*) dan pendekatan dari atas ke bawah (*top-down approach*). Pendekatan dari bawah ke atas merupakan pendekatan analisis fundamental yang fokus secara langsung pada fundamental perusahaan yang menganalisis informasi seperti produk, posisi kompetitif, dan kondisi keuangan yang tertuju pada estimasi potensi laba dan nilai pasar perusahaan. Pendekatan dari bawah ke atas menekankan pada memilih dan menemukan saham yang nilai intrinsiknya melebihi harga saham saat ini dan saham tersebut memberikan imbal hasil yang sangat tinggi dibandingkan dengan ramalan pasar dan industri. Pendekatan ini membutuhkan waktu dan usaha yang besar melakukan analisis data keuangan yang diperlukan untuk memahami karakteristik perusahaan yang ditujukan untuk menemukan perusahaan-perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan jangka panjang yang baik dan membuat estimasi laba yang akurat.

Pendekatan dari atas ke bawah merupakan pendekatan analisis fundamental yang dimulai dengan menganalisis kondisi ekonomi dan pasar saham secara keseluruhan untuk menentukan waktu yang tepat untuk melakukan investasi; menganalisis sektor-sektor industri untuk menentukan industri-industri yang memiliki prospek terbaik ke depannya; dan akhirnya menganalisis perusahaan yang dituju. Pendekatan dari atas ke bawah menekankan bahwa kondisi ekonomi dan industri mempengaruhi imbal hasil dan nilai intrinsik saham.

Analisis fundamental pada level perusahaan terkait dengan analisis keuangan untuk mengestimasi nilai intrinsik saham perusahaan (Jones, 2004: 387). Investor dapat menganalisis dan membandingkan kinerja perusahaan dengan industrinya, menggunakan rasio keuangan dan nilai arus kas. Rasio keuangan berfungsi untuk mengukur kinerja dan risiko perusahaan yang digunakan dalam penilaian saham untuk mengestimasi pertumbuhan laba yang diharapkan, arus kas, atau dividen dan imbal hasil saham yang diharapkan. Investor menilai prospek kinerja perusahaan ke depannya kemudian menentukan nilai

intrinsik saham perusahaan dan membandingkannya dengan harga pasar saham saat ini (Reilly dan Brown, 2009).

### **2.3. Model Penilaian Diskonto Arus Kas**

Model penilaian diskonto arus kas adalah model untuk menentukan nilai intrinsik saham dengan mengestimasi nilai saham yang dapat dibandingkan dengan harga pasar saham yang mendiskonto arus kas masa depan pada imbal hasil yang diharapkan investor (Pinto et.al., 2010: 18; Jones, 2004: 249). Model penilaian diskonto arus kas terdiri dari: model diskonto dividen (*dividend discount*), arus kas bebas ekuitas (*free cash flow to equity*), arus kas bebas perusahaan (*free cash flow to the firm*), dan residu laba (*residual income*). Model diskonto arus kas mengharuskan investor untuk mengestimasi imbal hasil investasi yang diharapkan dengan tepat dan mengestimasi jumlah dan waktu dari arus kas masa depan (Reilly dan Brown, 2009; Jones, 2004: 249). Perbedaannya terletak pada variabel estimasi arus kas masa depan yaitu: model diskonto dividen menggunakan dividen sebagai arus kas yang didistribusikan ke pemegang saham; model arus kas bebas ekuitas menggunakan arus kas bebas yang tersedia untuk pemegang saham setelah dilakukan pembayaran kepada kreditur; model arus kas bebas perusahaan menggunakan arus kas bebas yang tersedia untuk pemegang saham biasa, pemegang obligasi, dan pemegang saham preferen; model residu laba berdasarkan laba bersih setelah dikurangi biaya modal dari nilai buku ekuitas yang diinvestasikan pada perusahaan (Pinto et.al., 2010: 18-19; Reilly dan Brown, 2009; Lundholm dan Sloan, 2004: 183; Damodaran, 2006).

### **2.4. Hasil Penelitian Terdahulu**

Karpavicius dan Yu (2012) melakukan uji hipotesis arus kas bebas atas pengaruh meningkatnya kepemilikan saham institusi pada karakteristik utama perusahaan dan menemukan bahwa meningkatnya kepemilikan saham institusi menurunkan *debt leverage* dan rasio pembayaran dividen (*dividend yield*) yang akan meningkatkan arus kas dan nilai perusahaan. Dambra et.al. (2011) meneliti mengenai proyeksi arus kas terhadap harga saham dan menemukan bahwa ketepatan proyeksi arus kas tergantung pada penilaian manajemen dan faktor-faktor ekonomi seperti risiko litigasi, kinerja arus kas aktual, daya saing industri, dan proyeksi arus kas sebelumnya yang akan mempengaruhi harga saham.

Olweny (2011) menemukan bahwa model diskonto dividen tidak memiliki realibilitas dalam penilaian saham karena terdapat perbedaan signifikan antara estimasi harga saham dibandingkan dengan harga saham saat ini. Perbedaan ini timbul terkait dengan pasar

**Tabel 2**  
**Perbedaan Model Penilaian Diskonto Arus Kas**

<b>Model Penilaian</b>	<b>Estimasi Arus Kas</b>	<b>Tingkat Diskonto</b>	<b>Penerapan Model</b>
Diskonto dividen	Dividen yang diharapkan	Imbal hasil saham yang diharapkan menggunakan CAPM yaitu imbal hasil bebas risiko + beta saham x (imbal hasil pasar saham – imbal hasil bebas risiko)	Perusahaan membayar dividen kepada pemegang saham
Arus kas bebas perusahaan	Arus kas bebas perusahaan (FCFF) dihitung: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Laba bersih + biaya non-kas bersih + biaya bunga x (1 – tarif pajak) – investasi aset tetap – investasi modal kerja, atau</li> <li>• Arus kas operasi + biaya bunga x (1 – tarif pajak) – investasi aset tetap, atau</li> <li>• Laba sebelum bunga dan pajak x (1 – tarif pajak) + pembayaran kembali pokok utang – penerbitan utang baru + dividen saham preferen</li> </ul>	Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) yaitu proporsi nilai pasar utang x biaya utang x (1 – tarif pajak) + proporsi nilai pasar saham x imbal hasil saham yang diharapkan  Biaya utang = (% biaya bunga utang + % risiko gagal bayar kredit diukur dari peringkat obligasi) x (1 – tarif pajak)	Perusahaan tidak membayar dividen kepada pemegang saham
Arus kas bebas ekuitas	Arus kas bebas ekuitas (FCFE) dihitung: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Laba bersih + biaya non-kas bersih – investasi aset tetap – investasi modal kerja + pinjaman bersih, atau</li> <li>• Arus kas operasi – investasi aset tetap + pinjaman bersih, atau</li> <li>• Arus kas bebas perusahaan – biaya bunga x (1 – tarif pajak) + pinjaman bersih</li> </ul>	Imbal hasil saham yang diharapkan menggunakan CAPM yaitu imbal hasil bebas risiko + beta saham x (imbal hasil pasar saham – imbal hasil bebas risiko)	Perusahaan tidak membayar dividen kepada pemegang saham
Residu laba	Residu laba yang diharapkan dihitung dari laba bersih dikurangi dengan biaya modal dari nilai buku ekuitas yang diinvestasikan pada perusahaan.	Imbal hasil saham yang diharapkan menggunakan CAPM yaitu imbal hasil bebas risiko + beta saham x (imbal hasil pasar saham – imbal hasil bebas risiko)	Perusahaan memiliki arus kas bebas perusahaan dan arus kas bebas ekuitas yang negatif

saham yang tidak efisien, tingkat diskonto yang tidak tepat, perbedaan informasi, pengukuran, dan penilaian saham. Andrews et.al. (2010) menyatakan bahwa investor tergantung pada laporan keuangan untuk menilai jumlah dan waktu arus kas masa depan. Harga pasar saham membentuk estimasi pasar dari diskonto arus kas masa depan. Penelitian dilakukan terhadap perhitungan arus kas operasi per saham dan mengukur imbal hasil intern perusahaan dibagi dengan arus kas operasi per saham yang merupakan informasi yang penting dan dapat memberikan investor suatu alat penilaian saham.

Franz (2010) menyatakan bahwa perubahan dividen atau laba terkait secara langsung dengan kegiatan ekonomi yang diukur dari perubahan PDB. Resesi atau ekspansi ekonomi akan menurunkan atau meningkatkan nilai intrinsik dari arus dividen atau laba yang diharapkan. Nilai intrinsik saham berubah menunjukkan bahwa tingkat konsistensi pasar modal yang tinggi telah mengantisipasi kontraksi dan ekspansi ekonomi. Subramanyan (2010) menyatakan bahwa para investor cenderung mengukur pasar saham dengan menggunakan analisis fundamental dan analisis teknikal yang dapat dikombinasikan penggunaannya. Pendekatan fundamental saham tergantung pada faktor-faktor seperti laba, pertumbuhan laba, atau rasio penilaian untuk memilih sekuritas. Pendekatan teknikal saham menggunakan rata-rata bergerak harga saham, pola volume perdagangan saham, atau harga yang tembus (*price breakout*). Integrasi pendekatan fundamental dan teknikal saham membantu kesuksesan investor dalam memilih sekuritas dan memperbaiki manajemen portofolio karena investor melihat gambaran holistik dari kesempatan investasi yang ada.

Bailey et.al. (2008) meneliti mengenai perbedaan model penilaian arus kas bebas, dividen, dan residu laba, menemukan bahwa model diskonto dividen memerlukan proyeksi imbal hasil masa depan dan nilai akhir (*terminal value*) yang memberikan estimasi nilai perusahaan yang tepat. Kesalahan penilaian (*valuation error*) diminimalkan dengan menghitung nilai akhir atas dasar pertumbuhan dividen masa depan. Berbeda dengan model residu laba yang tidak memerlukan proyeksi imbal hasil yang terlalu panjang ke depannya karena menimbulkan kesulitan dalam memproyeksi imbal hasil masa depan seiring dengan semakin lamanya periode proyeksi dan nilai akhir atas dasar imbal hasil masa depan yang konstan atau tingkat pertumbuhan residu laba yang rendah dapat digunakan sebagai dasar proyeksi model residu laba. Model penilaian arus kas bebas sulit untuk diinterpretasikan karena terkait dengan desain penelitian atas dasar ukuran imbal hasil arus kas bebas yang dipengaruhi oleh periode investasi masa depan yang sesungguhnya dan eliminasi pertumbuhan investasi dapat mempengaruhi perhitungan imbal hasil arus kas bersih.

Gupta dan Parikh (2008) mengungkapkan bahwa model penilaian residu laba dapat digunakan untuk memperoleh estimasi imbal hasil saham yang diharapkan dan tingkat

pertumbuhan residu laba yang terkait dengan harga saham saat ini, nilai buku saham, dan laba akuntansi yang menggunakan data keuangan perusahaan. Investor harus memahami karakteristik operasional dan bisnis perusahaan yang mempengaruhi laba di masa depan untuk menilai residu laba yang diharapkan.

Gentry et.al. (2003) meneliti mengenai nilai intrinsik dengan menggunakan model penilaian terintegrasi berupa ekuitas, utang, dan nilai perusahaan dan menemukan bahwa penilaian terintegrasi memberikan landasan konseptual untuk menilai kredibilitas tingkat pertumbuhan yang digunakan untuk mengestimasi nilai akhir suatu saham yang menjelaskan penyebab nilai intrinsik saham yang diestimasi dengan model diskonto dividen tidak sama dengan nilai intrinsik saham yang diestimasi dengan model arus kas bebas ekuitas ditambah dengan arus kas bebas utang. Perbedaan nilai intrinsik timbul akibat dari estimasi arus kas masa depan yang diharapkan berbeda. Sistem penilaian terintegrasi merekonsiliasi dilema penilaian saham dengan menentukan tingkat pertumbuhan dividen dan tingkat pertumbuhan perusahaan yang mempengaruhi perbedaan perhitungan di antara model-model tersebut.

Jiang (2002) menguji secara empiris perbedaan model residu laba dan model diskonto dividen dan menemukan bahwa nilai buku saham dan laba akuntansi dalam model residu laba mengandung informasi yang lebih berguna dibandingkan dengan nilai dividen saja. Model diskonto dividen dapat menjelaskan volatilitas harga saham namun tidak dapat menjelaskan pergerakan harga saham yang dinamis, sedangkan model residu laba memprediksi imbal hasil saham yang diharapkan terkait dengan rasio harga saham terhadap nilai buku (PBV) dan rasio harga saham terhadap laba (PER).

Pastor dan Veronesi (2002) meneliti mengenai pendekatan penilaian saham yang berpengaruh terhadap tingkat profitabilitas dan menjelaskan bahwa rasio harga pasar terhadap nilai buku meningkat dengan ketidakpastian profitabilitas rata-rata, khususnya terkait dengan perusahaan yang tidak membagikan dividen. Rasio harga pasar terhadap nilai buku diprediksi turun terkait dengan perusahaan yang masih baru. Prediksi ini telah dibuktikan secara empiris. Data penelitian juga mendukung hasil prediksi bahwa saham yang baru dan saham yang tidak membagikan dividen akan mempunyai imbal hasil yang berfluktuasi. Fluktuasi profitabilitas perusahaan menjelaskan peningkatan rata-rata volatilitas imbal hasil yang tidak wajar.

Tham (2001) meneliti mengenai ekuivalensi antara diskonto arus kas dan residu laba dan menemukan bahwa model diskonto arus kas dan residu laba menghasilkan nilai dan imbal hasil investasi yang sama, sehingga pemilihan di antara kedua model penilaian harga saham tersebut ditentukan oleh tersedianya informasi relevan yang akan digunakan dalam penilaian harga saham.

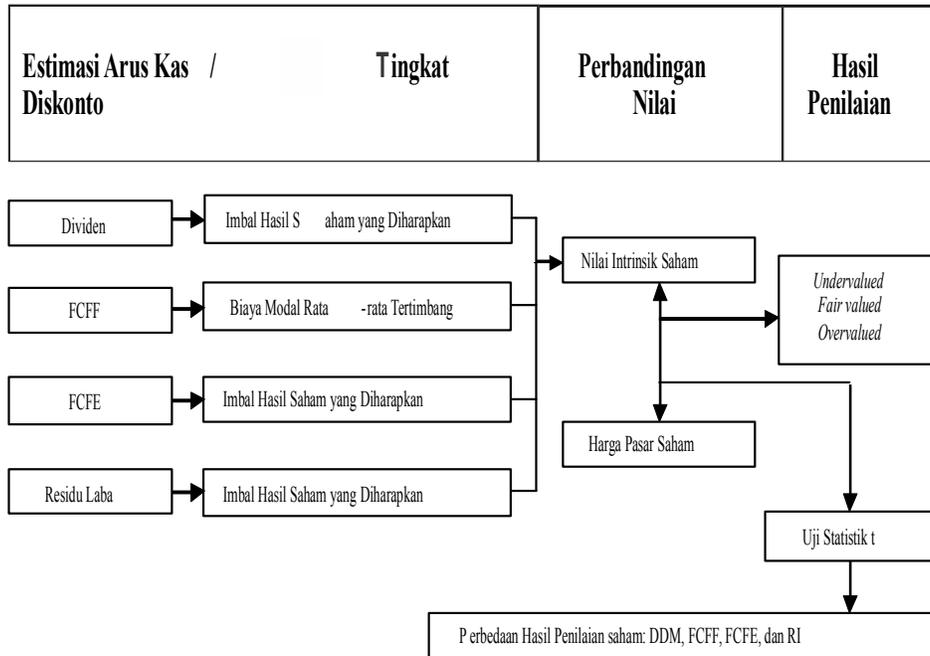
Courteau et.al. (2000) meneliti mengenai ekuivalensi pendekatan dividen, arus kas, dan residu laba terhadap penilaian saham dengan menerapkan persamaan nilai akhir yang ideal, menemukan bahwa model penilaian harga saham dengan menggunakan proyeksi harga dalam nilai akhir menghasilkan kesalahan harga terendah dibandingkan dengan model penilaian harga saham yang menggunakan nilai akhir yang tidak berdasarkan harga (*non price-based terminal value*) dengan asumsi tingkat pertumbuhan arbitrase. Sharp (2000) meneliti mengenai efek inflasi terhadap penilaian saham dan imbal hasil jangka panjang yang diharapkan dan mengungkapkan bahwa estimasi imbal hasil jangka panjang yang diharapkan disusun dengan menggabungkan proyeksi laba ke varians model rasio harga dividen. Hubungan yang negatif antara penilaian saham dan inflasi yang diharapkan berdampak pada: (1) peningkatan inflasi yang diharapkan sesuai dengan tingkat pertumbuhan laba riil yang diharapkan lebih rendah dan (2) imbal hasil riil yang diharapkan lebih tinggi. Laba menimbulkan hubungan yang negatif antara inflasi yang diharapkan dengan tingkat pertumbuhan laba jangka panjang yang diharapkan. Kenaikan satu persen pada inflasi yang diharapkan diestimasi akan meningkatkan kira-kira satu persen imbal hasil saham yang diharapkan secara rata-rata akan berdampak pada dua puluh persen penurunan harga saham. Faktor inflasi pada imbal hasil saham yang diharapkan juga berpengaruh pada imbal hasil pasar uang jangka panjang sebagai akibat dari pengaruh dari inflasi yang diharapkan pada premi saham jangka panjang.

#### **2.4. Kerangka Berpikir**

Penelitian mengenai penilaian harga saham perusahaan pembiayaan di BEI dibagi menjadi dua bagian yaitu: (1) menghitung nilai intrinsik saham perusahaan pembiayaan dengan menggunakan model diskonto dividen, arus kas bebas perusahaan, arus kas bebas ekuitas, dan residu laba untuk menentukan apakah saham perusahaan pembiayaan *undervalued*, *fair valued*, atau *overvalued* dibandingkan harga pasar saham saat ini; (2) membandingkan hasil penilaian harga saham apakah terdapat perbedaan rata-rata antara model diskonto dividen, arus kas bebas perusahaan, arus kas bebas ekuitas, dan residu laba. Penelitian ini diungkapkan dalam skema kerangka berpikir gambar 1.

#### **2.5. Hipotesis Penelitian**

Penelitian ini merumuskan hipotesis untuk membandingkan perbedaan rata-rata hasil penilaian harga saham perusahaan pembiayaan dengan menggunakan model diskonto dividen ( $\mu_1$ ), arus kas bebas perusahaan ( $\mu_2$ ), arus kas bebas ekuitas ( $\mu_3$ ), dan residu laba ( $\mu_4$ ) yaitu:



**Gambar 1**  
**Skema Kerangka Pemikiran**

$H_0$  : Tidak ada perbedaan rata-rata hasil penilaian harga saham perusahaan pembiayaan dengan menggunakan model diskonto dividen ( $\mu_1$ ), arus kas bebas perusahaan ( $\mu_2$ ), arus kas bebas ekuitas ( $\mu_3$ ), dan residu laba ( $\mu_4$ )

$H_1$  : Terdapat perbedaan rata-rata dari hasil penilaian harga saham perusahaan pembiayaan dengan menggunakan model diskonto dividen ( $\mu_1$ ), arus kas bebas perusahaan ( $\mu_2$ ), arus kas bebas ekuitas ( $\mu_3$ ), dan residu laba ( $\mu_4$ ).

### 3. METODOLOGI PENELITIAN

Jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian deskriptif yang bertujuan untuk menggambarkan secara sistematis fakta dan karakteristik objek yang diteliti (Zikmund et.al., 2009:55). Di samping itu, penelitian ini juga merupakan penelitian verifikatif yaitu bertujuan untuk mengetahui hubungan antar-variabel melalui suatu pengujian hipotesis yang telah dirumuskan.

Teknik analisis penelitian yang digunakan adalah analisis fundamental saham dengan menggunakan model penilaian diskonto dividen pertumbuhan tiga tahap, arus kas bebas perusahaan pertumbuhan tiga tahap, arus kas bebas ekuitas pertumbuhan tiga tahap, dan residu laba multi-pertumbuhan yang ditujukan untuk menghitung nilai intrinsik saham perusahaan pembiayaan. Pemilihan model penilaian saham multi-pertumbuhan (*multi-stage stock valuation model*) karena perusahaan pembiayaan yang dijadikan sampel yaitu ADMF, BFIN, dan MFIN memiliki pertumbuhan yang tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi dan rata-rata industri pembiayaan, sehingga tingkat pertumbuhan dividen, arus kas bebas perusahaan, arus kas bebas ekuitas, dan residu laba diproyeksikan dengan tiga tahap pertumbuhan yaitu pertumbuhan tinggi kemudian melambat menuju masa transisi dan akhirnya ke tahap mapan yang stabil dalam jangka panjang. Data penelitian yang digunakan untuk menilai harga saham perusahaan pembiayaan adalah data sekunder dalam kurun waktu 2006-2010 yang mencakup data IHSG dan harga saham perusahaan pembiayaan yang diperoleh dari Yahoo Finance; data laporan keuangan yang diperoleh dari laporan BEI; data industri pembiayaan yang diperoleh dari Bapepam-LK. Berikut ini model penilaian saham yang digunakan dalam penelitian ini yaitu:

1. Model diskonto dividen pertumbuhan tiga tahap:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{EPS_0 \times (1 + g_s)^t \times II_s}{(1 + r)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=0} \frac{D_t}{(1 + r)^t} + \frac{EPS_{n2} \times (1 + g_t) \times II_t}{(r - g_t) (1 + r)^n}$$

di mana:

- $V_0$  = nilai saham saat ini, pada  $t = 0$
- EPS = laba per lembar saham
- $D_t$  = dividen yang diharapkan
- $r$  = imbal hasil saham yang diharapkan

- $g_s$  = tingkat pertumbuhan dividen yang luar biasa dalam jangka pendek
- $g_t$  = tingkat pertumbuhan dividen tahunan yang normal dalam jangka panjang
- $\Pi_s$  = rasio pembayaran dividen pada tahap pertumbuhan tinggi
- $\Pi_n$  = rasio pembayaran dividen pada tahap pertumbuhan stabil
- $n_1$  = periode pertumbuhan tinggi

2. Model arus kas bebas perusahaan pertumbuhan tiga tahap:

$$\text{Nilai perusahaan} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{FCFF}_{n+1}}{(1 + \text{WACC})^n} + \frac{\text{FCFF}_{n+2}}{(\text{WACC} - g)}$$

$$\text{Nilai saham} = \frac{\text{nilai perusahaan} - \text{nilai pasar utang perusahaan}}{\text{jumlah saham yang beredar}}$$

dimana:

FCFF = laba bersih + biaya non-kas bersih + biaya bunga (1 – tarif pajak) – investasi aset tetap – investasi modal kerja, atau

$g$  = pertumbuhan konstan arus kas bebas perusahaan

WACC = biaya modal rata-rata tertimbang

$$\text{WACC} = \frac{\text{nilai pasar utang}}{\text{nilai pasar utang} + \text{nilai pasar saham}} r_d (1 - \text{tarif pajak})$$

$$+ \frac{\text{nilai pasar saham}}{\text{nilai pasar utang} + \text{nilai pasar saham}} r$$

3. Model arus kas bebas ekuitas pertumbuhan tiga tahap:

$$\text{Nilai saham} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + r)^t} + \frac{\text{FCFE}_{n+1}}{(1 + r)^n} + \frac{\text{FCFE}_{n+2}}{r - g}$$

$$\text{Nilai saham/lembar} = \frac{\text{total nilai saham}}{\text{jumlah saham yang beredar}}$$

dimana:

FCFE = laba bersih + biaya non-kas bersih – investasi aset tetap – investasi modal kerja + pinjaman bersih, atau

r = imbal hasil saham yang diharapkan

g = pertumbuhan konstan arus kas bebas ekuitas

4. Model residu laba multi-pertumbuhan:

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(E_t - rB_{t-1})}{(1+r)^t} + \frac{P_T - B_T}{(1+r)^T}$$

dimana:

$V_0$  = nilai saham saat ini, pada  $t = 0$

$B_0$  = nilai buku per lembar saham saat ini

$B_t$  = nilai buku per lembar saham yang diharapkan pada waktu t

$E_t$  = laba per lembar saham yang diharapkan pada periode t

$RI_t$  = residu laba per lembar saham yang diharapkan

ROE = tingkat pengembalian ekuitas

r = imbal hasil saham yang diharapkan

$P_T - B_T$  = premi nilai buku

Penelitian ini menggunakan uji statistik t untuk menguji perbedaan rata-rata hasil penilaian harga saham perusahaan pembiayaan dengan menggunakan model diskonto dividen ( $\mu_1$ ), arus kas bebas perusahaan ( $\mu_2$ ), arus kas bebas ekuitas ( $\mu_3$ ), dan residu laba ( $\mu_4$ ). Rumus uji statistik t dari populasi yang independen yaitu:

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2 - (\mu_1 - \mu_2)}{(Sp^2 (1/n_1 + 1/n_2))^{1/2}}$$

dimana:

$$Sp^2 = \frac{(n_1 - 1) S_1^2 + (n_2 - 1) S_2^2}{(n_1 - 1) + (n_2 - 1)}$$

$S_p^2$	= kumpulan varians
$\bar{X}_1$	= rata-rata sampel yang diambil dari populasi ke-1
$S_1^2$	= varians sampel yang diambil dari populasi ke-1
$n_1$	= ukuran sampel yang diambil dari populasi ke-1
$\bar{X}_2$	= rata-rata sampel yang diambil dari populasi ke-2
$S_2^2$	= varians sampel yang diambil dari populasi ke-2
$n_2$	= ukuran sampel yang diambil dari populasi ke-2

Uji statistik t mengikuti distribusi t dengan  $n_1 + n_2 - 2$  derajat kebebasan dengan level signifikansi  $\alpha$  yang ditentukan dalam uji dua sisi  $H_0$  ditolak jika uji statistik t yang dimasukkan lebih besar dari nilai kritis batas atas distribusi t atau jika uji statistik t yang dimasukkan kurang dari nilai kritis batas bawah distribusi t.  $H_0$  diterima jika berada dalam rentang nilai kritis distribusi t.

#### 4. HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

##### 4.1. PT Adira Dinamika Multi Finance Tbk. (ADMF)

Atas dasar analisis kinerja keuangan ADMF 2006-2010, perusahaan ini memiliki prospek pertumbuhan positif yang ditunjukkan dengan pertumbuhan pendapatan rata-rata sebesar 17,90%, lebih tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan pendapatan rata-rata industri pembiayaan yang hanya sebesar 11,75%. Pertumbuhan pendapatan perusahaan didukung dengan meningkatnya piutang pembiayaan neto rata-rata sebesar 38,44% pada 2006-2010. Laba bersih rata-rata perusahaan juga meningkat sebesar 33,37%, lebih tinggi dibandingkan dengan peningkatan laba rata-rata industri pembiayaan yang hanya sebesar 18,38%. Struktur permodalan rata-rata ADMF dibiayai dengan utang sebesar 53,25% dan modal saham sebesar 46,75%. Pembiayaan utang rata-rata sebesar 53,25% tersebut terdiri dari 54,35% utang obligasi, 7,48% utang bank, dan 38,17% utang kepada pihak yang berkepentingan (*stakeholder*). Marjin laba bersih rata-rata sebesar 32,01% dengan tingkat pengembalian ekuitas (ROE) rata-rata sebesar 54,57% dan *dividend payout ratio* rata-rata sebesar 47%.

Arus kas operasional perusahaan sebesar -3,22x terhadap laba bersih secara rata-rata pada 2006-2007. Arus kas operasional perusahaan sebesar -6,67x terhadap laba bersih pada 2010, menurun secara drastis dibandingkan dengan 2006-2009 yang berada pada rentang -1,22x sampai dengan -3,25x. Penurunan drastis tersebut terutama berasal dari

transaksi pembiayaan konsumen sebesar Rp.27,59 triliun pada 2010, meningkat 79,38% dibandingkan 2009. Ditinjau dari sudut arus kas pendanaan, pinjaman bank yang diterima dan obligasi yang diterbitkan pada 2010 masing-masing sebesar Rp.22,52 triliun dan Rp.2,00 triliun yang digunakan untuk pembayaran pinjaman bank sebesar Rp.14,42 triliun, dividen kas sebesar Rp.242,48 miliar, pembayaran pokok obligasi sebesar Rp.136,00 miliar, sisanya sebesar Rp.9,72 triliun digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan dana investasi pada aset tetap. *Dividen payout ratio* hanya sebesar 20% pada 2009, namun menjadi 65% pada 2010 yang ditujukan untuk mempertahankan tingkat dividen yang dibayarkan oleh perusahaan. Struktur permodalan pada 2010 dibiayai dengan utang sebesar 50,07% dan modal saham sebesar 49,93%, relatif stabil dengan struktur permodalan rata-rata 2006-2010 sebesar 53,25% dibiayai dengan utang dan 46,75% dibiayai dengan modal saham. Pinjaman bank turun sebesar 77,78% dari Rp.225,00 miliar pada 2009 menjadi Rp.50,00 miliar pada 2010 dan utang obligasi naik sebesar 274,56% dari Rp.676,85 miliar pada 2009 menjadi Rp.2,54 triliun. Biaya bunga perusahaan meningkat sebesar 9,19% dari Rp.123,62 miliar pada 2009 menjadi Rp.134,99 miliar pada 2010. Perusahaan cenderung memanfaatkan utang untuk melakukan ekspansi pembiayaan yang akan meningkatkan paparan risiko terjadinya beban utang tinggi yang dapat mempengaruhi kinerja dan arus kas perusahaan dalam jangka panjang.

Nilai intrinsik saham ADMF diringkaskan sebagai berikut:

**Tabel 3**  
**Nilai Intrinsik Saham ADMF**

<b>Penilaian Harga Saham</b>	<b>Nilai Intrinsik</b>	<b>Harga Saham</b>	<b>Selisih Harga</b>	<b>Rekomendasi</b>
Diskonto dividen	12.000	12.000	0	Pegang
Arus kas bebas perusahaan	13.200	12.000	1.200	Beli
Arus kas bebas ekuitas	13.200	12.000	1.200	Beli
Residu laba	9.650	12.000	-2.350	Jual

Catatan: Harga saham ADMF adalah harga penutupan saham ADMF per 31 Desember 2010

Perbedaan nilai intrinsik saham ADMF antar-model penilaian harga saham disebabkan oleh adanya perbedaan estimasi arus kas masa depan yang didiskontokan. Saham ADMF direkomendasikan untuk dijual karena nilai intrinsiknya lebih rendah dibandingkan dengan harga saham penutupan per 31 Desember 2010. Nilai intrinsik saham ADMF dengan menggunakan model penilaian harga saham diskonto dividen sebesar Rp12.000 mencerminkan harga penutupan saham ADMF per 31 Desember 2010 serta nilai intrinsik saham ADMF dengan menggunakan model penilaian harga saham arus kas bebas perusahaan dan arus kas bebas ekuitas sebesar Rp13.200, dinilai *undervalued* dibandingkan harga penutupan saham ADMF per 31 Desember 2010 terkait dengan potensi pertumbuhan usaha perusahaan dalam jangka panjang.

#### 4.1. PT BFI Finance Indonesia Tbk. (BFIN)

Atas dasar analisis kinerja keuangan BFIN 2006-2010, perusahaan ini memiliki prospek pertumbuhan positif yang ditunjukkan dengan pertumbuhan pendapatan rata-rata sebesar 26,54%, lebih tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan pendapatan rata-rata industri pembiayaan yang hanya sebesar 11,75%. Pertumbuhan pendapatan perusahaan didukung dengan meningkatnya piutang pembiayaan neto rata-rata sebesar 27,54% pada 2006-2010. Laba bersih rata-rata perusahaan juga meningkat sebesar 22,09%, lebih tinggi dibandingkan dengan peningkatan laba rata-rata industri pembiayaan yang hanya sebesar 18,38%. Struktur permodalan rata-rata BFIN dibiayai dengan utang sebesar 45,18% dan modal saham sebesar 54,82%. Pembiayaan utang rata-rata sebesar 45,18% tersebut terdiri dari 79,34% utang bank, 6,46% utang obligasi, dan 14,20% utang kepada pihak yang berkepentingan (*stakeholder*). Marjin laba bersih rata-rata sebesar 43,05% dengan tingkat pengembalian ekuitas (ROE) rata-rata sebesar 18,91% dan *dividend payout ratio* rata-rata sebesar 34,58%.

Arus kas operasional perusahaan sebesar 0,08x terhadap laba bersih secara rata-rata pada 2006-2007. Arus kas operasional perusahaan sebesar 4,47x terhadap laba bersih pada 2009 dan -1,66x pada 2010. Penurunan arus kas bebas perusahaan dari 4,47x ke -1,66x ini disebabkan oleh meningkatnya transaksi pembiayaan yang baru dari Rp1,97 triliun pada 2009 menjadi Rp4,15 triliun pada 2010 atau naik 110,68%. Di tinjau dari sudut arus kas pendanaan, pinjaman bank yang diterima dan obligasi yang diterbitkan pada 2010 masing-masing sebesar Rp1,61 triliun dan Rp160,00 miliar yang digunakan untuk pembayaran pinjaman bank sebesar Rp734,04 miliar, biaya bunga sebesar Rp144,22 miliar, dividen kas sebesar Rp102,39 miliar, biaya emisi obligasi sebesar Rp1.59 miliar, dan sisanya sebesar Rp787,88 miliar digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan dan investasi pada aset tetap. *Dividend payout ratio* sebesar 35,00% pada 2010, relatif stabil

dengan *dividend payout ratio* rata-rata 2006-2010 sebesar 34,58%. Struktur permodalan pada 2010 dibiayai dengan utang sebesar 49,85% dan modal saham sebesar 50,15%, relatif stabil dengan struktur permodalan rata-rata 2006-2010 sebesar 45,18% dibiayai dengan utang dan 54,82% dibiayai dengan modal saham. Pinjaman bank naik sebesar 142,52% dari Rp656,66 miliar pada 2009 menjadi Rp1,59 triliun pada 2010 dan timbul utang obligasi sebesar Rp159,15 miliar pada 2010. Biaya bunga perusahaan menurun sebesar 19,65% dari Rp180,13 miliar pada 2009 menjadi Rp144,73 miliar pada 2010 yang disebabkan oleh adanya pelunasan obligasi sebesar Rp105,50 miliar dan pembelian kembali obligasi sebesar Rp94,50 miliar pada 2009.

Nilai intrinsik saham BFIN diringkaskan sebagai berikut:

**Tabel 4**  
**Nilai Intrinsik Saham BFIN**

<b>Penilaian Harga Saham</b>	<b>Nilai Intrinsik</b>	<b>Harga Saham</b>	<b>Selisih Harga</b>	<b>Rekomendasi</b>
Diskonto dividen	3.950	3.725	225	Beli
Arus kas bebas perusahaan	5.225	3.725	1.500	Beli
Arus kas bebas ekuitas	5.225	3.725	1.500	Beli
Residu laba	2.675	3.725	-1.050	Jual

Catatan: Harga saham BFIN adalah harga penutupan saham BFIN per 31 Desember 2010

Nilai intrinsik saham BFIN yang tercantum dalam perhitungan antar-model penilaian harga saham menghasilkan nilai intrinsik saham yang berbeda. Perbedaan nilai intrinsik saham BFIN antar-model penilaian harga saham disebabkan oleh adanya perbedaan estimasi arus kas masa depan yang didiskontokan.

Saham BFIN direkomendasikan untuk dijual karena nilai intrinsiknya lebih rendah dibandingkan dengan harga saham penutupan per 31 Desember 2010. PBV BFIN lebih rendah dibandingkan dengan rata-rata industri pembiayaan yang mengindikasikan bahwa saham BFIN lebih murah (*undervalued*) secara relatif dibandingkan dengan rata-rata industri pembiayaan. Hal ini sejalan dengan analisis fundamental saham dengan menggunakan model penilaian harga saham diskonto dividen, arus kas bebas perusahaan, dan arus kas bebas ekuitas yang memproyeksikan pertumbuhan kinerja perusahaan yang positif di masa yang akan datang.

#### 4.1. PT Mandala Multifinance Tbk. (MFIN)

Atas dasar analisis kinerja keuangan MFIN 2006-2010, perusahaan ini memiliki prospek pertumbuhan positif yang ditunjukkan dengan pertumbuhan pendapatan rata-rata sebesar 34,88%, lebih tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan pendapatan rata-rata industri pembiayaan yang hanya sebesar 11,75%. Pertumbuhan pendapatan perusahaan didukung dengan meningkatnya piutang pembiayaan neto rata-rata sebesar 36,39% pada 2006-2010. Laba bersih rata-rata perusahaan juga meningkat sebesar 27,28%, lebih tinggi dibandingkan dengan peningkatan laba rata-rata industri pembiayaan yang hanya sebesar 18,38%. Struktur permodalan rata-rata MFIN dibiayai dengan utang sebesar 78,60% dan modal saham sebesar 21,40%. Pembiayaan utang rata-rata sebesar 78,60% tersebut terdiri dari 94,36% utang bank dan 5,64% utang kepada pihak yang berkepentingan (*stakeholder*). Marjin laba bersih rata-rata sebesar 17,89% dengan tingkat pengembalian ekuitas (ROE) rata-rata sebesar 26,13% dan *dividend payout ratio* rata-rata sebesar 28,00%.

Arus kas operasional perusahaan sebesar -1,54x terhadap laba bersih secara rata-rata pada 2006-2007. Arus kas operasional perusahaan sebesar 3,29x terhadap laba bersih pada 2009 dan -1,10x pada 2010. Penurunan arus kas bebas perusahaan dari 3,29x ke -1,10x ini disebabkan oleh meningkatnya transaksi pembiayaan dari Rp2,55 triliun pada 2009 menjadi Rp4,92 triliun pada 2010 atau naik 92,67%. Di tinjau dari sudut arus kas pendanaan, pinjaman bank yang diterima pada 2010 sebesar Rp810,08 miliar yang digunakan untuk pembayaran pinjaman bank sebesar Rp597,51 miliar, dividen kas sebesar Rp32,44 miliar, pembayaran utang sewa pembiayaan sebesar Rp8,02 miliar, dan sisanya sebesar Rp172,11 miliar digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan dan investasi pada aset tetap. *Dividend payout ratio* sebesar 29,96% pada 2010, relatif stabil dengan *dividend payout ratio* rata-rata 2008-2010 sebesar 30,00%. Struktur permodalan pada 2010 dibiayai dengan utang sebesar 81,33% dan modal saham sebesar 18,67%, relatif stabil dengan struktur permodalan rata-rata 2006-2010 sebesar 78,60% dibiayai dengan utang dan 21,40% dibiayai dengan modal saham. Pinjaman bank naik sebesar 61,63% dari Rp1,51 triliun pada 2009 menjadi Rp2,44 triliun pada 2010. Biaya bunga perusahaan meningkat sebesar 19,73% dari Rp209,01 miliar pada 2009 menjadi Rp250,25 miliar pada 2010 yang akan meningkatkan paparan risiko terjadinya beban utang yang tinggi yang dapat mempengaruhi kinerja dan arus kas perusahaan dalam jangka panjang. Nilai intrinsik saham MFIN diringkaskan sebagai berikut:

**Tabel 5**  
**Nilai Intrinsik Saham MFIN**

<b>Penilaian Harga Saham</b>	<b>Nilai Intrinsik</b>	<b>Harga Saham</b>	<b>Selisih Harga</b>	<b>Rekomendasi</b>
Diskonto dividen	340	530	-190	Jual
Arus kas bebas perusahaan	830	530	300	Beli
Arus kas bebas ekuitas	830	530	300	Beli
Residu laba	250	530	-280	Jual

Catatan: Harga saham MFIN adalah harga penutupan saham MFIN per 31 Desember 2010

Nilai intrinsik saham MFIN yang tercantum dalam perhitungan antar-model penilaian harga saham menghasilkan nilai intrinsik saham yang berbeda. Perbedaan nilai intrinsik saham MFIN antar-model penilaian harga saham disebabkan oleh adanya perbedaan estimasi arus kas masa depan yang didiskontokan. Saham MFIN direkomendasikan layak dibeli karena nilai intrinsiknya lebih tinggi dibandingkan dengan harga saham penutupan per 31 Desember 2010. Nilai intrinsik saham MFIN dengan menggunakan model penilaian harga saham diskonto dividen sebesar Rp340 dinilai lebih rendah (*overvalued*) dibandingkan dengan harga penutupan saham MFIN per 31 Desember 2010 yang sebesar Rp530 terkait dengan adanya risiko keberlanjutan pembayaran dividen di masa depan dan nilai intrinsik saham MFIN dengan menggunakan model penilaian harga saham residu laba sebesar Rp250 dinilai lebih rendah (*overvalued*) dibandingkan harga penutupan saham MFIN per 31 Desember 2010 sebesar Rp530 terkait dengan tergerusnya laba bersih perusahaan dengan adanya beban utang bank dan pembayaran dividen yang tinggi.

#### **4.2. Uji Statistik t: Perbedaan Hasil Penilaian Harga Saham**

Hasil uji statistik t menunjukkan bahwa rentang nilai kritis berada pada -2,31 dan 2,31 dengan level signifikansi 0,05 dan nilai p sebesar 0,37.  $H_0$  diterima karena uji statistik t sebesar -0,95 berada di dalam rentang nilai kritis yang berarti bahwa terdapat tidak perbedaan yang signifikan dalam menilai harga saham perusahaan pembiayaan dengan menggunakan model diskonto dividen (DDM), arus kas bebas perusahaan (FCFF), arus kas bebas ekuitas (FCFE), dan residu laba (RI), sehingga analis investasi atau investor dapat menggunakan salah satu model penilaian harga saham tersebut.

## 5. SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

### 5.1. Simpulan

Simpulan yang dapat ditarik dari penilaian harga saham perusahaan pembiayaan di BEI yaitu:

1. Harga saham ADMF dinilai mahal (*overvalued*) dengan menggunakan model residu laba sejalan dengan penilaian relatif PER dan PBV, namun harga saham ADMF dinilai murah (*undervalued*) dengan menggunakan model arus kas bebas perusahaan dan arus kas bebas ekuitas. Harga saham ADMF mencerminkan harga pasarnya (*fair valued*) dengan menggunakan model diskonto dividen. Harga saham BFIN dinilai mahal (*overvalued*) dengan menggunakan model residu laba sejalan dengan penilaian relatif PER, sedangkan harga saham BFIN dinilai murah (*undervalued*) dengan menggunakan model diskonto dividen, arus kas bebas perusahaan, dan arus kas bebas ekuitas sejalan dengan penilaian relatif PBV. Harga saham MFIN dinilai murah (*undervalued*) dengan menggunakan model arus kas bebas perusahaan dan arus kas bebas ekuitas sejalan dengan penilaian relatif PER dan PBV, sedangkan harga saham MFIN dinilai mahal (*overvalued*) dengan menggunakan model diskonto dividen dan residu laba.
2. Uji statistik t menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan dalam menilai harga saham dengan menggunakan model diskonto dividen, arus kas bebas perusahaan, arus kas bebas ekuitas, dan residu laba, sehingga analisis investasi atau investor dapat menggunakan salah satu model penilaian harga saham tersebut.

### 5.2. Keterbatasan Penelitian

Penelitian mengenai penilaian harga saham perusahaan pembiayaan di BEI memiliki keterbatasan terkait dengan jumlah sampel yang diambil relatif sedikit; tidak dilakukannya pengkajian lebih lanjut mengenai model penilaian harga saham yang direkomendasikan; estimasi arus kas dan imbal hasil yang diharapkan dapat berbeda antar-investor atau analisis investasi; dan terdapat sentimen pasar saham yang dapat mempengaruhi investor secara psikologis untuk melakukan perdagangan saham perusahaan pembiayaan atas dasar dorongan pasar atau analisis teknikal harga saham. Setiap perubahan kondisi ekonomi makro, industri pembiayaan, dan karakteristik perusahaan pembiayaan akan mempengaruhi nilai intrinsik saham perusahaan pembiayaan.

### 5.3. Saran

Atas dasar kesimpulan dan keterbatasan penelitian di atas, hal-hal yang dapat disarankan yaitu:

1. Nilai intrinsik saham perusahaan pembiayaan tergantung pada perkembangan kondisi ekonomi makro, pertumbuhan industri pembiayaan, dan karakteristik operasional, investasi, dan pendanaan perusahaan pembiayaan, sehingga investor atau analis investasi diharapkan untuk selalu mencermati faktor-faktor tersebut dalam menilai harga saham perusahaan pembiayaan. Pertumbuhan ekonomi makro dan industri pembiayaan yang ditunjang oleh karakteristik operasional, investasi, dan pendanaan perusahaan pembiayaan yang positif akan meningkatkan nilai intrinsik saham perusahaan pembiayaan, sebaliknya penurunan ekonomi makro dan industri pembiayaan yang diikuti dengan karakteristik operasional, investasi, dan pendanaan perusahaan pembiayaan yang negatif akan menurunkan nilai intrinsik saham perusahaan pembiayaan.
2. Penelitian lebih lanjut dapat dilakukan untuk mengkaji model penilaian harga saham yang disarankan untuk digunakan oleh investor atau analis investasi; dan analisis pengaruh sentimen pasar saham terhadap psikologis investor untuk melakukan perdagangan saham atas dasar dorongan pasar atau analisis teknikal harga saham.

### DAFTAR PUSTAKA

- Andrews, C., Rue, J.C., & Volkan, A. (2010). *Operating Cash Flows, Cash Recovery Rates, and Internal Rates of Return*. Journal of Business and Economics Research, vol. 8 (8), p. 43-52.
- Bailey, P., Brown, P., Potter, M., & Wells, P. (2008). *A Practical Comparison of Firm Valuation Models: Cash Flow, Dividend, and Income*. The Finsia Journal of Applied Finance, vol. 2 (1), p. 22-28.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2008). *Essentials of Investments*. New York: McGraw Hill.
- Brealy, R., Myers, S.C., & Marcus, A.J. (2009). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw Hill.
- Courteau, L., Kao, J., & Richardson, G.D. (2000). *The Equivalence of Dividend, Cash Flows, and Residual Earnings Approaches to Equity Valuation Employing Ideal*

- Terminal Value Expressions*. Social Science Research Network (SSRN), <http://www.ssrn.com>.
- Dambra, M., Wasley, C.E., & Wu, J.S. (2011). *Soft-Talk Management Cash Flow Forecasts: Bias, Quality, and Stock Price Effects*. Social Science Research Network (SSRN), <http://www.ssrn.com>.
- Damodaran, A. (2006). *Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New York: John Wiley and Sons.
- Franz, L.W. (2010). *Consistency of the Stock Market in Anticipating Economic Cycles*. Journal of Business and Economics Research, vol. 8 (8), p. 53-57.
- Gentry, J.A., Reilly, F.K., & Sandretto, M.J. (2003, June 5). *Learning about Intrinsic Valuation with the Help of an Integrated Valuation Model*. Paper presented at FMA European Meetings, Dublin.
- Gupta, R. & Parikh, N. (2008). *Use of Residual Income Valuation Model to Estimate Growth and the Rate of Return for Indian Companies*. The Cambridge Business Review, vol. 11 (2), p. 171-175.
- Husnan, S. (2009). *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: STIM YKPN.
- Jiang, X. (2002). *An Empirical Test of the Accounting-based Residual Income Model and the Traditional Dividend Discount Model*. Doctoral dissertation, University of Houston.
- Jones, C.P. (2004). *Investments: Analysis and Management*. New Jersey: John Wiley and Sons.
- Karpavicius, S. & Yu, F. (2012). *A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Impact of Increased Institutional Holdings on Firm Characteristics*. Social Science Research Network (SSRN), <http://www.ssrn.com>.
- Keown, A.J., Martin, J.D., Petty, J.W., & Scott, D.F. (2005). *Financial Management*. New Jersey: Prentice Hall.
- Kirkpatrick, C.D. & Dahlquist, J.R. (2007). *Technical Analysis*. New Jersey: Pearson Education.
- Lundholm, R. & Sloan, R. (2004). *Equity Valuation and Analysis with Eval*. New York: McGraw Hill.

- Levine, D.M., Stephan, D., Krehbiel, T.C., & Berenson, M.L. (2004). *Statistics for Managers*. New Jersey: Prentice Hall.
- Mankiw, N.G. (2009). *Principles of Macroeconomics*. Ohio: South Western Cengage Learning.
- Olweny, T. (2011). *The Reliability of Dividend Discount Model in Valuation of Common Stock at the Nairobi Stock Exchange*. Journal of Business and Social Science, vol. 2 (6), p. 127-141.
- Pastor L. & Veronesi, P. (2002). *Stock Valuation and Learning about Profitability*. Doctoral dissertation, University of Chicago.
- Pinto, J.E., Henry, E., Robinson, T.R., Stowe, J.D., & Rath, R.D. (2010). *Equity Asset Valuation*. New Jersey: John Wiley and Sons.
- Porter, M.E. (2008). *On Competition*. Massachusetts: Harvard Business School Publishing.
- Pring, M.J. (2002). *Technical Analysis Explained*. New York: McGraw Hill.
- Reilly, F.K. & Brown, K.C. (2009). *Investment Analysis and Portfolio Management*. Boston: South Western College Publishing.
- Salim, L. (2003). *Analisa Teknikal dalam Perdagangan Saham*. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Sharp, S.A. (2000, July 1). *Reexamining Stock Valuation and Inflation: the Implications of Analysts' Earnings Forecast*. Paper presented at UCLA Equity Premium Conference, Washington D.C.
- Stowe, J.D., Robinson, T.R., Pinto, J.E., & McLeavy, D.W. (2002). *Analysis of Equity Investments: Valuation*. Virginia: Association for Investment Management and Research.
- Taggart, D.M., Findlay, C., & Parkin, M. (2003). *Economics*. Australia: Addison Wesley.
- Tham, J. (2001). *Equivalence between Discounted Cash Flow and Residual Income*. Social Science Research Network (SSRN), <http://www.ssrn.com>.
- Usman, M., Riphath, S., & Ika, S. (1997). *Pengetahuan Dasar Pasar Modal*. Jakarta: Institut Bankir Indonesia.
- Widoatmodjo, S. (2005). *Cara Sehat Investasi di Pasar Modal*. Jakarta: Gramedia
- Wild, J.J., Bernstein, L.A., & Subramanyam, K.R. (2001). *Financial Statement Analysis*. New York: McGraw Hill.

Media Riset Akuntansi, Auditing & Informasi, Vol. 12, No. 1, April 2012

Zikmund, W.G, Babin, B.J., Carr, J.C., & Griffin, M. (2009). *Business Research Methods*.  
Boston: South Western College Publishing.

