

II. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Penilaian Saham

Setiap aset, baik itu aset finansial maupun aset riil memiliki nilai atau *value* (Damodaran, 2002). Mengetahui nilai suatu aset dan faktor-faktor yang mempengaruhi nilai suatu aset merupakan syarat dalam suatu pengambilan keputusan bisnis yang baik, misalnya memilih investasi yang tepat dalam suatu portofolio, menentukan harga yang layak dalam suatu penjualan atau pembelian perusahaan dan saham, atau dalam merestrukturisasi suatu perusahaan.

Penilaian (*valuation*) adalah proses penentuan berapa harga yang wajar untuk suatu saham (Parahita, 2008). Pendekatan nilai yang dipakai merupakan salah satu penentuan nilai intrinsik sekuritas, yang nilai sekuritas seharusnya berdasarkan fakta. Nilai ini adalah nilai sekarang dari arus kas yang disediakan untuk investor, didiskontokan pada tingkat pengembalian yang ditentukan sesuai dengan jumlah risiko yang menyertainya. Menurut Zainul (2008). Nilai dari suatu surat berharga secara umum terbagi menjadi dua, yaitu:

1. Nilai pasar, harga pasar pada saat aktiva diperdagangkan
2. Nilai intrinsik, nilai sekuritas yang seharusnya dimiliki berdasarkan seluruh faktor penilaian

Penilaian saham (valuasi) adalah nilai sekarang (*present value*) dari arus kas imbal hasil yang di harapkan (*expected cash flows*) (Joseph, 2009). Dengan kata lain, hal yang melatarbelakangi *value* sebagai penyebab dilakukannya investasi

adalah bahwa suatu aset dibeli atas dasar *expected cash flow* dari aset tersebut di masa yang akan datang. Sebagai contohnya, untuk aset yang berbentuk investasi saham, maka salah satu bentuk *cashflow* yang diharapkan oleh investor di masa yang akan datang adalah dividen dan *capital gain* dari saham yang dimiliki. Investor berharap bahwa saham dapat memberikan *cash flows* selama dimiliki, dan untuk mengkonversi *cash flows* menjadi harga saham, maka didiskonto dengan tingkat bunga yang diinginkan (*required rate of return*).

Perhitungan nilai suatu aset (valuasi) dapat dilakukan dengan bermacam-macam model. Meski model-model valuasi yang ada bersifat kuantitatif, namun dalam prosesnya tetap membutuhkan asumsi yang subjektif dari tiap pelaku valuasi. Asumsi-asumsi yang digunakan dalam valuasi sangat ditentukan oleh informasi-informasi spesifik tentang perusahaan dan informasi tambahan lainnya dari pasar. Akan tetapi perlu diingat, bahwa hasil akhir yang diperoleh tetap mengandung unsur ketidakpastian dari proyeksi tentang masa depan perusahaan maupun kondisi industri dan ekonomi makro.

Secara umum terdapat dua model yang digunakan untuk melakukan analisis dan penilaian terhadap suatu saham, yakni analisis fundamental dan analisis teknikal. Berikut ini hanya akan dipaparkan analisis yang digunakan dalam pembahasan ini pada sub bab selanjutnya, yaitu analisis fundamental *top down approach*. Analisis saham bertujuan untuk menafsir nilai suatu saham dan kemudian membandingkannya dengan harga pasar saat ini (*current market price*). Nilai intrinsik (NI) menunjukkan *present value* arus kas yang diharapkan dari saham tersebut. Pedoman yang digunakan adalah sebagai berikut:

- a) $NI < \text{harga pasar saat ini}$: *Undervalued* (harga terlalu murah atau rendah)
- b) $NI > \text{harga pasar saat ini}$: *Overvalued* (harga terlalu mahal atau tinggi)
- c) $NI = \text{harga pasar saat ini}$: harganya wajar

Nilai suatu aset adalah nilai sekarang (*present value*) dari arus kas imbal-hasil yang diharapkan (*expected cash flows*). Dengan kata lain, suatu aset dapat memberikan aliran *cash flows* selama investor memiliki saham perusahaan tersebut. Untuk mengkonversi aliran *cash flows* menjadi sebuah nilai saham, investor harus mendiskontokan aliran tersebut dengan tingkat bunga yang diinginkan investor (*required rate of return*) (Porman, 2008). Proses penilaian (*valuation*) meliputi dua estimasi utama, yaitu:

1. Perkiraan aliran arus kas (*the stream of expected cash flows*)
 2. Tingkat *return* yang diinginkan (*required rate of return*) atas sebuah investasi.
- Selain faktor inflasi, tingkat *return* yang diharapkan (*required rate of return*) yang akan menimbulkan ketidakpastian imbal-hasil (*uncertainty of returns*).

2.1.2 Proses Penilaian (Valuasi)

Menurut Porman (2008), ada tiga hal penting yang harus dianalisis sebagai bagian proses penilaian (valuasi) sebelum memutuskan untuk berinvestasi, yaitu:

I. Perekonomian

Kebijakan moneter dan kebijakan fiskal yang diterapkan oleh pemerintah suatu negara akan mempengaruhi perekonomian secara keseluruhan di negara tersebut, yang pada akhirnya juga akan mempengaruhi kegiatan seluruh industri dan perusahaan. Maka disarankan sebelum berinvestasi pada suatu negara, melakukan analisis kondisi perekonomiannya secara mendalam, seperti kebijakan fiskal, moneter, tingkat inflasi, dan suhu politiknya.

II. Industri

Proses berikut dari tahap penilaian adalah mengidentifikasi industri-industri yang mengalami kemakmuran atau menderita dalam siklus perekonomian. Reaksi industri terhadap perubahan perekonomian akan berbeda-beda pada titik siklus bisnis (*business cycle*) tertentu. Dalam proses ini, diharapkan investor menganalisis secara mendalam bidang industri yang berprospek cerah di masa mendatang, sehingga investor dapat memilih bidang industri mana yang layak dimasuki.

III. Analisis Perusahaan

Proses selanjutnya adalah menganalisis dan membandingkan kinerja perusahaan dengan menggunakan rasio-rasio keuangan dan risiko sistematis. Menurut (Yaya,2009) rasio keuangan dan resiko yang dapat digunakan antara lain :

1. Rasio likuiditas

Rasio likuiditas adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Ada 2 macam rasio likuiditas yaitu dengan menggunakan rasio lancar (*current ratio*) dan *quick ratio*.

2. Rasio solvabilitas

Rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjang. Rasio solvabilitas dapat menggunakan *debt ratio*, *debt to equity ratio* (DER) dan *ratio time interest earned* (TIE ratio).

3. Rasio aktivitas

Adalah rasio untuk melihat tingkat aktivitas tertentu dalam kegiatan tertentu.

Terdapat beberapa macam rasio aktivitas diantaranya yaiturasio rata-rata umur

piutang, rasio rata-rata umur persediaan, rasio perputaran aktiva tetap dan rasio perputaran total aktiva .

4. Rasio profitabilitas

Rasio profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan (profitabilitas) pada tingkat penjualan asset dan modal saham tertentu. Ada beberapa jenis rasio profitabilitas yaitu, *net profit margin (NPV)*, *return on asset (ROA)*, *return on equity*, *return on invesment*.

5. Rasio pasar

Rasio yang mengukur harga pasar relatif terhadap nilai buku. Ada beberapa rasio pasar diantaranya yaitu, *earning per share (EPS)*, *price earning ratio (PE ratio)*, *dividen payout ratio (DPR)*, *book value per share (BVS ratio)*, *price to book ratio (PBV ratio)*.

2.1.3 Penilaian (Valuasi) Saham Preferen

Menurut Porman (2008), dalam menghitung harga wajar saham preferen relatif mudah, yaitu dengan mendiskontokan (*discounting*) dividen ke nilai sekarang (*present value*) dengan *required rate of return* selama periode waktu yang tidak terhingga (*infinite*) atau selama memiliki saham preferen tersebut. Rumusnya adalah :

$$V_p = D/k$$

Keterangan:

V_p = Nilai *intrinsik* (nilai wajar) saham preferen

D = Dividen tetap

k = *required rate of return* atau *discount rate*

2.1.4 Penilaian (Valuasi) Saham Biasa Dengan *Discounted CashFlow*

Valuation

Suatu teknik pembuatan model keuangan yang didasarkan pada asumsi prospek arus kas suatu properti atau usaha. Sebagai metode yang dapat diterima dalam pendekatan pendapatan, analisis *discounted cash flow* melibatkan proyeksi arus kas untuk suatu periode, baik untuk menilai properti operasional, properti pengembangan atau bisnis. Proyeksi arus kas tersebut memerlukan diskonto pasar yang berlaku saat ini untuk mendapatkan indikasi nilai kini dari arus kas dalam kaitannya dengan properti atau bisnis. Metode ini didasarkan pada perhitungan pendapatan mendatang (*future return*) dari perusahaan yang sedang berjalan. Pendapatan mendatang yang dimaksud adalah dari arus kas bersih perusahaan (*free cash flow*) setelah ditambah atau dikurangi dengan peningkatan atau pengurangan kewajiban.

Pendekatan *discounted cash flow* ini merupakan pondasi dari semua perhitungan valuasi perusahaan. Pendekatan ini mencoba mengestimasi nilai intrinsik 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).

1. Penilaian (Valuasi) *Discounted Dividen model*

Discounted Dividen Model (DDM) adalah salah satu metode klasik yang digunakan untuk menentukan harga wajar saham. Idennya sederhana, harga wajar dari suatu saham merupakan *present value* dari seluruh dividen yang akan didapatkan di masa datang. Pemikirannya cukup logis karena memang jika seorang investor membeli suatu saham dan memegangnya selama-lamanya, maka hasil investasinya hanyalah dividen yang diberikan oleh perusahaan. Nilai perusahaan adalah *present value* dari potensi keseluruhan dividen yang akan diterimanya

Formula DDM adalah sebagai berikut:

$$V = \frac{D_0 (1 + g)}{(k - g)}$$

Di mana:

V = Harga wajar suatu saham

D_0 = Dividen tahun sebelumnya

g = long term growth

k = cost of equity (return minimal yang diharapkan oleh pemegang saham)

Untuk *cost of equity* sendiri bisa didapatkan dengan menggunakan formula

CAPM:

$$k = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Di mana:

$k = \text{cost of equity}$

$R_f = \text{risk free rate}$ (biasanya menggunakan *BI rate*).

$R_M = \text{return pasar}$ (dalam hal ini adalah IHSG)

$\beta = \text{beta}$ (sensitivitas perubahan harga saham terhadap perubahan pasar).

Dari formula *discounted dividen* ada beberapa variasi dalam model tersebut.

a. model dividen konstan

model ini mengasumsikan dividen tidak tumbuh, dan saham dipegang selamanya. Harga saham menurut model tersebut bias dituliskan sebagai berikut ini.

$$P_0 = P_v = \frac{D}{(1+ks)^1} + \dots + \frac{D}{(1+ks)^n} + \frac{D}{(1+ks)^{n+1}}$$

Keterangan :

P_v = harga saham

D = deviden perperiode yang besarnya konstan

K_s = tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemegang saham

Perhitungan di atas bias disederhanakan menjadi sebagai berikut ini.

$$P_0 = D/k_s$$

Symbol menandakan jangka waktu yang tidak terhingga, yang berarti saham tersebut akan dipegang selamanya (tidak terhingga). Model tersebut barangkali bias digunakan untuk menilai suatu perusahaan yang sudah tidak tumbuh lagi (misal beroperasi di industry yang sudah dewasa),

meskipun model tersebut nampak tidak realistis. Tetapi setidaknya model tersebut memberikan permulaan untuk penilaian saham.

b. Model dividen tumbuh dengan tingkat pertumbuhan yang konstan

Harga saham yang tampak murah. Biasanya perusahaan membayarkan dividen yang tumbuh. Semakin berkembang suatu perusahaan, semakin meningkat dividen yang dibayarkan. Dengan demikian dividen bias diharapkan akan tumbuh dengan tingkat pertumbuhan tertentu. Misalkan pertumbuhan dividen tersebut kita anggap konstan, dan saham dipegang selamanya, harga saham dengan karakteristik tersebut bias dituliskan sebagai berikut.

$$P_0 = P_v = \frac{D_0(1+g)}{(1+ks)} + \dots + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+ks)^n} + \frac{D_0(1+g)}{(1+ks)}$$

Keterangan :

P_v = harga saham

D_0 = dividen pada tahun ke 0 (awal tahun)

g = tingkat pertumbuhan dividen

ks = tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemegang saham

formula diatas dapat disederhanakan menjadi sebagai berikut ini.

$$P_0 = D_1/(ks-g)$$

Dimana D_1 = dividen pada tahun kesatu

Asumsi dalam formula di atas adalah $ks > g$. jika $ks < g$, maka akan diperoleh pembagi yang negatif, sehingga nilai saham menjadi negative.

Karena nilai saham yang negatif tidak mungkin, formula yang di atas tidak bisa dipakai jika $ks > g$.

c. Model dividen dengan tingkat pertumbuhan yang berbeda (Tidak konstan)

Dalam model ini saham diasumsikan tumbuh cepat pada tahun-tahun awal, kemudian tumbuh melambat dengan konstan selamanya. Hal semacam itu bisa dipakai untuk perusahaan yang mempunyai produk baru yang tumbuh pesat pada tahun-tahun awal, kemudian kompetisi dan kejenuhan pasar membuat produk masuk dalam tahap kedewasaan. Pada tahap tersebut pertumbuhan mulai melambat. Formula untuk menghitung saham pada kondisi ini bisa dituliskan sebagai berikut.

$$PV = \sum_{i=1}^t D_0 (1 + g_1)^i / (1 + k_s)^i + \sum_{j=t+1}^{\infty} D_0 (1 + g_2)^j / (1 + k_s)^j$$

2. Penilaian (Valuasi) *Free Cash Flow Model*

Menurut Keown (2005) *free cash flow model* adalah metode valuasi nilai perusahaan dengan menghitung *present value* dari arus kas di masa yang akan datang. Menurut Koller dari bukunya yang berjudul *Valuation* (2010) manajer yang menggunakan perhitungan *discounted cash flow* (DCF) akan mendapatkan harga saham tertinggi. Pragmatisnya kita semua tidak dapat mengetahui dengan pasti arus kas di masa yang akan datang, namun dapat diprediksi dengan *planning period*, lalu mengambil nilai dari arus kas yang disebut metode *terminal value*.

Mencari *free cash flow* dijabarkan sebagai berikut:

| <i>Calculation of free cash flow</i> |
|--|
| <i>Net operating income (NOI)</i> |
| <i>Less: taxes</i> |
| <i>Equals: net operating income after tax</i> |
| <i>Plus: depreciation expense</i> |
| <i>Less: new investment made during the period</i> |
| <i>additional net working capital and capital expenditures</i> |
| <i>Equals: free cash flow</i> |

Operating Income didapat dari *gross margin sales*. *Working capital* dan *capital*

expenditure, didapat dengan menggunakan proporsi kenaikan *sales*, disini peneliti menggunakan asumsi berdasarkan presentasekenaikan selama 4 hingga 5 tahun.

Untuk perusahaan yang baru berjalan kurang dari 4 tahun,

peneliti akan menggunakan asumsi berdasarkan rata-rata industri. Untuk asumsi, data dilampirkan. Hasil dari kalkulasi nilai perusahaan, maka selanjutnya akan dimasukan kedalam rumus:

$$Firm\ value = Debt\ value + Equity\ Value$$

Debt value adalah jumlah *interest bearing debt*. Disini penulis mendapat nilai *interest bearing debt* dari perhitungan *cost of debt* dimana di perhitungannya didapat dari seluruh kewajiban yang memiliki bunga. Setelah diketahui *equity value*, maka proses selanjutnya adalah:

$$Share\ value = \frac{equity\ value}{nuber\ of\ shares}$$

Number of shares adalah jumlah saham yang beredar. Dengan demikian, nilai intrinsik per lembar saham dapat dicari.

A. Weight Average Cost of Capital

Menurut Keown (2005) *weight average cost of capital* (WACC) adalah rata-rata dari *after tax cost* dari seluruh sumber modal perusahaan untuk proyek pembiayaan. Istilah *Weight* merefleksikan proporsi dari kenaikan seluruh pembiayaan modal dari setiap sumber yang dijelaskan sebagai berikut.

1. Cost of Debt

Komponen WACC yang pertama adalah biaya yang harus dikeluarkan dari hutang. Biaya tersebut berupa bunga hutang untuk pemegang obligasi atau bunga hutang dari bank.

$$K_d = Y \times (1 - T)$$

keterangan:

K_d adalah *Cost of Debt*

Y adalah *yield to maturity*

T adalah pajak.

2. *Cost of Equity*

Komponen kedua dari WACC adalah *cost of equity*. *Cost of equity* merupakan biaya yang harus dikeluarkan perusahaan untuk membiayai ekuitas seperti *dividend* dan biaya untuk *preferend stock*. Menurut Keown (2005), menghitung *cost of equity* dapat menggunakan *capital asset pricing model* (CAPM). CAPM adalah hubungan antara tingkat pengembalian yang diharapkan dan risiko dimana risiko yang tergolong *systematic* (beta) untuk aset yang berisiko. Ada 2 buah keuntungan menggunakan CAPM yang dijabarkan sebagai berikut:

1. Mudah dimengerti dan mudah diimplementasikan
2. CAPM tidak tergantung pada pembiayaan dividen, sehingga dapat diaplikasikan untuk perusahaan yang tidak atau belum membayar dividen.

Menurut Keown (2005) rumus dari CAPM adalah sebagai berikut:

$$K_c = k_{rf} + \beta \times (k_m - k_{rf})$$

keterangan:

k_c adalah CAPM

k_{rf} adalah *risk-free rate*

β adalah beta *coefficient* dengan melihat risiko yang sistematis dari tingkat pengembalian saham perusahaan.

k_m adalah *require rate of return*

Menghitung β menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\beta = \frac{\text{Co Variance } R_s, R_m}{\text{Variance } R_m}$$

Mencari *Co Variance* R_s, R_m dan *Variance* R_m menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{CoVariance} = \frac{\sum_{i=1}^n [R_{si} - \bar{R}_s][R_{mi} - \bar{R}_m]}{n}$$

$$\text{Variance} = \frac{\sum_{i=1}^n [R_{mi} - \bar{R}_m]^2}{n}$$

keterangan:

R_{si} adalah tingkat pengembalian saham per tahun

R_{mi} adalah tingkat pengembalian IHSG per tahun

\bar{R}_s adalah rata-rata tingkat pengembalian saham per tahun

\bar{R}_m adalah rata-rata tingkat pengembalian IHSG per tahun

Dari *cost of equity* dan *cost of debt* yang sudah diketahui, maka rumus untuk mencari WACC menurut Keown (2005) adalah sebagai berikut:

$\text{WACC} = [\text{cost of debt} \times \text{proporsi biaya hutang}] \times [\text{cost of equity} \times \text{proporsi biaya equisitas}]$

Beberapa metode diskonto yang kerap kali digunakan adalah dengan melakukan diskonto terhadap prediksi arus kas dengan menggunakan metode *freecash flow*

toequity (FCFE) dan *free cash flow to the firm* (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*.

a. 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 kepada 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).

b. *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 kreditur, 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.

3. **Penilaian (Valuasi) *Relative Valuation Techniques***

Relative Valuation Techniques adalah sebuah pendekatan yang sering digunakan oleh praktisi sekuritas (Zainul, 2008). Melalui pendekatan ini, analisis menggunakan *PER* dan *PBV* sebagai alat pembandingan untuk melakukan penilaian saham tersebut. Melalui pendekatan ini juga analisis berusaha untuk menghindari penilaian terhadap *growth* dan tingkat imbal hasil yang diharapkan, karena sering memberikan asumsi berbeda dari setiap analisis. Dalam pendekatan *Relative Valuation Techniques* ada beberapa metode yang digunakan. Memudahkan proses valuasi saham, menggunakan metode *Price to Book Value (PBV ratio)*. Menurut Porman (2008) *Price to Book Value (PBV)* adalah rasio perbandingan antara harga

pasar saham (*price*) dan nilai buku per saham (*Book Value per Share*). Dalam hal ini nilai buku per saham di dapat melalui rumus :

$$\text{Nilai buku persaham} = \frac{\text{total modal}}{\text{total saham beredar}}$$

Pembagian antara *total equity* (total modal) dan *number of outstanding shares* (jumlah saham beredar). Setelah diketahui nilai buku perlembar sahamnya *PBV* pun dapat dicari. Rumus:

$$P/BV = \frac{\text{harga pasar saham}}{\text{nilai buku per saham}}$$

mengetahui barapa harga wajar saham tersebut, dapat dilakukan dengan cara, mengalikan *PBV* yang diperoleh dengan nilai buku per sahamnya. Jika ingin mengetahui apakah saham tersebut mengalami *Underpriced* atau *Overpriced*, harus membandingkannya dengan harga wajar yang diperoleh dari *PBV* rata-rata industri sejenis dikalikan dengan nilai buku per saham.

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai valuasi saham sebelumnya dilakukan oleh Tauresanto (2007), yang melakukan estimasi terhadap nilai intrinsik saham Bank BNI pada saat penawaran saham yang kedua kalinya dengan mengaplikasikan metode pendekatan arus kas terdiskonto (*dicount cash flow*) dan perbandingan data pasar (*relativ valuation*). Dengan menggunakan kedua metode tersebut harga saham Bank BNI kemungkinan mengalami *Undervalued*. Penelitian serupa juga dilakukan oleh Retno Harjanti (2008) terhadap saham PT Medco Energi Tbk. Dengan menggunakan pendekatan *dicount cash flow approach, abnormal approach* dan *relativ valuation*. Diperoleh hasil bahwa saham PT Medco Energi Tbk berada dalam kondisi *Undervalued*.

Selanjutnya dilakukan oleh Putra (2009) terhadap saham PT Indofood Sukses Makmur Tbk, PT Gudang Garam Tbk, dan PT *Unilever* Tbk. Dengan menggunakan pendekatan *discounted cash flow*, *relative valuation*, dan *capital asset pricing model*. Diperoleh bahwa saham INDF dan GGRM berada dalam kondisi *Overvalued* jika dihitung dengan pendekatan *discounted cash flow* dan *capital asset pricing model*. Namun jika dihitung dengan menggunakan pendekatan *relative valuation* saham INDF dan GGRM berada dalam kondisi *Undervalued*. Sedangkan untuk saham UNVR jika dihitung dengan pendekatan *discounted cash flow*, *relative valuation*, dan *capital asset pricing model* berada dalam kondisi *Overvalued*. Melihat dari kondisinya ketiga saham tersebut secara mayoritas berada dalam kondisi *Overvalued*. Jadi secara teoritis direkomendasikan untuk menjual (*sell*) jika sahamnya sudah dimiliki dan diperoleh dengan harga yang murah, atau menahan (*hold*). Menurut Porman (2008) seorang investor yang baik biasanya akan sangat sabar menunggu sampai harga pasar saham berada dibawah harga wajar atau paling tidak mendekati harga wajarnya sebelum mulai berinvestasi.

Suryapratama (2010) melakukan perhitungan terhadap saham PT Adaro Energy Tbk. Estimasi atas laporan keuangan dilakukan selama 3 tahun (tahun 2010, 2011 dan 2012) dan dicoba menghitung harga saham perusahaan dengan menggunakan metode diskonto arus terutama arus kas bebas ke perusahaan (*free cash flow to the firm*). Adapun estimasi atas nilai wajar perusahaan sebesar Rp2.393 dimana rentang harga estimasi senilai Rp 2.815 sampai dengan Rp 2.597 dan harga penutupan pada akhir Desember 2010 senilai Rp 2.375. Peneliti menyatakan bahwa harga yang terjadi termasuk *fairly valued*. Nofiansyah (2008), melakukan penelitian dengan mengestimasi nilai pasar

wajar saham PT Mandiri (Persero) Tbk. Sebagai penyertaan saham pemerintah RI tahun 2007. Alat analisa yang digunakan adalah pendekatan perbandingan data perusahaan (*relative valuation*), pendekatan pendapatan dengan metode diskonto terhadap arus kas bebas (*discounted cash flow*) dan pertumbuhan deviden model Gordon. Hasil rekonsiliasi dari ketiga pendekatan tersebut diperoleh nilai pasar wajar saham Bank Mandiri per lembar sebesar Rp4.074