

# ***DIVIDEND DISCOUNT MODEL (DDM) SEBAGAI MODEL PENILAIAN HARGA SAHAM***

**(Studi empiris pada perusahaan-perusahaan BUMN yang *listing* di BEI)**

**C. Ambar Pujiharjanto**

Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta  
denkelik@yahoo.co.id

**Nilmawati**

Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta  
nilmaoke@yahoo.com

## ***ABSTRACT***

*A valuation model is a mechanism that converts a set of forecast a series of company and economic variables into a forecast of market value for the company's stock. This purpose of this paper to evaluate intrinsic value of stock are used dividend discount model (DDM) and so to compare at market stock price. BUMN firms are used at this research object because covering all industrial situation. The DDM was operationalised to test on nine BUMN firms and based on the result it is found that eight BUMN firms are undervalued and one BUMN firm is overvalued.*

**Keywords:** *dividend discount model (DDM), price earning ratio (PER), undervalue, overvalue.*

## **LATAR BELAKANG MASALAH**

Krisis keuangan global yang diawali dengan kasus kredit macet di sektor properti, dan diikuti oleh jatuhnya institusi keuangan di Amerika seperti Lehman Brother, akhirnya meruntuhkan institusi dan sektor keuangan di seluruh dunia. Ibarat anak ayam ketika induknya sakit, maka anak-anaknya juga akan mengalami kesakitan. Pasar modal sebagai *intermediary* dana-dana jangka panjang tak lepas dari situasi ini, bahkan reaksi paling nyata dapat segera tercermin dari rontoknya Indeks Down Jones yang mengalami penurunan 778 poin atau 7% dari 11.143 menjadi 10.365 dan pada tanggal 15 Oktober 2008, indeks berada pada posisi 8.577 (economy.okezone.com). Peristiwa dikenal dengan *Black October*. Penurunan indeks ini memberi gambaran yang menyeluruh mengenai situasi pasar sesungguhnya, yakni runtuhnya kepercayaan pelaku pasar atas pasar modal khususnya dan sektor keuangan pada umumnya. Penurunan indeks juga mencerminkan rontoknya kepercayaan pelaku pasar atas instrumen keuangan di pasar modal khususnya saham. Mereka menyakini bahwa penurunan indeks ini terjadi karena harga saham (*market price*) melambung sangat jauh melebihi nilai intrinsiknya.

Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai institusi keuangan juga tak lepas dari tekanan situasi keuangan global tersebut. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pun juga mengalami penurunan yang sangat tajam dari 15 September 2008 sebesar 1.719,254 menjadi 1.446,07 dalam kurun waktu 1 bulan (16 Oktober 2008) (economy.okezone.com). Penurunan IHSG ini demikian juga mencerminkan gerakan pasar secara keseluruhan dalam hal ini sebagian besar harga saham juga mengalami penurunan. Permasalahannya apakah yang diyakini para pelaku pasar di Amerika, bahwa harga pasar melambung jauh dari nilai intrinsiknya juga akan terjadi di BEI. Untuk memberikan gambaran mengenai hal tersebut, akan dipilih saham-saham perusahaan-perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Saham-saham BUMN dipilih karena cukup memberi gambaran berbagai sector industri yang ada di BEI.

Guna memberikan deskripsi apakah harga saham-saham BUMN benar-benar mencerminkan nilai intrinsiknya akan digunakan model valuasi (*valuation model*). (Elton dan Gruber, 1995; Brigham dan Houston, 2004; Damodaran, 2002) menyatakan bahwa model valuasi adalah sebuah mekanisme untuk mengkonversikan berbagai serangkaian kondisi perusahaan dan variable-variabel ekonomi pada masa yang akan datang ke dalam peramalan nilai pasar saham perusahaan. Ada banyak model valuasi, tetapi dalam penelitian ini digunakan *dividend discount model (DDM)* yang menggunakan *present value* dividen pencerminan nilai intrinsik saham. Model ini digunakan dengan pertimbangan besarnya proporsi kepemilikan saham non publik, yang mencerminkan keikatan investor dalam jangka panjang, dan bagi investor dalam jangka panjang pendapatan yang diharapkan adalah dividen.

## TINJAUAN PUSTAKA

Sebagaimana disampaikan oleh (Elton dan Gruber, 1995; Brigham dan Houston, 2004; Damodaran, 2002) di atas bahwa model valuasi pada dasarnya mengkonversi berbagai kondisi variable-variabel ekonomi dan perusahaan di masa depan ke dalam penilaian harga saham. Oleh karena itu semestinya model-model tersebut, mencerminkan nilai yang sebenarnya dari kualitas asset finansial dalam hal ini saham, atau dengan kata lain hasil model penilaian ini mencerminkan nilai intrinsik dari saham-saham yang dinilai. Kemudian hasil-hasil model penilaian ini digunakan sebagai sebuah ukuran penilaian atas harga-harga saham yang ada di pasar. Hasil perbandingan itulah yang kemudian dapat digunakan sebagai rekomendasi kepada para pelaku pasar modal khususnya investor.

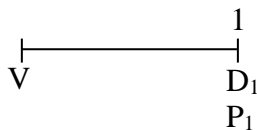
Secara umum dalam literature manajemen keuangan model valuasi pada dasarnya dibedakan menjadi 2 (dua) kelompok besar. Elton dan Gruber (1995); Brigham dan Houston (2004); Brealey dan Myers (2000); Damodaran (2002) membedakan model valuasi atas harga saham menjadi model *discounted cash flow* dan model analisis regresi dengan menggunakan variabel-variabel fundamental ekonomi maupun perusahaan yang digunakan untuk memprediksi variabel harga saham.

Model *discounted cash flow* pada dasarnya adalah menentukan *present value* dari nilai kas yang akan datang dari sebuah investasi. Investasi dalam saham menyediakan dua bentuk aliran kas; *pertama*, pada umumnya saham membayar dividen secara regular dan *kedua*, pemegang

saham akan menerima *capital gain* ketika mereka menjual dengan harga melebihi harga belinya. Berikut ini model-model *discounted cash flow* yang dapat digunakan untuk mengevaluasi harga saham.

**Dividend Discount Model (DDM)**

Pertanyaan yang sering muncul ketika menilai harga saham adalah apakah nilai saham tersebut akan sama dengan *discounted present value* dari sejumlah dividen pada periode tertentu di masa yang akan datang ditambah dengan *capital gain* pada periode yang sama, atau *discounted present value* dari semua dividen di masa yang akan datang. (Gordon, 1962) Ketika pertanyaan pertama yang dilontarkan, maka berikut ini adalah formulasi model penilaian harga sahamnya. Diasumsikan horizon waktu investasi adalah 1 tahun, maka nilai intrinsik saham pada waktu  $t = 0$  adalah sebagai berikut:

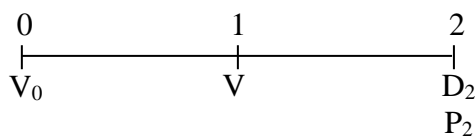


$$V_0 = \frac{D_1 + P_1}{(1 + k)} \tag{1}$$

dimana;  $V_0$  = nilai intrinsik pada waktu  $t = 0$   
 $P_1$  = harga saham pada waktu  $t = 1$   
 $D_1$  = dividen pada waktu  $t = 1$   
 $k$  = *required of return*

$$k = \text{nominal risk free rate} + \text{risk premium} \\ = r_f + \beta[E(r_m) - r_f] - \text{CAPM}$$

Jika horizon waktu adalah 2 tahun; maka nilai *intrinsic value* pada waktu  $t = 1$ .



$$V_1 = \frac{D_2 + P_2}{(1 + k)} \tag{2}$$

Jika  $V_1 = P_1$ , substitusi  $P_1$  dalam persamaan (1), maka nilai intinsik ada

$$V_0 = \frac{D_1}{(1 + k)} + \frac{D_2 + P_2}{(1 + k)^2} \tag{3}$$

Jika saham tidak dijual oleh investor sampai pada  $n$  periode, maka formulasinya sebagai berikut:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1 + k)} + \frac{D_2}{(1 + k)^2} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1 + k)^n} \tag{4}$$

Jika saham ditahan sebagai investasi untuk waktu yang tak terhingga maka dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots \quad (5)$$

atau

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

### **Constant Growth Model**

Model discounted cash flow yang kedua adalah *constant growth model*. Model ini mengasumsikan dividen akan mengalami pertumbuhan yang konstan pada waktu yang akan datang (Gordon, 1962; Malkiel, 1963; Molodovsky, 1965). Berdasarkan asumsi tersebut maka nilai intrinsik saham dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots \quad (5R)$$

Jika D diganti dengan,

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+k)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+k)^3} + \dots \quad (6)$$

Atau :

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_1(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{D_1(1+g)^2}{(1+k)^3} + \dots \quad (6a)$$

Jika persamaan (6a) dikalikan dengan  $(1+k)/(1+g)$  maka akan didapatkan persamaan:

$$\begin{aligned} \frac{(1+k)}{(1+g)} V_0 &= \left( \frac{D_1}{(1+k)} \times \frac{(1+k)}{(1+g)} \right) + \left( \frac{D_1(1+g)}{(1+k)^2} \times \frac{(1+k)}{(1+g)} \right) \\ &+ \left( \frac{D_1(1+g)^2}{(1+k)^3} \times \frac{(1+k)}{(1+g)} \right) + \dots \end{aligned} \quad (7)$$

Atau :

$$\frac{(1+k)}{(1+g)} V_0 = \frac{D_1}{(1+g)} + \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_1(1+g)}{(1+k)^2} + \dots \quad (7a)$$

Persamaan (7a) dikurangi persamaan (6a), dapat ditemukan:

$$\frac{(1+k)}{(1+g)} V_0 - V_0 = \frac{D_1}{(1+g)} \quad (8)$$

$$\frac{(1+k)V_0}{(1+g)} - V_0 \frac{(1+g)}{(1+g)} = \frac{D_1}{(1+g)} \quad (8a)$$

$$\frac{(1+k)V_0 - V_0(1+g)}{(1+g)} = \frac{D_1}{(1+g)} \quad (8b)$$

$$\frac{V_0 + V_0k - V_0 - V_0g}{(1+g)} = \frac{D_1}{(1+g)} \quad (8c)$$

Implikasinya adalah:

$$\frac{V_0(k-g)}{(1+g)} = \frac{D_1}{(1+g)} \quad (8d)$$

$$V_0 = \frac{D_1(1+g)}{(1+g)(k-g)} \quad (8e)$$

Akhirnya terbentuk persamaan:

$$V_0 = \frac{D_1}{(k-g)} \quad (9)$$

Dimana :

$V_0$  = nilai intrinsik saham

$D$  = besarnya dividen

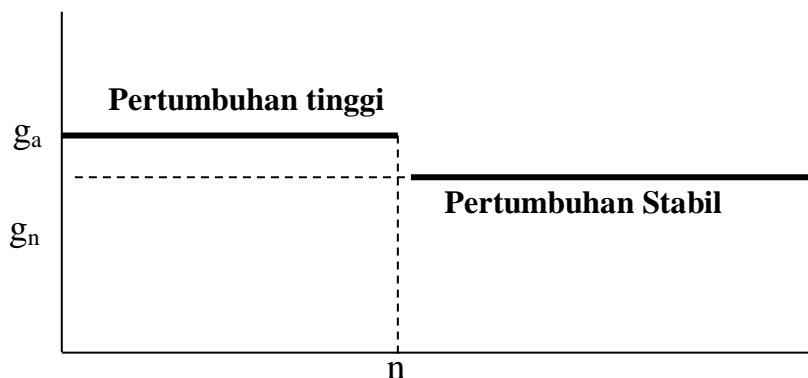
$k$  = *required rate of return*

$g$  = tingkat pertumbuhan

### ***2-Stage Dividend Discount Model***

Perluasan dari model pertumbuhan satu periode waktu adalah model pertumbuhan 2 (dua) periode atau *multistage period* sebagai berikut (Damodaran, 2002; Elton dan Gruber, 1995):

#### **Pertumbuhan**



$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n} \text{ dimana, } P_n = \frac{D_{n+1}}{(k_n - g_n)}$$

$P_n$  = terminal price

$k_n$  = required rate of return pada periode stabil

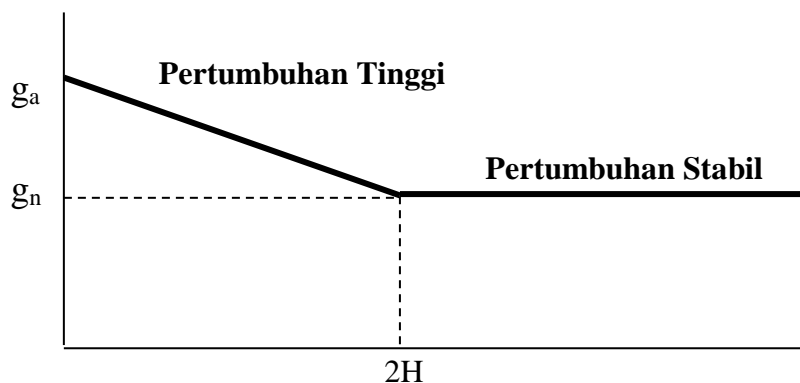
$g_n$  = tingkat pertumbuhan pada periode stabil

$g_a$  = tingkat pertumbuhan pada periode tinggi

*Two-stage growth model* mengasumsikan 2 tahap pertumbuhan yang berbeda tetapi dengan pertumbuhan konstan antara periode yang satu dengan periode yang lain dan mengasumsikan pertumbuhan laba secara konstan selama periode yang sama. *Two-stage growth model* dikembangkan dengan asumsi yang berbeda, yaitu:

1. Periode pertumbuhan tinggi secara linier mengalami penurunan untuk menuju periode pertumbuhan yang stabil.
2. Pada akhir periode pertumbuhan tinggi menuju pertumbuhan stabil berarti ada suatu periode transisi (peralihan)

### Pertumbuhan



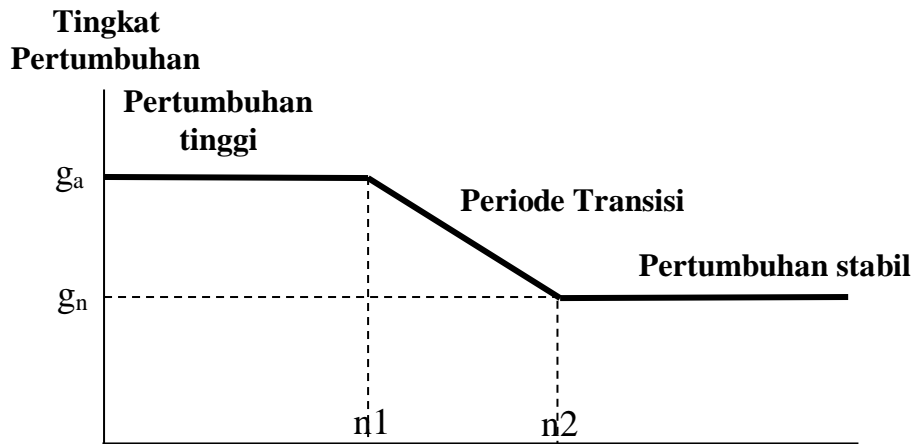
$$V_0 = \frac{D_0(1+g_n)}{(k-g_n)} + \frac{D_0H(g_a-g_n)}{k-g_n}$$

dimana,  $g_a$  = Pertumbuhan awal

$g_n$  = Tingkat pertumbuhan selama periode stabil

### Multi-Stage Model

Model ini mengasumsikan bahwa selama periode awal bahwa laba perusahaan mengalami pertumbuhan konstan, sehingga dividen yang dibagikan kepada pemegang saham diasumsikan juga mengalami pertumbuhan konstan. Pada umumnya, perubahan dalam jangka panjang tidak terjadi secara instan, maka pada akhir pertumbuhan tinggi secara linier mengalami penurunan untuk menuju pada periode yang stabil.



$$V_0 = \underbrace{\sum_{t=1}^{t=n1} \frac{D_0(1+g_a)^t}{(1+k)^t}}_{\text{Pertumbuhan tinggi}} + \underbrace{\sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{D_t}{(1+k)^t}}_{\text{Periode transisi}} + \underbrace{\frac{P_{n2}}{(1+k)^{n2}}}_{\text{Periode stabil}}$$

dimana,  $P_{n2} = \frac{D_{n2+1}}{(k_n - g_n)}$

### Cross-Sectional Regression Analysis

Model-model *discounted cash flow* berkembang seiring dengan perkembangan konsep aliran kas yang selalu digunakan dalam manajemen keuangan. Namun karena model ini lebih menggunakan operasional matematika meskipun sangat sederhana, maka model ini hanya diadopsi oleh sebagian kecil para analis di pasar modal untuk mengevaluasi nilai intrinsik saham. Model-model menggunakan teknik statistik menjadi lebih populer dibandingkan dengan model *DCF*. Pendekatan yang umum digunakan adalah model analisis regresi yang menghubungkan rasio harga saham dengan laba atau *price earning ratio (PER)* dengan variabel-variabel fundamental perusahaan, seperti yang dilakukan Gruber dalam Elton & Gruber, 1995; C.Ambar Pujiharjanto dan FX.Suwarto, 2003; C.Ambar Pujiharjanto dan Sherly Novitasari, 2006). Gruber menggunakan persamaan regresi:

$$\text{PER} = a + b \text{ Pertumbuhan Laba}$$

Untuk mengevaluasi harga saham pada periode *bull market* dan pada periode *bear market*. Dia menemukan hubungan antara pertumbuhan laba dengan PER baik untuk situasi *bull market* maupun *bear market*. Sedangkan Whitbeck dan Kisor (1963) menghubungkan antara variabel *PER* dengan pertumbuhan laba, *dividend payout ratio* dan standar deviasi dari tingkat pertumbuhan laba, dan menyimpulkan bahwa ketiga variabel tersebut berhubungan dengan variabel *PER*.

## METODE PENELITIAN

### Populasi penelitian

Penelitian ini menggunakan seluruh perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mulai dari tahun 2003 sampai dengan 2007 sebagai objek penelitian. Terdapat 9 (sembilan) perusahaan BUMN yang dijadikan obyek penelitian. Pertimbangan pemilihan perusahaan BUMN didasari pada perusahaan-perusahaan tersebut cukup mewakili berbagai sektor industri dan sorotan masyarakat Indonesia atas perusahaan BUMN sebagai benar-benar perusahaan publik.

### Model Penelitian

Model penelitian yang digunakan adalah model *discounted present value* dari sejumlah dividen pada periode tertentu di masa yang akan datang, yang sering disebut sebagai *dividend discount model (DDM)*. Pemilihan DDM dengan asumsi bahwa investor melakukan investasi dalam kurun waktu yang relatif panjang untuk saham-saham perusahaan BUMN. Selain itu pertimbangan lain pemilihan model ini adalah struktur investor di BEI menunjukkan bahwa investor publik masih relatif kecil dan model ini justru banyak ditinggalkan oleh riset-riset keuangan di Indonesia. Sehingga model penelitian dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots$$

atau

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

dimana;  $V_0$  = nilai intrinsik pada waktu  $t = 0$   
 $D_t$  = dividen pada waktu  $t$   
 $k$  = required of return  
 $k$  = nominal risk free rate + risk premium  
 $= r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$  - CAPM

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Sebagaimana dirumuskan di atas bahwa penelitian ini bertujuan untuk mengevaluasi harga saham-saham BUMN, maka berikut ini dilakukan perhitungan dengan menggunakan formulasi model *DDM*. Dari hasil perhitungan tersebut akan ditemukan nilai intrinsik saham masing-masing perusahaan, barulah kemudian dibandingkan dengan harga yang terjadi di pasar atas saham-saham perusahaan BUMN tersebut. Dari perbandingan itulah kemudian dapat dievaluasi apakah harga-harga saham yang terjadi di pasar itu mencerminkan nilai yang sebenarnya (*fair value*), *undervalue* atau yang terjadi justru *overvalue*. Hasil-hasil perhitungan dapat diperlihatkan pada tabel-tabel berikut ini:



Tabel 1  
Perbandingan *Present Value* Saham dengan Harga Pasar Perusahaan ANTM

KODE PERUSAHAAN	KETERANGAN	TAHUN					
		2002	2003	2004	2005	2006	2007
ANTM	Dividen	0	39	128	150	326	0
	Value PV <sub>1thn</sub>	23,28262	105,9264	133,0211	258,6744	0	
	Value PV <sub>2thn</sub>	<b>129,209</b>	<b>238,9474</b>	<b>258,6744</b>	<b>258,6744</b>		
	Value PV <sub>3thn</sub>	<b>185,4517</b>	<b>340,0178</b>	<b>267,4753</b>			
	Value PV <sub>3thn</sub>	2678.688	4336.68	1568,76			
	P <sub>0</sub>	600	1925	1725	3575	8000	4475

Dari tabel 1 dapat ditunjukkan bahwa dengan menggunakan *present value dividend* dan tanpa memasukkan *present value* dari harga pasar saham perusahaan ANTM untuk 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun semuanya menunjukkan nilai yang selalu lebih rendah dari pada harga pasar sahamnya. Atau dengan kata lain harga pasar saham jauh lebih tinggi melampaui nilai intrinsik sahamnya (*overvalue*). Tetapi jika dimasukkan variabel harga ke dalam model maka situasi yang terjadi adalah sebaliknya (*undervalue*).

Tabel 2  
Perbandingan *Present Value* Saham dengan Harga Pasar Perusahaan BBNI

KODE PERUSAHAAN	KETERANGAN	TAHUN					
		2002	2003	2004	2005	2006	2007
BBNI	Dividen	0	24	0	53	73	0
	Value PV <sub>1thn</sub>	13,71627	0	46,9345	67,7025	0	
	Value PV <sub>2thn</sub>	<b>13,71627</b>	<b>46,9345</b>	<b>114,637</b>	<b>67,7025</b>		
	Value PV <sub>3thn</sub>	<b>175,2878</b>	<b>229,274</b>	<b>182,3395</b>			
	Value PV <sub>3thn</sub>	903.199	1586.759	1150,208			
	P <sub>0</sub>	110	1300	1675	1280	1870	1970

Dari tabel 2 dapat ditunjukkan bahwa dengan menggunakan *present value dividend* dan tanpa memasukkan *present value* dari harga pasar saham perusahaan BBNI untuk 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun semuanya menunjukkan nilai yang selalu lebih rendah dari pada harga pasar sahamnya. Atau dengan kata lain harga pasar saham jauh lebih tinggi melampaui nilai intrinsik sahamnya (*overvalue*). Tetapi pada tahun 2002 untuk *present value* 3 tahun menunjukkan nilai yang lebih tinggi dari harga pasar saham pada tahun yang sama (*undervalue*). Tetapi jika dimasukkan variable harga ke dalam model maka situasi yang terjadi adalah sebaliknya (*undervalue*).

Tabel 3  
Perbandingan *Present Value* Saham dengan Harga Pasar Perusahaan BBRI

KODE PERUSAHAAN	KETERANGAN	TAHUN					
		2002	2003	2004	2005	2006	2007
BBRI	Dividen	0	84	153	156	172	0
	Value PV <sub>1thn</sub>	56,69795	142,0817	139,1786	140,928	0	
	Value PV <sub>2thn</sub>	<b>198,7797</b>	<b>281,2603</b>	<b>280,1066</b>	<b>140,928</b>		
	Value PV <sub>3thn</sub>	<b>760,1465</b>	<b>702,2949</b>	<b>421,0347</b>			
	Value PV <sub>3thn</sub>	2407,31	3160.70	6079.75			
	P <sub>0</sub>	-	1250	2875	3025	5150	7400

Dari tabel 3 dapat ditunjukkan bahwa dengan menggunakan *present value dividend* dan tanpa memasukkan *present value* dari harga pasar saham perusahaan BBRI untuk 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun semuanya menunjukkan nilai yang selalu lebih rendah dari pada harga pasar sahamnya. Atau dengan kata lain harga pasar saham jauh lebih tinggi melampaui nilai intrinsik sahamnya (*overvalue*). Tetapi jika dimasukkan variabel harga ke dalam model maka situasi yang terjadi adalah sebaliknya (*undervalue*).

Tabel 4  
Perbandingan *Present Value* Saham dengan Harga Pasar Perusahaan BMRI

KODE PERUSAHAAN	KETERANGAN	TAHUN					
		2002	2003	2004	2005	2006	2007
BMRI	Dividen	0	115	70	15	70	186
	Value PV <sub>1thn</sub>	68,94554	58,26599	13,53319	55,51771	171,4268	
	Value PV <sub>2thn</sub>	<b>127,2115</b>	<b>71,79918</b>	<b>69,0509</b>	<b>226,9446</b>		
	Value PV <sub>3thn</sub>	<b>268,0616</b>	<b>367,7946</b>	<b>295,9955</b>			
	Value PV <sub>3thn</sub>	1280.567	1533.073	2931.65			
	P <sub>0</sub>	-	1000	1925	1640	2900	3500

Dari tabel 4 dapat ditunjukkan bahwa dengan menggunakan *present value dividend* dan tanpa memasukkan *present value* dari harga pasar saham perusahaan BMRI untuk 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun semuanya menunjukkan nilai yang selalu lebih rendah dari pada harga pasar sahamnya. Atau dengan kata lain harga pasar saham jauh lebih tinggi melampaui nilai intrinsik sahamnya (*overvalue*). Tetapi jika dimasukkan variabel harga ke dalam model maka situasi yang terjadi adalah sebaliknya (*undervalue*).

Tabel 5  
Perbandingan *Present Value* Saham dengan Harga Pasar Perusahaan INCO

KODE PERUSAHAAN	KETERANGAN	TAHUN					
		2002	2003	2004	2005	2006	2007
INCO	Dividen	0	1294	0,912	746	4545	209
	Value PV <sub>1thn</sub>	936,4528	0,829354	656,5058	3507,188	164,0125	
	Value PV <sub>2thn</sub>	<b>937,2822</b>	<b>657,3351</b>	<b>4163,694</b>	<b>3671,2</b>		
	Value PV <sub>3thn</sub>	<b>5758,311</b>	<b>8492,229</b>	<b>7834,894</b>			
	Value PV <sub>3thn</sub>	9961.98	16841.67	49212.83			
	P <sub>0</sub>	3675	34900	11550	13150	31000	96250

Dari table-5. dapat ditunjukkan bahwa dengan menggunakan *present value dividend* dan tanpa memasukkan *present value* dari harga pasar saham perusahaan INCO untuk 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun semuanya menunjukkan nilai yang selalu lebih rendah dari pada harga pasar sahamnya. Atau dengan kata lain harga pasar saham jauh lebih tinggi melampaui nilai intrinsik sahamnya (*overvalue*). Tetapi pada tahun 2002 untuk *present value* 3 tahun menunjukkan nilai yang lebih tinggi dari harga pasar saham pada tahun yang sama (*undervalue*).

Tabel 6  
Perbandingan *Present Value* Saham dengan Harga Pasar Perusahaan INCO

KODE PERUSAHAAN	KETERANGAN	TAHUN					
		2002	2003	2004	2005	2006	2007
KAEF	Dividen	1913	3	4	3	2	0
	Value PV <sub>1thn</sub>	2,022658	3,973174	2,650701	1,745777	0	
	Value PV <sub>2thn</sub>	<b>5,995832</b>	<b>6,623875</b>	<b>4,396478</b>	<b>1,745777</b>		
	Value PV <sub>3thn</sub>	<b>17,01619</b>	<b>12,76613</b>	<b>6,142255</b>			
	Value PV <sub>3thn</sub>	106.9288	117.0584	112.7585			
	P <sub>0</sub>	185	210	205	145	165	305

Dari tabel 6 dapat ditunjukkan bahwa dengan menggunakan *present value dividend* dan tanpa memasukkan *present value* dari harga pasar saham perusahaan KAEF untuk 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun semuanya menunjukkan nilai yang selalu lebih rendah dari pada harga pasar sahamnya. Atau dengan kata lain harga pasar saham jauh lebih tinggi melampaui nilai intrinsik sahamnya (*overvalue*). Tetapi jika dimasukkan variabel harga ke dalam model maka situasi yang terjadi adalah sebaliknya (*undervalue*).

Tabel 7  
Perbandingan *Present Value* Saham dengan Harga Pasar Perusahaan PTBA

KODE PERUSAHAAN	KETERANGAN	TAHUN					
		2002	2003	2004	2005	2006	2007
PTBA	Dividen	42	58	86	102	105	0
	Value PV <sub>1thn</sub>	34,07107	81,13206	90,29259	127,3775	0	
	Value PV <sub>2thn</sub>	<b>115,2031</b>	<b>171,4247</b>	<b>217,6701</b>	<b>127,3775</b>		
	Value PV <sub>3thn</sub>	<b>504,2979</b>	<b>516,4723</b>	<b>345,0476</b>			
	Value PV <sub>3thn</sub>	1414,043	2568,894	29480,4			
	P <sub>0</sub>	600	875	1525	1800	3525	12000

Dari tabel 7 dapat ditunjukkan bahwa dengan menggunakan *present value dividend* dan tanpa memasukkan *present value* dari harga pasar saham perusahaan PTBA untuk 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun semuanya menunjukkan nilai yang selalu lebih rendah dari pada harga pasar sahamnya. Atau dengan kata lain harga pasar saham jauh lebih tinggi melampaui nilai intrinsik sahamnya (*overvalue*). Tetapi jika dimasukkan variabel harga ke dalam model maka situasi yang terjadi adalah sebaliknya (*undervalue*).

Tabel 8  
Perbandingan *Present Value* Saham dengan Harga Pasar Perusahaan TINS

KODE PERUSAHAAN	KETERANGAN	TAHUN					
		2002	2003	2004	2005	2006	2007
TINS	Dividen	59	68	162	101	2007	1773
	Value PV <sub>1thn</sub>	37,11677	171,5837	89,51946	1747,47	1567,628	
	Value PV <sub>2thn</sub>	<b>208,7004</b>	<b>261,1031</b>	<b>1836,99</b>	<b>3315,098</b>		
	Value PV <sub>3thn</sub>	<b>2306,793</b>	<b>5413,192</b>	<b>5152,088</b>			
	Value PV <sub>3thn</sub>	1556,418	4496,473	22673,91			
	P <sub>0</sub>	345	2550	2075	1820	4425	28700

Berbeda dengan perusahaan lain dari tabel 8 dapat ditunjukkan bahwa dengan menggunakan *present value dividend* dan tanpa memasukkan *present value* dari harga pasar saham perusahaan TINS untuk 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun semuanya menunjukkan nilai yang selalu lebih tinggi dari pada harga pasar sahamnya. Atau dengan kata lain nilai intrinsik sahamnya melebihi harga pasar sahamnya (*undervalue*). Demikian juga jika dimasukkan variabel harga ke dalam model maka situasi yang terjadi juga *undervalue*.

Tabel 9  
Perbandingan *Present Value* Saham dengan Harga Pasar Perusahaan TLKM

KODE PERUSAHAAN	KETERANGAN	TAHUN					
		2002	2003	2004	2005	2006	2007
TLKM	Dividen	331	331	7	0	0	309
	Value PV <sub>1thn</sub>	227,7705	6,32907	0	0	301,5272	
	Value PV <sub>2thn</sub>	<b>234,0996</b>	<b>6,32907</b>	<b>0</b>	<b>301,5272</b>		
	Value PV <sub>3thn</sub>	<b>240,4286</b>	<b>307,8563</b>	<b>301,5272</b>			
	Value PV <sub>3thn</sub>	4256.328	5667,014	9718,391			
	P <sub>0</sub>	3850	6750	4825	5900	10100	10150

Dari tabel 9 dapat ditunjukkan bahwa dengan menggunakan *present value dividend* dan tanpa memasukkan *present value* dari harga pasar saham perusahaan TLKM untuk 1 tahun, 2 tahun dan 3 tahun semuanya menunjukkan nilai yang selalu lebih rendah dari pada harga pasar sahamnya. Atau dengan kata lain harga pasar saham jauh lebih tinggi melampaui nilai intrinsik sahamnya (*overvalue*). Tetapi jika dimasukkan variabel harga ke dalam model maka situasi yang terjadi adalah sebaliknya (*undervalue*).

### SIMPULAN DAN SARAN

Dari situasi-situasi di atas, dapat diketahui dengan jelas bahwa dari 9 perusahaan BUMN, 8 perusahaan di antaranya harga pasar saham jauh melebihi nilai intrinsik sahamnya. Hal ini berarti 8 perusahaan BUMN tersebut harga pasarnya dinilai terlalu tinggi oleh investor atau *overvalue*. Implikasinya adalah bahwa pemegang saham perusahaan BUMN dalam jangka panjang tidak menguntungkan. Tetapi khusus, untuk perusahaan TINS menunjukkan situasi *undervalue* yaitu harga pasarnya lebih rendah jika dibandingkan dengan nilai intrinsik sahamnya investor, sehingga masih dapat berharap dari dividen yang dibagikan kepada mereka.

### DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, F Eugene dan Houston JF, 2004. *Fundamental of Financial Management*, Tenth Edition, Thomson South-Western, Ohio USA.
- C. Ambar Pujiharjanto dan FX.Suwarto, 2003. Relevansi Price Erning Ratio Sebagai Penilaian Harga Saham, *Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Kewirausahaan STIE Megarkencana*, Yogyakarta
- \_\_\_\_\_ dan Sherly Novitasari, 2006. Relevansi DPR, RE, Book Value dan Total Debt dalam Valuation Model pada perusahaan-perusahaan Manufaktur di BEJ, *Buletin Ekonomi-FE UPN*, Yogyakarta.

- Damodaran, Aswath, 2002. *Investment Valuation: Tools and Techniques for the Determining the Value of Any Asset*, John Wiley and Sons, Inc, Canada.
- Elton J. Edwin dan Gruber, MJ. 1995. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, Fifth Edition, John Wiley and Sons, Inc. Canada.
- Gordon, Myron J. 1962. *The Investment, Financing and Valuation of The Corporation*, Homewood III, Richard D Irwin.
- Malkiel, Burton, 1963. Equity Yields, Growth, and Structure of Share Prices, *American Economic Review*, 53 , pp.1004-1031.
- Miller, M., dan Modigliani, F., 1961. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, *Journal of Bussiness*, 34, pp. 411-433.
- Molodovsky, N., May, C. dan Chottinger, S., 1965. Common Stock Valuation, *Financial Analysts Journal*, 21, pp. 104-123.