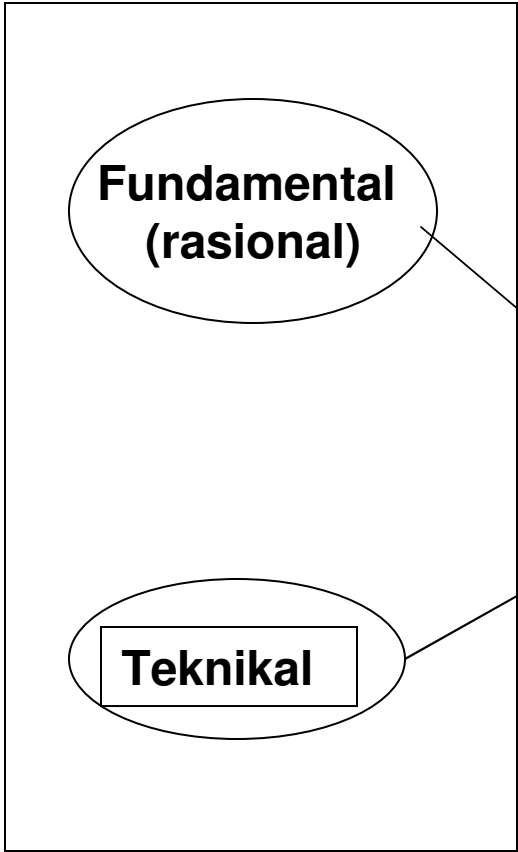


Chapter 5

Brigham & Daves (2004)

STOCK VALUATION

ANALISIS SEKURITAS



Nilai saham

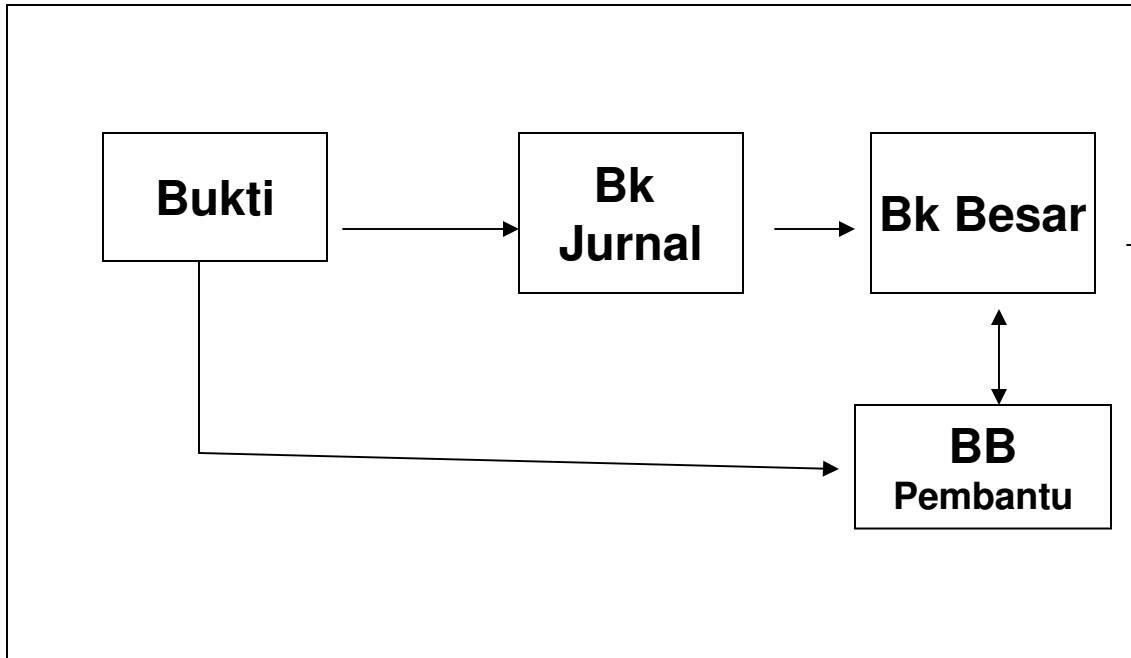
Beli/jual

HARGA

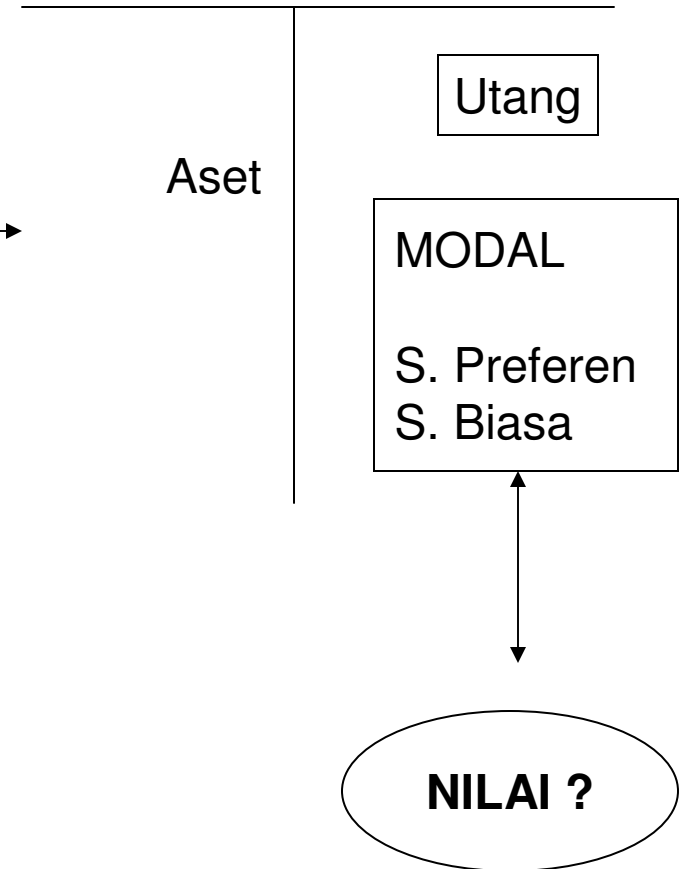
Over valued

Under valued

PROSES AKUNTANSI



NERACA



PENDAHULUAN

Aset finansial terpenting : ~ Stock (Common & Preferred)
~ Bond

Nilai saham dihitung dg : konsep nilai waktu uang

Lingkup Chap 5 → latar belakang saham biasa
→ hak pemegang saham
→ penentuan harga saham
→ Pasar Efisien
→ Saham Preferen

Pengertian Saham

- **sekuritas (*a piece of paper*) tentang pemilikan perusahaan (*ownership*), dan kepentingan pd perusahaan (*ownership interest*)**

- **Karakteristik shm (biasa):**
 1. **mencantumkan dividen bagi pemilik**
 2. **dapat dijual di masa mendatang**
 3. **Indonesia: bernilai nominal**

LEGAL RIGHTS AND PRIVILEGES OF COMMON STOCKHOLDERS

Pemegang saham → pemilik perusahaan
memiliki hak dan keistimewaan

Hak pemegang saham:

→ mengendalikan perusahaan (*control of the firm*)

→ membeli saham emisia (*the preemptive right*)

TYPES OF COMMON STOCK

Umumnya perusahaan memiliki satu macam saham biasa

→ Untuk kepentingan perusahaan, dibuat kelompok shm biasa

→→ Saham klas A, Klas B, dll

contoh:

→ Genetic Concepts--go public → menerbitkan Shm Klas A dan B

→→ Klas A : untuk umum, menerima dividen,
tidak berhak suara selama lima tahun.

→→ Klas B : khusus untuk pendiri,
berhak suara penuh selama 5 th
tidak menerima dividen s/d tingkat laba
tertentu

THE MARKET FOR COMMON STOCK

Privately owned/ closely held corporation:

- PT yg dimiliki kelompok kecil
- memiliki saham tertutup (*closely held stock*)
- tdk diperdagangkan / hanya di pasar OTC (*over the counter*)
- tidak tercatat pada bursa (*unlisted*)

Publicly owned corporation:

- PT yg dimiliki publik (*publicly held stock*)
- diperdagangkan secara aktif di pasar bursa
- tercatat pada bursa (*listed*)

Contoh:

● Bursa (USA):

- ~ The Pacific Coast,)
- ~ Midwest Exchange) Regional exchange → untuk *listing* awal
- ~ American Stock Exchange (AMEX)
- ~ The New York Stock Exchange (NYSE)

● Indonesia:

Bursa Efek Jakarta/ BEJ (Jakarta Stock Exchange)

Bursa Efek Surabaya/ BES (Surabaya Stock Exchange)

Jenis Transaksi Pasar Modal

1. Pasar Sekunder

- perdagangan saham perusahaan yg mapan dan dimiliki publik
- perdagangan saham yg telah beredar
- perusahaan tidak menerima uang (transaksi pihak luar)

2. Pasar Primer

- perdagangan saham tambahan (*additional*) perusahaan publik
- perdagangan saham untk meningkatkan ekuitas baru
- perusahaan menerima uang (transaksi perusahaan)

3. Pasar IPO (*Initial public offerings*)

- perdagangan saham pertama kali ditawarkan kpd publik
- perdagangan shm untk meningkatkan ekuitas dan pertama kali
- perusahaan menerima uang (transaksi perusahaan)

Penawaran Musiman (seasoned equity offering--SEO)

- SEO terjadi ketika perusahaan publik menerbitkan saham tambahan
- Setelah IPO atau SEO, shm diperdagangkan di NYSE atau Nasdaq.

Penilaian Saham Biasa

Pendekatan untuk Penilaian Saham Biasa:

- Model pertumbuhan Dividen (Dividend growth model)
- Penggunaan perusahaan sebanding (multiples of comparable firms)
- Metode arus kas bebas (tercakup di bab 10)

PENILAIAN SAHAM BIASA

Nilai saham = nilai sekarang arus kas harapan (yg akan datang)

→ Arus kas harapan (*expected cash flow*) terdiri:

~ dividen yg diharapkan tiap tahun

~ harga jual (yg diharapkan investor saham dijual kembali)

Nilai saham berbasis dividen ekspektasi (dividend discount model-DDM):

$$\Rightarrow VS = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + ks)^t}$$

→→ **Vs** = nilai saham sekarang

= PV dividen mendatang yg diharapkan = **Po**

D = dividen yg diharapkan akhir th ke **t**

ks = tingkat pendapatan disyaratkan (*required rate of return*)= r_s

t = akhir tahun ke-**t**

PENILAIAN SAHAM BIASA

Nilai shm, $VS = PV$ dari Dividen

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_2}{(1+r_s)^2} + \frac{D_3}{(1+r_s)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+r_s)^\infty}$$

$$VS = P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+ks)^t}$$

Vs = nilai saham sekarang = P_0

= PV dividen mendatang yg diharapkan = P_0

D = dividen yg diharapkan akhir th ke t

ks = tingkat pendapatan (*required rate of return*)= r_s

t = akhir tahun ke- t

Atau

Nilai saham berbasis pertumbuhan nol (zero)

$$\Rightarrow P_0 = \frac{D}{k_s}$$

Contoh:

Dividen saham suatu perusahaan (D) = \$1.15, tingkat return yg diharapkan (k_s) = 13.4%, berapa nilai saham (V_s atau P_0)?

$$P_0 = \frac{\$1.15}{0.134} = \$ 8.58$$

Saham bertumbuh Konstan

Saham bertumbuh konstan (a constant growth stock) = Saham yg memiliki dividen yg diharapkan bertumbuh dg tingkat konstan, g

$$\begin{aligned}D_1 &= D_0(1+g)^1 \\D_2 &= D_0(1+g)^2 \\D_t &= D_0(1+g)^t\end{aligned}$$

Jika g konstan, maka:

$$\hat{P}_0 = \frac{D_0(1+g)}{r_s - g} = \frac{D_1}{r_s - g}$$

Saham bertumbuh Konstan

Nilai saham berbasis pertumbuhan normal/ konstan

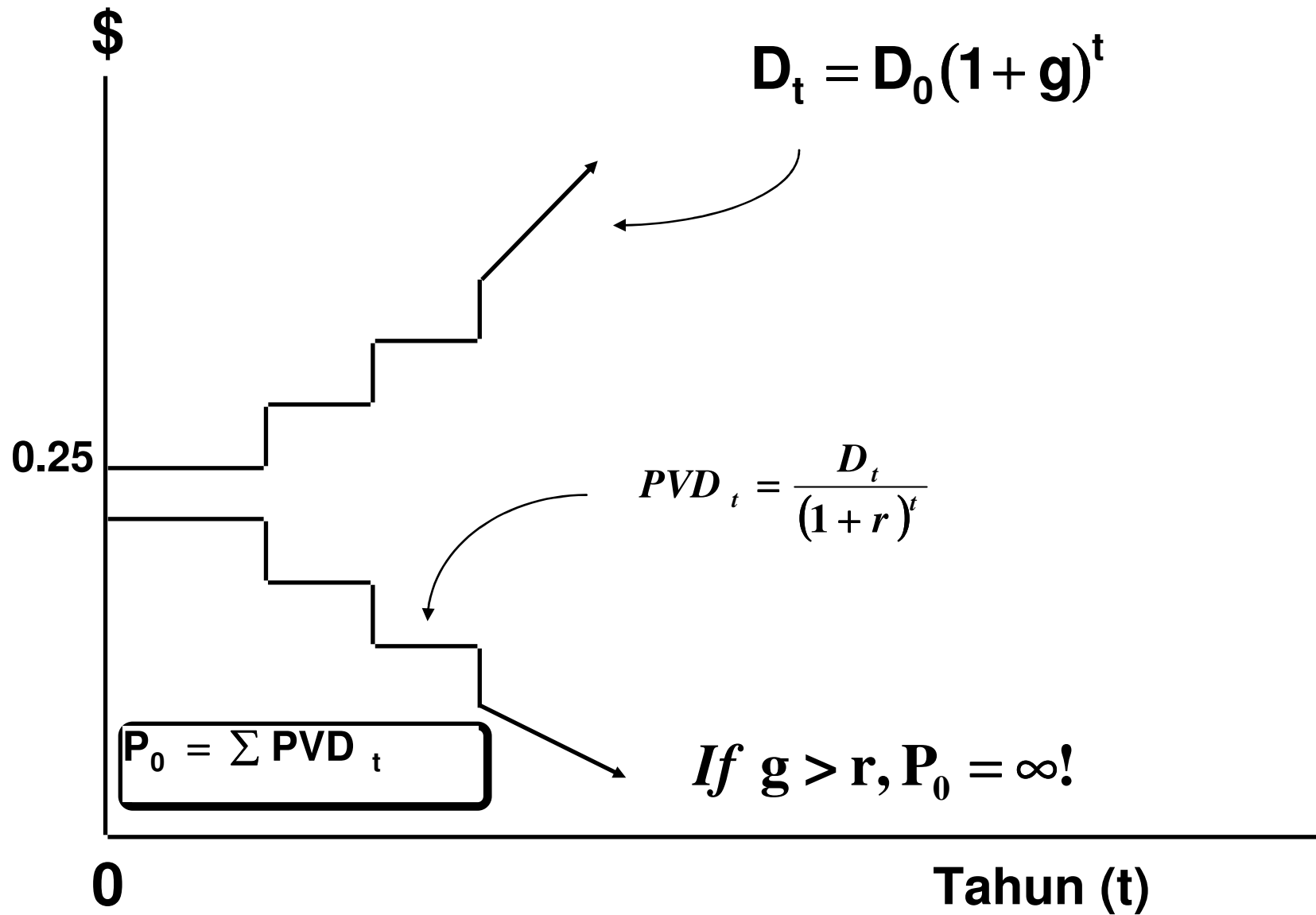
$$\Rightarrow P_0 = \frac{D_0 (1+g)}{K_s - g}$$
$$\Rightarrow = \frac{D_1}{k_s - g}$$

Contoh:

Dividen saham MicroDrive (D) = \$1.15, tingkat pertumbuhan yg diharapkan (g) = 8%, tingkat return ekspektasi 13.4%, berapa nilai saham (**V_s** atau **P₀**)?

$$\rightarrow D_1 = \$1.15 (1 + 0.08) = \$1.24$$

$$P_0 = \frac{\$1.24}{(0.134 - 0.08)} = \$23.00$$



Pertumbuhan Dividen, g vs Return Disyaratkan, r_s

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{r_s - g} \text{ requires } r_s > g.$$

- jika $r_s < g$, harga saham negatif, TIDAK MUNGKIN.
- Model tak dpt digunakan jika tidak:
 - (1) $g < r_s$ dan
 - (2) g diharapkan konstan.
- Sebab g bertumbuh jngk panjang (must be a long-term growth rate), maka tak dpt $> r_s$.

Penilaian Saham

(Perusahaan Pembanding, Pasar Sekuritas)

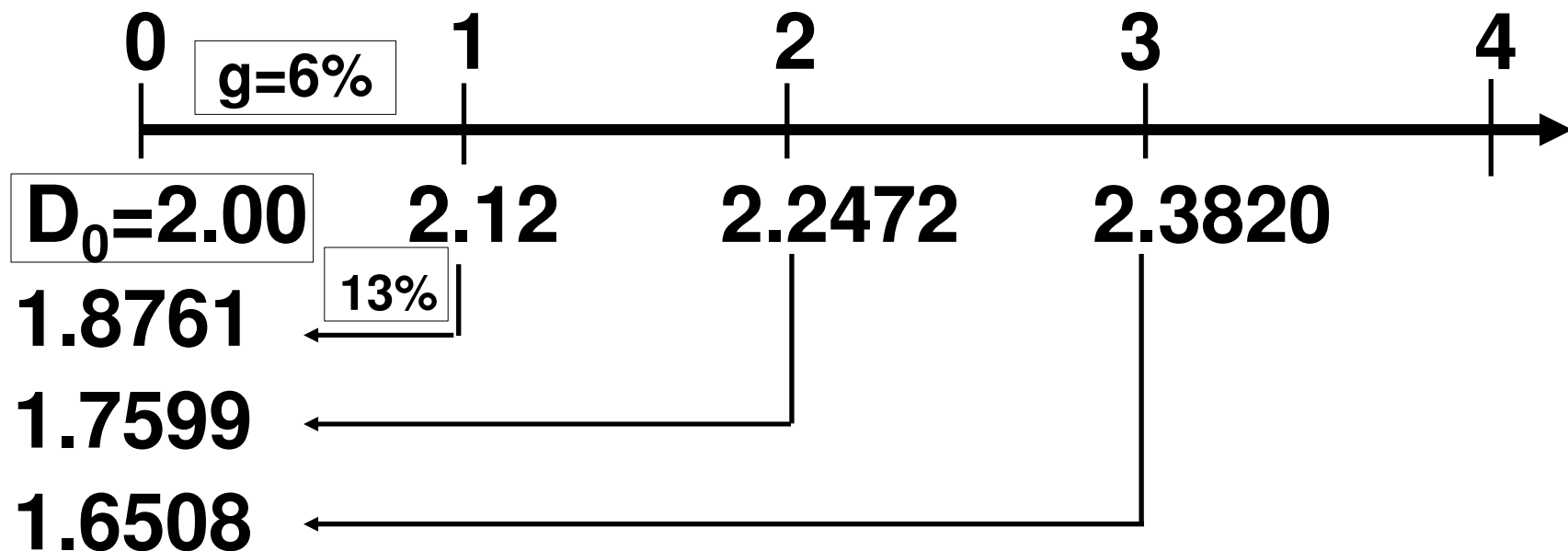
- Asumsikan beta, $b_i = 1.2$, return bebas risiko, $r_{RF} = 7\%$, dan return premium, $RPM = 5\%$.
- Berapa return disyaratkan, r_s pd saham tsb?
- Gunakan garis pasar modal (securities market line= SML) untuk menghitung r_s :

$$E(R_i) = RF + \beta_i [E(R_M) - RF]$$

$$\begin{aligned} r_s &= r_{RF} + (RP_M) b_{Firm} \\ &= 7\% + (5\%) (1.2) \\ &= 13\%. \end{aligned}$$

Penilaian Saham

- Asumsikan dividen sekarang, D_0 \$2.00 dan, pertumbuhan, g konstan 6%.
Hitung dividen harapan slm 3 thn ke depan, dan PVs. $r_s = 13\%$.



Penilaian Saham

Berapa nilai pasar saham, jika $D_0 = 2.00$, $r_s = 13\%$, $g = 6\%$.
Constant growth model:

$$\hat{P}_0 = \frac{D_0(1+g)}{r_s - g} = \frac{D_1}{r_s - g}$$
$$= \frac{\$2.12}{0.13 - 0.06} = \frac{\$2.12}{0.07} = \$30.29.$$

Penilaian Saham

- Berapa nilai pasar saham satu tahun ke depan, \hat{P}_1 ?
- D_1 akan terbayar, maka dividen harapan D_2, D_3, D_4 dst.
Maka,

$$P_1 = \frac{D_2}{r_s - g}$$
$$= \frac{\$2.2427}{0.07} = \$32.10$$

RR Ekspektasi atas Saham Bertumbuh Konstan

Tingkat return ekspektasi (RRE) =

Penghasilan dividen ekspektasi (*expected rate of return*)

+

Tingkat pertumbuhan ekspektasi (*expected dividend yield*) atau penghasilan laba modal (*capital gains yield*)

$$\Rightarrow k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Contoh lain:

1 Januari 1999, ANDA membeli saham MicroDrive harga \$23, dividen yg diharapkan (D_1) = \$1.242 satu tahun, tingkat pertumbuhan yg diharapkan konstan (g) = 8%, berapa tingkat return ekspektasi? Berapa harga saham ekspektasi 31 Desember 1999? Penghasilan dari laba modal 1999 (capital gains yield)? Penghasilan dividen 2000 (dividend yield)?

→ RR ekspektasi: k_s

$$\frac{\$ 1.242}{\$23}$$

$$\Rightarrow k_s = \frac{\$ 1.242}{\$23} + 8\% = 13.4\%$$

→ Harga shm ekspektasi 31 Desember 1999 = P_1

$$D_1 = \$1.242$$

$$D_2 = D_1 (1+g) = \$1.242(1+0.08) = \$1.3414$$

$$\Rightarrow P1 = \frac{D2}{ks - g} = \frac{\$1.3414}{0.134 - 0.08} = \$24.84$$

→ Penghasilan laba modal 1999

$$\begin{aligned} \text{laba modal} &= \frac{P1 - P0}{P0} = \frac{24.84 - 23}{23} \\ &= 0.08 = 8\% \end{aligned}$$

→ Penghasilan dividen 2000:

$$\begin{aligned} &= \frac{D2}{P1} = \frac{1.3414}{24.84} = 0.054 = 5.4\% \end{aligned}$$

STOCK MARKET EQUILIBRIUM

→ Equilibrium: titik saat harga pd rr ekspektasi sama dg rr yg diminta

Kondisi equilibrium:

1. rr (rate of return) ekspektasi suatu saham oleh investor marginal sama dengan rr yg diminta ($k_i = k_i$)
2. Harga pasar aktual sama dengan nilai intrinsik seperti yg diestimasi oleh investor marginal ($P_o = P_o$)

Investor marginal:

→→ akan membeli shm jika rr ekspektasi $>$ rr diminta

→→ akan menjual jika rr ekspektasi $<$ rr diminta

→→ akan tidak menjual atau membeli jika rr ekspektasi = rr diminta

Return yg diminta atas saham X (= k_x)

$$\Rightarrow k_x = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) b_x$$

k_{RF} = rr bebas risiko (risk-free rate of return)

k_M = rr yg diminta pd rata-rata saham (market rate of return)

b_x = beta/ risiko atas shm x.

Contoh:

Tingkat return bebas risiko (k_{RF}) = 8%, return yg diminta atas rata-rata saham (k_M) = 12%, Saham X memiliki beta = 2.

Berapa tingkat return yg diminta (k_x)?

$$\begin{aligned}\Rightarrow k_x &= 8\% + (12\% - 8\%) \times 2.0 \\ &= 16\% \text{ (lihat SML = security market line)}\end{aligned}$$

Perubahan Dalam Harga Saham Equilibrium

- Harga saham tidak konstan
- Informasi yg tersedia menyebabkan harga saham berubah-ubah

Hipotesis Pasar Efisien (Efficient Markets Hypothesis/EMH)

EMH mendalilkan:

- ~ saham berada dalam keseimbangan;
 - ~ tidak mungkin bagi investor yang tidak memiliki informasi terselubung (inside) secara konsisten “mengacak-acak pasar (beat the market)”.
-
- Saham selalu dinilai $P_0 = P_0$,
 - return yang diminta atas suatu saham sama dengan return harapannya ($k = k$),
 - plot return harapan saham semuanya pada SML.

Informasi ↔ Efisiensi:

1. perubahan harga yg tlh lalu (historis)
2. publikasi (inf publik)
3. khusus (privately held)

Level Efisiensi Pasar:

1. Efisiensi Bentuk Lemah (Weak-Form Efficiency)
 2. Efisiensi Bentuk Setengah Kuat (Semistrong-Form Efficiency)
 3. Efisiensi Bentuk Kuat (Strong-Form Efficiency)
- Implikasi: ~ shm dinilai secara fair (tidak dinilai over atau under)
~ tidak mungkin investor memperoleh return abnormal.

ACTUAL STOCK PRICES AND RETURNS

→ Fakta: harga saham sesungguhnya berbeda dg harga ekspektasi
return sesungguhnya berbeda dg return ekspektasi

Contoh:

Awal 1991, harga IBM harga \$120, dividen 1990 (D_0) = \$4.84, tingkat pertumbuhan yg diharapkan konstan (g) = 8%, berapa tingkat return ekspektasi (k_s)?

→ RR ekspektasi:

$$\$ 5.23$$

$$\Rightarrow k_s = \frac{\$ 5.23}{\$120} + 8\% = 12.4\%$$

→ RR aktual:

→→ k_s = hasil dividen aktual + hasil laba modal

$$\Rightarrow \begin{aligned} & \frac{\$4.84}{\$120} + \frac{-\$31}{\$120} = -21.8\% \end{aligned}$$

Saham Preferen

(PREFERRED STOCK)

- shm campuran (Hybrid): (= obligasi + saham biasa)
- spt bond : nilai pari, dividen tetap (sbl dividen shm biasa)
- spt common: jika dividen tak terbayar → tidak bangkrut

Nilai shm preferen:

$$\Rightarrow V_{ps} = \frac{D_{ps}}{k_{ps}}$$

- V_{ps} = nilai saham preferen
= PV dividen mendatang yg diharapkan kekal
- D_{ps} = dividen yg diharapkan shm preferen
- k_{ps} = tingkat pendapatan (*required rate of return*)

Saham Preferen

Contoh:

MicroDrive memiliki saham preferen, dividen = \$10 per tahun, tingkat return yg diminta atas shm preferen 10%.
Berapa nilai saham preferen?

$$\Rightarrow V_{ps} = \frac{Dps}{kps}$$

$$\Rightarrow V_{ps} = \frac{\$ 10}{0.10} = \$100$$