

## MENILAI SAHAM DARI DIVIDENNYA

**Budi Frensidy - Staf Pengajar FEUI dan Penulis Buku Matematika Keuangan  
Dimuat di Tabloid Minggu Bisnis Indonesia 9 Desember 2007 – Rubrik Investasi**

Nilai dari semua aset adalah *present value* (PV) dari semua aliran kas aset itu di masa datang. Untuk obligasi, aliran kas itu adalah pembayaran periodik kupon obligasi, biasanya setiap enam bulan, dan pembayaran pokok saat jatuh tempo. Untuk saham, nilainya dapat dihitung dari PV semua dividen tunai di masa datang yang dibayarkan kepada para pemegang saham. Untuk properti, valuta asing, waralaba, ruko, dan aset lainnya juga menggunakan prinsip yang sama seperti valuasi saham dan obligasi.

### **Kuncinya aliran kas**

Untuk mempunyai nilai, sebuah aset tidak harus memberikan aliran kas setiap tahunnya. Bisa saja aliran kas itu hanya terjadi sekali saja seumur hidupnya yaitu pada saat dijual/jatuh tempo seperti investasi dalam emas dan obligasi tak berbunga. Dalam kasus lain, aliran kas setiap tahun dapat saja bersifat konstan atau baru diberikan setelah beberapa periode, atau mengalami pertumbuhan yang stabil dari periode ke periode.

Khusus untuk aset yang aliran kasnya konstan secara terus menerus atau berkembang dengan tingkat pertumbuhan yang stabil, kita mempunyai persamaan-persamaan pamungkas untuk menentukan nilainya. Namun, untuk aset dengan aliran kas tidak konstan, terputus, atau pola lainnya, sayangnya, belum ada persamaan matematika untuk menghitung nilainya secara langsung. Karenanya, kita harus melakukannya satu per satu dengan teknik DCF (*discounted cash flow*) atau aliran kas yang didiskontokan.

Jika persamaan matematika dan teknik DCF untuk menilai aset itu diterapkan untuk saham, kita mengenal konsep *divident-discount model* (DDM), yang sering digunakan sebagai salah satu pendekatan dalam analisa fundamental. Dengan kata lain, DDM adalah salah satu teknik DCF yang menggunakan dividen sebagai aliran kasnya. Untuk memahami model ini, saya akan memberikan beberapa ilustrasi berikut.

Pertama, berapakah harga (nilai intrinsik) sebuah saham yang baru saja memberikan dividen Rp300 jika dividen ini diperkirakan akan konstan di masa datang? Asumsikan tingkat return yang diharapkan investor untuk memegang saham ini, berdasarkan CAPM, adalah 15%. Jawabannya adalah  $P = (\text{dividen} / \text{tingkat return yang diharapkan})$  atau  $\text{Rp}300 / 15\% = \text{Rp}2.000$ . Jika dividen tahun ini belum dibagikan, harga saham itu akan menjadi Rp2.000 ditambah dividen tahun ini atau Rp2.300. Jika besar dividen atau tingkat return yang diharapkan berubah, harga saham tentunya juga akan berubah. Ini adalah contoh perpetuitas biasa yaitu anuitas biasa dengan periode waktu tak terhingga.

### **Dividen ditunda & bertumbuh**

Variasi lain adalah jika perusahaan, karena sedang dalam tahap pertumbuhan, belum dapat membayarkan dividen hingga lima tahun pertama. Barulah pada tahun ke-6 dan seterusnya, dividen sebesar Rp300 akan dibayarkan. Berapakah harga saham yang menjanjikan perpetuitas ditunda seperti ini? Jika return yang diharapkan tetap 15%, logikanya, harga saham itu adalah Rp2.000 lima tahun lagi. Berapa harganya sekarang, kita tinggal menghitung PV dari nilai ini. Jika tingkat diskonto yang relevan adalah 10%, maka harga wajar saham ini adalah  $\text{Rp}2.000 / (1 + 10\%)^5 = \text{Rp}1.242$ . Perhatikan kalau kita tidak lagi menggunakan tingkat return yang diharapkan investor yang 15% itu untuk mencari PV dari FV tertentu.

Terakhir, jika saham di atas menjanjikan dividen yang bertumbuh sebesar 10% per tahun, berapa harga wajarnya? Asumsikan return yang diharapkan dan tingkat diskonto adalah sama yaitu 15% dan 10% dan dividen tahun ini sudah dibayarkan.

Dividen tahun depan adalah  $Rp300 (1 + 10\%) = Rp330$ , tahun berikutnya  $Rp363$ , demikian seterusnya. Persamaan untuk ini adalah  $P = D_1 / (k - g)$ , yang dikenal sebagai model pertumbuhan Gordon dengan  $g$  adalah tingkat pertumbuhan dan  $D_1$  adalah dividen tahun depan. Asumsi yang harus dipenuhi dalam persamaan Gordon ini adalah  $g$  bersifat stabil dari tahun ke tahun. Harga saham ini menjadi  $P = Rp330 / (15\% - 10\%) = Rp6.600$ . Jika dividen tahun ini sebesar  $Rp300$  belum dibayarkan, harga saham wajarnya adalah  $Rp6.900$ .

Jika Anda mau, Anda dapat saja menggunakan asumsi lain seperti perpetuitas bertumbuh ditunda yaitu bertumbuh seperti di atas tetapi pembayaran pertamanya 6 tahun lagi dan sebesar  $Rp330$ . Jika demikian, harganya adalah  $Rp6.600$  tetapi itu masih 5 tahun lagi. Harganya sekarang adalah PV dari  $Rp6.600$  atau  $Rp 4.098$ .

Sekarang jelas kalau besar dan *timing* dividen, tingkat return yang diharapkan, tingkat diskonto, dan adanya pertumbuhan akan sangat menentukan harga sebuah saham. Dalam contoh di atas, apakah harganya  $Rp2.000$ ,  $Rp2.300$ ,  $Rp1.242$ ,  $Rp6.600$ ,  $Rp6.900$ , atau  $Rp4.098$  tergantung *timing* dividen dan tingkat pertumbuhan.

Yang juga perlu Anda ketahui sebagai investor saham adalah aliran kas untuk penilaian saham itu tidak hanya dividen, tetapi bisa juga aliran kas lainnya seperti aliran kas bersih untuk perusahaan (*free cash flow to the firm*), aliran kas untuk ekuitas (*free cash flow to equity*), *residual income*, dan nilai tambah ekonomi (*economic value added* - EVA).

Penilaian harga saham berdasarkan analisa fundamental pun tidak hanya mengenal teknik DCF. Masih ada pendekatan lain yang juga populer yaitu menggunakan *price multiple* seperti PER (*price earning ratio*), P/BV (*price to book value*), PEG (*price earning growth*), dan lainnya.

Lebih lanjut dalam literatur investasi juga disebutkan kalau analisa fundamental pun bukan satu-satunya. Masih ada analisa lainnya yang juga banyak digunakan para investor saham dan manajer investasi yaitu analisa teknikal dan analisa momentum. Seperti kata pepatah, banyak jalan menuju Roma. Untuk saham juga sama, banyak cara untuk menilai harganya. Penilaian dengan menggunakan dividen hanyalah satu dari sekian banyak pendekatan yang ada.

Depok, 22 Oktober 2007