

**VALUASI DENGAN METODE DIVIDEN PADA BANK PEMBANGUNAN
DAERAH YANG TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA****Oleh :****Pandu Adi Cakranegara**

Universitas Presiden

Email : pandu.cakranegara@president.ac.id**Kristi Indriyani**

Jakarta International University

Email : kristi@jiu.ac**Article Info***Article History :**Received 15 May - 2022**Accepted 29 May - 2022**Available Online**30 May - 2022***Abstract**

Valuation has an important role, especially for value investors. By knowing the intrinsic value of a stock, an investor can compare it with the value formed in the market. When the intrinsic value is above the market value, the stock is undervalued and worth buying and vice versa. This study evaluates local government banks listed on the Indonesia Stock Exchange. The valuation method used is the Dividend Discount Model method. The data used is secondary data originating from financial reports and the Indonesia Stock Exchange. When the dividend discount model framework is applied, the value valuation of the bank can be obtained. The results of this study indicate that the value of Bank Jatim tends to be undervalued while Bank Jabar tends to be overvalued. It should be remembered that in conducting the assessment, there are assumptions that must be made. When this assumption is not met, the assessment results may differ.

*Keyword :***Valuation, State Bank,
Dividend Discount
Model****1. PENDAHULUAN**

Salah satu industri yang memiliki pertumbuhan yang positif dari tahun ke tahun adalah industri keuangan. Industri keuangan di Indonesia berbasis bank dengan bank-bank milik pemerintah yang mendominasi secara aset. Bank milik pemerintah dibagi menjadi bank milik pemerintah pusat dan pemerintah daerah. Di tingkatan pemerintah pusat pemerintah memiliki bank komersial di bawah kementerian Badan Usaha Milik Negara. Dari empat bank yang masuk kategori Bank BUKU 4 atau bank dengan modal terbesar, tiga adalah bank milik pemerintah pusat yaitu Bank Mandiri, Bank Rakyat Indonesia dan Bank Negara Indonesia. Ketiga bank ini juga menjadi salah satu penyumbang dividen terbesar negara. Sementara di tingkatan pemerintah daerah juga terdapat milik pemerintah daerah. Bank pada dasarnya berfungsi sebagai jantung dari ekonomi yaitu untuk mengumpulkan dan menyalurkan pendanaan sehingga ekonomi dapat bergerak (Jumran & Hendrawan, 2021). Begitu juga bank di daerah berperan untuk

menghimpun dana dan menyalurkannya. Pemerintah daerah sendiri memerlukan banyak fungsi terkait bank terutama fungsi administrasi keuangan baik terkait payroll, fungsi kredit, fungsi distribusi dana dan berbagai fungsi administrasi keuangan lainnya. Karena itu selain untuk meningkatkan pembangunan daerah maka memiliki bank daerah juga memiliki sisi kepraktisan tersendiri (Kusumanisita & Minanti, 2021).

Bank di tingkatan daerah disebut juga bank pembangunan daerah. Penambahan kata daerah adalah untuk menyatakan bahwa fungsi dari bank tersebut adalah untuk menciptakan pembangunan di daerah (Wahyuningsih, 2021). Pemerintah memiliki dana yang berasal dari pendapatan asli daerah maupun dana transfer yang diberikan pemerintah pusat untuk dikelola di daerah. Kedua dana ini perlu dimanfaatkan untuk menciptakan kesejahteraan di tingkat daerah. Dan salah satu cara menciptakan kesejahteraan adalah melalui pembangunan (Putranto, 2022).

Secara kapitalisasi pasar bank daerah kurang menarik di banding bank besar milik pemerintah. Selain itu potensi pertumbuhan bank daerah juga terbatas yaitu sesuai dengan potensi daerahnya (Muhammadinah, 2021). Bank daerah juga selain mematuhi aturan perbankan yang diterapkan oleh Bank Indonesia dan Otoritas Jasa Keuangan juga memiliki amanat dari Pemerintah Daerah. Hal ini berbeda dengan bank milik pemerintah pusat yang mampu menyalurkan kredit ke perusahaan-perusahaan swasta nasional.

Dilihat dari sisi lain bank daerah cenderung memiliki volatilitas yang lebih stabil di pasar modal. Selain itu bank pemerintah daerah memiliki pertumbuhan positif dari tahun ke tahun dan membagikan dividen yang bertumbuh relative stabil. Dari sisi harga, harga bank daerah berada di harga per lembar saham yang lebih kecil dari Bank BUKU 4. Hal-hal ini yang menarik bagi investor untuk menjadikan saham bank daerah sebagai salah satu tempat investasi.

Selain sisi kualitatif tersebut terdapat kerangka pikir kuantitatif untuk menilai sebuah perusahaan dalam hal ini sebuah bank. Salah satu cara tersebut adalah melakukan valuasi. Valuasi berarti adalah menilai intrinsic dari suatu saham. Nilai intrinsic berarti adalah nilai sesungguhnya dari sebuah saham. Nilai intrinsic ini tidak selalu sama dengan nilai yang terbentuk di pasar. Nilai yang terbentuk di pasar dalam jangka pendek terjadi karena terdapat tarik menarik antara permintaan dan penawaran (Hasibuan & Harahap, 2021).

Valuasi dapat dilakukan dengan beberapa cara. Namun paling tidak terdapat dua metode utama dalam valuasi yaitu dengan melakukan pendekatan perbandingan dengan pasar atau dengan menghitung nilai intrinsic. Bisa jadi kedua metode ini digabungkan sebagai alternative. Penelitian ini mencoba menilai saham bank daerah dengan menggunakan metode fundamental yaitu dengan melakukan penilaian nilai instrinsik (Febriani et al, 2022). Kerangka pikir yang digunakan adalah kerangka penilaian dengan menggunakan dividen. Pada bab dua di bagian literatur terdahulu akan dibahas beberapa kerangka pikir valuasi nilai intrinsic dan kenapa valuasi dengan menggunakan dividen digunakan (Zulfrisal, 2022).

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk melihat nilai instrinsik dari bank pembangunan daerah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Selanjutnya setelah melakukan penilaian maka dilakukan pembahasan mengenai hasil nilai tersebut. Hasil penilain instrinsik dapat lebih rendah dari nilai pasar, sama dengan nilai pasar, dan lebih tinggi dari nilai pasar. Jika terdapat perbedaan dengan nilai pasar maka perlu dicari apa kemungkinan yang menjadi penyebab perbedaan ini.

2. KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Nilai Perusahaan

Terdapat dua cara umum untuk menentukan nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan nilai instrinsik perusahaan atau dengan menggunakan fundamental perusahaan (Setiawan et al, 2021). Nilai juga dapat diukur dengan membandingkan perusahaan dengan perusahaan sejenis yang telah memiliki nilai di pasar. Nilai instrinsik dapat dihitung dengan menghitung arus kas perusahaan atau dengan menggunakan alat bantu statistic. Jika penilaian dilakukan dengan metode arus kas perusahaan maka pilihan yang dapat digunakan adalah dengan menggunakan arus kas bebas baik arus kas bebas perusahaan maupun arus kas ekuitas (Yuniastri et al., 2021). Jika yang dicari adalah nilai tambah maka dapat digunakan arus kas residual atau residual income. Lalu ada jug arus kas yang secara riil dinikmati investor terutama investor ritel maka dapat digunakan arus kas yang berasal dari dividen (Alpi & Batubara, 2021).

Pertumbuhan dan Nilai Perusahaan

Setiap perusahaan didirikan untuk menciptakan nilai bagi para pendirinya dan investor yang berinvestasi di dalamnya. Terdapat berbagai faktor yang mendorong naiknya nilai perusahaan. Salah satu faktor tersebut adalah performa perusahaan. Salah satu alat ukur performa perusahaan adalah bagaimana perusahaan menghasilkan imbal balik untuk investor atau return on equity (Dukalang et al, 2021). Dari imbal balik yang dihasilkan perusahaan, maka perusahaan mempunyai dua pilihan. Jika perusahaan memutuskan untuk membagikan dalam bentuk dividen maka kesejahteraan investor akan meningkat. Jika perusahaan memutuskan untuk menginvestasikan ke dalam laba ditahan maka investasi ini akan meningkatkan pertumbuhan perusahaan di masa depan yang selanjutnya akan meningkatkan imbal balik yang diterima investor di masa depan (Budiarti, 2022).

Investor sendiri akan mendapatkan keuntungan dari dua sumber yaitu melalui kenaikan nilai investasinya yang disebut sebagai capital gain dan dari dividen yang dibagikan. Terdapat beberapa jenis investor. Investor yang risk averse akan lebih memilih untuk mencari perusahaan yang membagikan dividen secara rutin. Sedangkan investor yang lebih berani mengelola risiko dapat memilih untuk mengambil perusahaan yang memiliki pertumbuhan lebih tinggi dan mendapatkan keuntungan dari kenaikan nilai. Bagi investor yang indifferent maka investor tersebut dapat membuat dividennya sendiri atau home made dividend. Jika nilai dividen terlalu kecil maka investor tersebut dapat melikuidasi kepemilikan sahamnya untuk menghasilkan jumlah dividen yang sesuai dengan keinginannya. Begitu pula bila dividen dipandang terlalu besar maka sebagian dividen dapat diinvestasikan ulang dengan membeli lebih banyak saham perusahaan.

Kebijakan Dividen

Dividen merupakan salah satu indikator penting bagi investor. Dividen memberikan arus kas yang pasti bagi investor. Dengan adanya dividen maka investor dapat merealisasikan sebagai keuntungan dari investasinya. Dengan memberikan dividen maka perusahaan dapat memperluas jumlah calon investor potensial. Hal ini akan penting untuk likuiditas saham apalagi saat ini bursa efek Indonesia memperhitungkan free float saham di bursa.

Secara garis besar perusahaan memiliki tiga jenis kebijakan dividen. Kebijakan pertama adalah kebijakan dividen residual. Pada kebijakan ini perusahaan akan membagikan seluruh dividen yang tersisa setelah keperluan investasi di modal kerja dan belanja kerja perusahaan. Kebijakan dividen kedua adalah kebijakan dividen konstan. Pada kebijakan dividen ini jumlah dividen adalah berupa persentase tetap dari laba bersih perusahaan. Dan kebijakan dividen ketiga adalah kebijakan dividen stabil di mana perusahaan memberikan sejumlah dividen minimal dan jika memungkinkan menjaga besaran dividen dari tahun ke tahun.

Peningkatan dividen bisa menjadi sinyal positif bagi investor karena investor akan mendapatkan lebih banyak arus kas dari perusahaan. Sedangkan penurunan dividen dapat menjadi sinyal positif bagi perusahaan karena akan memberikan arus kas yang lebih

rendah kepada investor. Karena itu perusahaan akan menghindari untuk melakukan pengurangan dividen.

Kerangka Dividen Discount Model

Nilai bisa menjadi satu hal yang relative. Relatif di sini bukan karena nilainya bisa berubah-ubah tetapi setiap investor memiliki sudut pandang terhadap sebuah perusahaan sehingga dengan demikian memiliki titik berat tertentu dalam menilai suatu perusahaan (Tangkuman et al, 2021). Pemberi kredit kepada perusahaan akan menggunakan kerangka analisa kredit dalam memberikan kredit kepada perusahaan. Sedangkan pemilik saham mayoritas dapat menggunakan kerangka free cash flow karena pemilik saham mayoritas dapat mendudukkan dirinya di kursi komisaris atau bahkan kursi direksi (Anggun, 2021). Sementara bagi investor ritel yang memiliki dana terbatas keuntungan datang dari apresiasi nilai saham dan dari dividen. Dividen yang diterima tiap periode adalah arus kas riil yang diterima oleh investor ritel. Oleh karena itu jika yang menjadi tujuan adalah valuasi untuk investor ritel maka salah satu kerangka yang cocok adalah kerangka dividend discount model (Mattoviani, 2021).

Kerangka dividend discount model memiliki beberapa keterbatasan. Keterbatasan itu adalah tidak semua perusahaan membagikan dividen. Ketika perusahaan tidak membagikan dividen maka tidak dapat dilakukan penilaian dengan menggunakan metode yang melibatkan dividen. Bahkan ketika perusahaan membagikan dividen tetapi dividen tersebut tidak teratur dalam arti tidak diberikan setiap periode maka ini juga akan membuat proses valuasi dengan menjadi dividen lebih tidak tepat. Bisa jadi perusahaan membagikan dividen tetapi dividen bersifat volatile sehingga jumlahnya berubah dari periode ke periode.

Terdapat tiga hal yang perlu ada dalam kerangka penilaian menggunakan dividend discount model. Pertama adalah dividen yang rutin diberikan dan memiliki volatilitas yang tidak terlalu tinggi, kedua adalah pertumbuhan dividend dan ketiga adalah cost of equity. Bila ketiga variable ini dapat dihitung dengan tepat maka valuasi akan mencerminkan nilai instrinsik perusahaan.

Bank dan Valuasi dengan Menggunakan Dividend Discount Model

Bank adalah sebuah industry yang special. Berbeda dengan industry lain perbankan adalah industry yang memiliki peranan penting bagi

ekonomi. Bank seakan adalah jantung bagi perekonomian. Secara struktur bank mengumpulkan dana dari pihak ketiga dan memberikannya ke berbagai perusahaan yang meminjam ke bank. Dengan demikian memiliki sebagian besar aset yang terdiri dari aset yang likuid. Dari sisi pendanaan karena porsi terbesar pendanaan bank berasal dari pihak ketiga maka bank memiliki tingkat leverage yang tinggi.

Perusahaan dapat dikategorikan menjadi tiga jenis berdasarkan hubungannya dengan siklus bisnis. Pertama adalah perusahaan yang mengikuti siklus bisnis artinya ketika ekonomi sedang naik maka pendapatan perusahaan tersebut naik dan sebaliknya ketika ekonomi sedang turun maka pendapatan perusahaan tersebut turut turun. Kedua adalah perusahaan defensive yaitu perusahaan yang tidak terlalu terpengaruh oleh siklus bisnis. Ketika ekonomi sedang baik maka pendapatan turut meningkat tetapi tidak terlalu signifikan dan begitu pula ketika ekonomi turun maka konsumen tetap membeli produk perusahaan tersebut. Yang terakhir adalah perusahaan bertumbuh di mana apapun kondisi ekonomi perusahaan ini tetap akan bertumbuh karena perusahaan ini sedang berada dalam fase pertumbuhan tinggi. Bank termasuk ke dalam perusahaan yang sensitive terhadap siklus bisnis. Ini dikarenakan bank memberikan kredit ke berbagai perusahaan sehingga risiko bank pun terekspos ke berbagai perusahaan baik perusahaan yang terpengaruh siklus maupun perusahaan yang tidak terpengaruh siklus. Dilihat dari imbal balik maka bank memiliki potensi untuk memiliki imbal balik yang tinggi karena dengan porsi ekuitas yang relative kecil bank bisa menghasilkan laba bersih. Salah satu faktor yang mempengaruhi nilai return on equity adalah seberapa besar aset yang dikelola perusahaan dan bagaimana aset tersebut didanai. Dalam hal ini bank memiliki aset yang besar dan sebagian besar didanai oleh dana pihak ketiga.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian terapan dengan menggunakan metode kuantitatif. Penelitian terapan adalah penelitian yang menerapkan kerangka yang telah ada di dalam teori untuk dipraktikkan ke dalam sebuah kasus riil yang terjadi di lapangan. Manfaat dari penelitian aplikatif adalah memberikan pengetahuan tentang bagaimana

sebuah kerangka pikir dapat diterapkan secara nyata. Selain itu dengan menerapkan sebuah kerangka pikir maka dapat diketahui kebermanfaatan kerangka pikir tersebut.

Penelitian dimulai dengan memilih kerangka pikir yang cocok. Kerangka pikir yang cocok ini dipilih dengan melihat literature terdahulu. Setelah ditemukan kerangka pikir yang cocok maka kerangka tersebut diterapkan pada data yang tersedia. Untuk mendapatkan data maka perlu ada proses pengambilan data. Untuk mendapatkan data yang reliabel maka data diambil dari data yang terdapat di Bursa Efek Indonesia. Data ini berasal dari laporan keuangan bank yang telah diaudit. Idealnya laporan tersebut adalah laporan yang telah mendapatkan opini audit wajar tanpa pengecualian yang merupakan opini audit tertinggi yang menyatakan bahwa secara keseluruhan laporan tersebut wajar dan telah disusun sesuai dengan standar akuntansi keuangan yang berlaku.

Selanjutnya data yang dikumpulkan akan dimasukkan ke dalam kerangka yang dipilih dan dihitung untuk mendapatkan nilai intrinsic dari saham bank. Setelah nilai intrinsic dihitung maka selanjutnya dilakukan perbandingan antara nilai intrinsik ini dengan nilai pasar. Ketika nilai intrinsik ini berbeda dengan nilai pasar maka perlu dicari penyebab perbedaan yang mungkin menjadi penyebabnya. Bagian terakhir adalah melakukan penilaian apakah kerangka yang dipilih dapat memberikan fungsi seperti yang diharapkan yaitu memberikan hasil penilaian yang sesuai dengan kondisi riil di lapangan.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Industri perbankan di dunia merupakan industry yang diregulasi dengan ketat. Meski demikian jumlah bank di Indonesia relative banyak bila dibandingkan dengan negara-negara tetangga Indonesia seperti Malaysia dan Singapura. Namun jumlah bank yang lebih banyak ini tidak mencerminkan penguasaan pasar. Di Indonesia terdapat empat bank besar yang menguasai lebih dari lima puluh persen asset perbankan. Ini merupakan ketimpangan yang besar karena secara jumlah bank, kurang dari lima persen bank menguasai lima puluh persen asset. Selain ketimpangan dalam penguasaan asset, ketimpangan yang lain adalah ketimpangan dalam dominasi. Tiga dari empat bank yang merupakan bank terbesar di Indonesia merupakan bank milik pemerintah.

Bisnis bank secara sederhana adalah bank mengumpulkan dana dari masyarakat dan kemudian menyalurkan pada perusahaan yang hendak meminjam. Model bisnis ini bukanlah model bisnis yang kompleks. Hanya saja mengumpulkan dana bukanlah perkara yang mudah. Ada beberapa factor yang membuat bank di Indonesia sulit untuk mengumpulkan dana. Faktor pertama adalah rendahnya tingkat tabungan masyarakat. Masyarakat Indonesia tidak memiliki tradisi menabung uang yang tinggi. Hanya sebagian kecil uang yang ditabung di bank. Faktor kedua adalah tertekannya kelas menengah di Indonesia. Secara jumlah kelas menengah di Indonesia meningkat namun secara kesejahteraan, kesejahteraan kelas menengah menurun. Hal ini didorong oleh tingginya kenaikan harga kebutuhan pokok dan yang tidak diimbangi oleh kenaikan upah. Biaya perumahan, pendidikan dan kesehatan memiliki kenaikan per tahun yang jauh di atas kenaikan upah. Faktor ketiga adalah turunnya tingkat suku bunga bank di Indonesia dibandingkan dengan decade sebelumnya yang membuat menabung di bank menjadi pilihan yang kurang menarik.

Di sinilah letak keunggulan bank milik pemerintah. Bank milik pemerintah mendapatkan sebagian pendanaanya dari pemerintah. Sehingga dengan demikian bank milik pemerintah secara asset dapat menjadi lebih besar. Selain itu dari sisi alokasi dana, telah terdapat badan usaha milik pemerintah yang siap meminjam dan dengan demikian dapat memberikan kepastian penghasilan. Hal ini terjadi juga pada bank milik pemerintah daerah. Pemerintah daerah meletakkan dananya di bank milik daerah dan kemudian sebagian alokasinya telah jelas.

Di Bursa Efek Indonesia terdapat tiga bank milik daerah yang telah terdaftar. Bank tersebut adalah Bank Pembangunan Daerah Banten, Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur. Ketiga bank ini berfokus pada wilayahnya masing-masing. Bank Banten di wilayah Banten, Bank Jabar di wilayah Jawa Barat dan Bank Jatim di wilayah Jawa Timur. Bank Jabar dan Bank Jatim sering disebut sebagai bank second liner. Di satu sisi bank-bank ini memiliki keunggulan yang sama dengan bank-bank besar milik pemerintah namun memiliki tidak memiliki pendanaan sebesar bank-bank milik pemerintah pusat. Secara harga Bank Jabar dan Bank Jatim memiliki harga yang jauh lebih

tinggi yaitu di kisaran seribu rupiah. Sementara harga Bank Banten stagnan di harga terendah di pasar modal yaitu di lima puluh rupiah. Dilihat dari sisi keuangan Bank Jabar dan Bank Jatim memiliki pertumbuhan yang relatif stabil dan secara rutin sedangkan Bank Banten belum memiliki pertumbuhan yang baik dan tidak membagikan dividen. Karena tidak adanya pertumbuhan yang stabil dan tidak adanya dividen maka kerangka dividend discount model tidak dapat digunakan untuk memvaluasi Bank Banten. Karena tujuan penelitian ini secara khusus meneliti bank milik pemerintah daerah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia maka objek dari penelitian ini adalah Bank Jabar dan Bank Jatim.

Hasil

Tes Pendahuluan

Sebelum melakukan data pertama-tama yang perlu dilakukan adalah menentukan apakah objek dari penelitian cocok untuk dinilai dengan menggunakan metode dividend discount model. Metode dividend discount model dibangun dengan asumsi-asumsi tertentu. Jika asumsi tersebut tidak terpenuhi maka tidak dapat dilakukan valuasi. Asumsi tersebut antara lain adalah:

| | BEKS | BJBR | BJTM |
|--|-------|------|------|
| 1.Perusahaan memberikan dividen | tidak | ya | ya |
| 2.Dividen diberikan secara rutin | tidak | ya | ya |
| 3.Terdapat suatu tren atau dividen tidak volatile | tidak | ya | ya |
| 4.Perusahaan mempunyai struktur modal yang relatif tetap | tidak | ya | ya |

Dari keempat asumsi di atas maka yang memenuhi asumsi untuk dilakukan penelitian dengan menggunakan metode dividend discount model adalah Bank Jabar dan Bank Jatim. Sedangkan Bank Banten tidak dapat dinilai dengan menggunakan metode dividend discount model.

Langkah-langkah Valuasi

Setelah bank yang masuk objek penelitian ditentukan maka selanjutnya adalah pengumpulan data. Data berupa data sekunder yang diambil dari laporan keuangan. Kemudian data digunakan untuk mengisi masing-masing variabel di dalam rumus dividend discount model di bawah ini.

$$\frac{D_0 \cdot (1+g)}{Re - g}$$

Di mana:

D₀ adalah dividen pada tahun ini
g adalah tingkat pertumbuhan dividen
Re adalah kos ekuitas

Pertumbuhan dividen dihitung dengan menggunakan data historis dividen selama lima tahun ke belakang. Perhitungan pertumbuhan dividen dengan menggunakan rata-rata geometric dengan asumsi bahwa sifat pertumbuhan adalah bersifat compounded. Cost of equity diambil dari website finbox.com yang menyediakan nilai cost of equity dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Setelah didapatkan nilai instrinsik maka dilakukan perbandingan antara nilai intrinsik dengan nilai pasar. Jika

Nilai Intrinsik > Nilai Pasar maka Perusahaan Undervalued, keputusan investasi beli

Nilai Intrinsik < Nilai Pasar maka Perusahaan Overvalued, keputusan investasi jual

Dalam melakukan penilaian terdapat beberapa asumsi. Pertama adalah asumsi bahwa pertumbuhan ke depan tidak akan jauh menyimpang dari pertumbuhan di masa lalu. Kedua adalah asumsi bahwa risiko individual perusahaan dapat didiversifikasi sehingga yang tersisa adalah risiko sistematis yang tercermin dalam beta perusahaan. Ketiga cost equity dianggap tetap dan bila terdapat keputusan investasi perusahaan maka perusahaan akan berinvestasi berdasarkan struktur modalnya.

Valuasi Bank Jatim

Di bawah ini adalah langkah-langkah dalam valuasi Bank Jatim. Tabel 1 menunjukkan data dividend historis bank Jatim. Dari data historis tersebut dapat dihitung pertumbuhan dividend tahunannya dan rata-rata pertumbuhan dividend. Tabel 3

menunjukkan cost of equity Bank Jatim dalam tiga scenario yaitu scenario low, medium dan high. Selanjutnya dengan menggunakan data yang ada maka dapat dihitung nilai instrinsik Bank Jatim. Nilai instrinsik ini kemudian dibandingkan dengan nilai pasar pada saat penelitian ini dibuat yaitu tanggal 8 April 2022. Hasilnya adalah nilai instrinsik Bank Jatim berada di bawah nilai pasar yang artinya terdapat kesempatan bagi value investor untuk berinvestasi.

Tabel 1 Data Dividen Bank Jatim

| Tahun | Dividen | Tingkat Pertumbuhan |
|-------|---------|------------------------|
| 2022 | 52.11 | 6.67% |
| 2021 | 48.85 | 1.35% |
| 2020 | 48.20 | 5.68% |
| 2019 | 45.61 | 3.42% |
| 2018 | 44.10 | |
| | | 4.28% |

Tabel 2 Cost of equity Bank Jatim

| Low | Mid | High |
|-------|-------|-------|
| 7.20% | 8.10% | 9.00% |

Dividend Discount Model

$$\frac{52.11 \cdot 1.0364}{0.081 - 0.0364} = 1423$$

Perbandingan Nilai Instrinsik dan Nilai Pasar

| Nilai Instrinsik | > | Nilai Pasar |
|---------------------|---|----------------|
| 1423 | | 770 |

Valuasi Bank Jabar

Valuasi Bank Jabar juga menggunakan langkah yang sama seperti Bank Jatim. Dengan langkah-langkah yang sama maka dapat dihitung nilai intrinsik dari Bank Jabar. Nilai Instrinsik Bank Jabar menunjukkan nilai yang hampir sama dengan harga yang terbentuk di pasar. Ini menunjukkan bahwa harga yang terbentuk di pasar adalah harga pasar yang wajar. Dengan demikian Bank Jabar memiliki nilai yang properly valued. Nilai seperti ini tidak terlalu menarik bagi value investor yang mencari saham yang undervalued. Tetapi bagi investor biasa saham ini tetap merupakan saham yang menarik karena nilainya properly valued dan menawarkan dividen yang terus bertumbuh.

Tabel 3 Data Dividen Bank Jabar

| Tahun | Dividen | Tingkat Pertumbuhan |
|-------|---------|------------------------|
| 2022 | 99.11 | 3.52% |
| 2021 | 95.74 | 1.83% |
| 2020 | 94.02 | 5.17% |
| 2019 | 89.40 | -1.00% |
| 2018 | 90.30 | |
| 2017 | | 2.38% |

Tabel 4 Cost of Equity Bank Jabar

| Low | Mid | High |
|-------|-------|--------|
| 8.50% | 9.30% | 10.00% |

Dividend Discount Model

$$\frac{99.11 * 1.0238}{0.093 - 0.0238} = 1466$$

Perbandingan Nilai Intrinsik dan Nilai Pasar

| | | |
|------------------|---|-------------|
| Nilai Instrinsik | = | Nilai Pasar |
| 1466 | | 1440 |

Analisa Sensitivitas

Analisa sensitivitas digunakan untuk meneliti apa yang terjadi ketika salah satu variabel dalam kerangka penilaian berubah. Dalam hal ini variabel yang digunakan untuk menilai sensitivitas adalah factor risiko. Faktor risiko diwakili oleh cost of equity. Karena itu valuasi akan dilakukan dengan mempertimbangkan cost of equity bank ketika berada pada tingkat yang renda, medium dan tinggi.

Tabel 5. Nilai Intrinsik Bank Jatim dalam berbagai Cost of Equity

| Low | Mid | High |
|-------|------|------|
| 1,862 | 1423 | 1152 |

Tabel 6. Nilai Intrinsik Bank Jabar dalam berbagai Cost of Equity

| Low | Mid | High |
|------|------|------|
| 1658 | 1466 | 1332 |

Dari perbandingan kedua nilai di atas maka Bank Jatim tetap memiliki valuasi yang menarik. Yang menjadi downside risk atau risiko kerugian dalam kasus ini hanyalah ketika cost of equity naik. Pada saat cost of equity naik maka Bank Jabar akan menjadi over valued. Kondisi ini berbeda dengan Bank Jatim yang masih under valued walaupun cost of equity naik.

Pembahasan

Penelitian ini membandingkan antara nilai instrinsik dari kedua bank dan membandingkannya dengan harga yang terbentuk di pasar. Dari perbandingan kedua bank ini maka Bank Jatim terlihat memiliki nilai instrinsik yang berada di atas nilai pasar atau dapat dikatakan sebagai undervalued. Tentunya penilaian ini dibuat dengan asumsi bahwa tren yang berasal dari data historis tetap berlanjut. Salah satu pembentuk nilai yang mempengaruhi penilaian dengan kerangka dividend discount model adalah tingkat pertumbuhan. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan maka semakin tinggi nilai instrinsik dari suatu perusahaan. Tingkat pertumbuhan diwakili oleh kemampuan perusahaan menghasilkan imbal balik atas ekuitas dan berapa banyak dana yang diinvestasikan ulang ke dalam perusahaan. Perusahaan milik pemerintah diharapkan untuk memberikan pemasukan bagi pemerintah karena itu proporsi imbal balik yang dibagikan cenderung besar. Dengan demikian tingkat retensi kedua bank milik pemerintah ini cenderung sama. Ole karena itu yang dapat membedakan valuasi dari kedua bank tersebut adalah tingkat pertumbuhan dan kos ekuitas. Bank Jatim memiliki nilai pertumbuhan dividen yang lebih besar dari Bank Jabar.

Bank merupakan industri yang unik dalam arti bank tidak hanya salah satu industry dalam perekonomian tetapi bank memiliki peran penting dalam menjaga agar perekonomian tetap berjalan. Bank tumbuh bersama dengan ekonomi. Jika ekonomi membaik maka nilai bank akan juga naik. Hal ini dikarenakan bank meminjamkan dana kepada berbagai perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang meminjam dana kepada bank terdiri dari perusahaan yang bersifat siklus dan bersifat defensive. Oleh karena itu bank cenderung terpengaruh siklus bisnis tetapi tidak secara seluruhnya karena bank mampu mendiversifikasi pendapatannya. Dalam hal ini bank daerah akan memiliki pertumbuhan yang berkorelasi dengan pertumbuhan ekonomi daerahnya. Dilihat dari pendapatan daerah maka Jawa Timur memiliki pertumbuhan daerah yang lebih tinggi dari Jawa Barat. Ini dapat menjadi salah satu factor yang mendorong pertumbuhan dari Bank Jatim.

Bila dilihat dari cost of equity maka Bank Jabar memiliki cost of equity yang lebih tinggi. Cost of equity yang lebih tinggi dapat

dikarenakan antara lain risiko yang lebih tinggi atau karena volatilitas saham yang lebih tinggi. Yang dimaksud volatilitas saham ini adalah beta saham yaitu bagaimana harga suatu saham berkorelasi dengan indeks harga saham gabungan. Dalam hal ini saham Bank Jabar lebih volatile sehingga memiliki beta yang lebih tinggi dan selanjutnya akan menghasilkan cost of equity yang lebih tinggi.

Kerangka dividen discount model mengkalikan jumlah dividen dengan nilai pertumbuhan dan didiskonto dengan selisih antara cost of equity dan tingkat pertumbuhan. Bank Jatim memiliki nilai pertumbuhan yang lebih tinggi tetapi memiliki cost of equity yang lebih rendah. Kombinasi dari pertumbuhan yang lebih tinggi dan tingkat diskonto yang lebih kecil akan menghasilkan nilai valuasi yang lebih besar.

Salah satu yang mendorong likuiditas di pasar modal Indonesia adalah dana asing. Sedangkan dana asing cenderung membeli saham-saham likuid yang berukuran besar. Dalam hal perbankan dana asing cenderung menyukai saham-saham tier satu yang memiliki nilai besar dan memberikan dividen yang bertumbuh lebih tinggi. Oleh karena itu bank di tier dua seperti Bank Jatim dan Bank Jabar cenderung memiliki volatilitas yang lebih tinggi dan likuiditas yang lebih rendah. Faktor ini dapat menjadi salah satu faktor yang menyumbang cost of equity Bank Jabar yang lebih tinggi dari bank tier satu dan menjelaskan lebih rendahnya likuiditas bank Jatim.

5. KESIMPULAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa kedua bank milik pemerintah daerah tersebut dapat divalusi dengan metode dividend discount model. Kedua bank tersebut membagikan dividen secara rutin dan memiliki pertumbuhan dividen yang positif. Selain itu kedua bank tersebut memiliki karakteristik yang sama yaitu bank milik pemerintah daerah yang mendapatkan sebagian dananya dari pemerintah daerah, menyalurkan dananya ke badan usaha milik daerah lainnya dan secara rutin membagikan sebagian besar laba yang didapatkannya untuk pemerintah daerah.

Kerangka dividend discount model menggunakan tiga variable utama. Pertama adalah besaran dividen, kedua pertumbuhan dividen dan ketiga adalah cost of equity. Dividend dan besaran dividen merupakan data historis yang diperoleh dari laporan keuangan. Sedangkan cost of equity merupakan data yang

dapat dihitung dari laporan keuangan. Berdasarkan data yang ada pertumbuhan dividen Bank Jatim lebih besar dari Bank Jabar. Sedangkan cost equity Bank Jabar lebih besar daripada Bank Jatim.

Dengan menggunakan ketiga variabel tersebut dapat dihitung nilai instrinsik dari bank. Bank Jatim memiliki nilai instrinsik di atas harga pasar sedangkan Bank Jabar memiliki nilai instrinsik yang sama dengan harga pasar. Jadi dapat dikatakan bahwa Bank Jatim undervalued dan Bank Jabar properly valued. Sebagai investor yang melihat menggunakan fundamental atau value investor maka Bank Jatim relative lebih menarik untuk dikoleksi.

Penelitian ini menunjukkan bahwa kerangka dividend discount model dapat diterapkan pada valuasi bank milik pemerintah daerah. Namun penggunaan kerangka ini didasarkan pada beberapa asumsi, seperti data pertumbuhan historis akan terulang di masa depan dan struktur modal tidak akan berubah signifikan. Ketika asumsi-asumsi ini berubah. Selain itu bank adalah perusahaan yang terpengaruh oleh siklus bisnis, maka kondisi perekonomian dapat mempengaruhi valuasi

6. REFERENSI

- Alpi, M. F., & Batubara, S. S. (2021). Studi Profitabilitas: Antaseden dan Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Manajemen Dan Bisnis*, 22(1), 46-53.
- ANGGUN, E. S. (2021). ANALISIS DIVIDEND DISCOUNT MODEL UNTUK PENILAIAN HARGA SAHAM DALAM PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index Tahun 2016-2019) (Doctoral dissertation, UIN RADEN INTAN LAMPUNG).
- Budiarti, N. (2022). Analisis Penetapan Harga Intrinsik Saham sebagai Dasar Pengambilan Keputusan Investasi dengan Menggunakan Dividend Discount Model. *Al-Kharaj: Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah*, 4(6), 1682-1696.
- Dukalang, H., Koni, W., & Mokoagow, N. C. (2021). Comparison of Dividend Discount Model With Free Cash Flow To Firms For Valuation of Banking Stocks Listed in Jakarta Islamic Index (JII)

- Period 2016-2020. *IQTISHADUNA*, 12(2), 278-285.
- Febriani, D., Lupikawaty, M., Hushori, A., Wilianto, H., Ridallah, M., & Salman, M. F. (2022, February). Stock Price Valuation Using The Dividend Discount Model on IDX Mining Period 2011-2020. In 5th FIRST T3 2021 International Conference (FIRST-T3 2021) (pp. 51-55). Atlantis Press.
- Jumran, A., & Hendrawan Sr, R. (2021). Stock valuation using discounted cash flow method with free cash flow to equity and relative valuation approaches on state-owned banks listed on IDX for 2021 to 2025 period projection. *International Journal of Science and Management Studies (IJSMS)*, (4), 191-201.
- Kusumanisita, A. I., & Minanti, F. H. (2021). Stock Valuation Analysis of Dividend Discount Model, Free Cash Flow to Equity and Walter Model in Investment Decision. *Agregat: Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 5(1), 78-96.
- Mattoviani, M. (2021). ANALISIS DIVIDEND DISCOUNT MODEL (DDM) UNTUK PENILAIAN HARGA WAJAR SAHAM UNTUK PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI DI PASAR MODAL (Studi Empiris Pada Perusahaan Subsektor Properti Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia) (Doctoral dissertation, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia Jakarta).
- Muhammadinah, M. (2021). Tingkat Kesehatan dan Laba Bank Pembangunan Daerah di Indonesia. *Wahana Riset Akuntansi*, 9(2), 106-121.
- Putranto, H. (2022). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Profitabilitas Bank Pembangunan Daerah di In-donesia Periode 2014-2018. *Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Perbankan (Journal of Economics, Management and Banking)*, 5(2), 73-81.
- Setiawan, M. R., Susanti, N., & Nugraha, N. M. (2021). Pengaruh Struktur Modal, Perputaran Modal Kerja, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *Owner: Riset Dan Jurnal Akuntansi*, 5(1), 208-218.
- Tangkuman, R. A., Pelleng, F. A., & Mangindaan, J. V. (2021). Analisis Dividend Discount Model Dalam Melihat Return Saham Perusahaan. *Productivity*, 2(2), 30-34.
- Wahyuningsih, D. (2021). DETERMINAN FAKTOR SPESIFIK BANK TERHADAP NON-PERFORMING LOAN GROSS DAN NON-PERFORMING LOAN NET PADA BANK PEMBANGUNAN DAERAH. *JABE (Journal of Applied Business and Economics)*, 8(1), 102-115.
- Yuniastri, N. P. A., Endiana, I. D. M., & Kumalasari, P. D. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Keputusan Investasi, Struktur Modal Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2017-2019. *KARMA (Karya Riset Mahasiswa Akuntansi)*, 1(1), 69-79.
- Zufrizal, I. M. (2022). Analysis Of Present Value Approach With Dividend Discount Model Method To Assess The Fairness Of Share Prices. *Journal of Positive School Psychology*, 6(3), 2428-2435.