

Analisis Penentuan Nilai Pasar Wajar Saham: Studi Kasus *Right issue* PT Bank Mayapada Internasional Tbk

Diky Saputro^{1*}

¹Politeknik Keuangan Negara STAN

¹diky_4112230008@pknstan.ac.id

*penulis korespondensi

Keywords: *Fair Value, Stock, Right issue, Corporate Action, and Investment.*

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the fair value of PT Bank Mayapada Internasional Tbk (MAYA) shares that conduct corporate action Limited Public Offering XII or right issue which can be used by investors as a reference for making investment decisions. The main data used in this study are financial statement data published by the company on the official website of Indonesia Stock Exchange. While the supporting data used is macroeconomic and financial data on the banking industry obtained from the Central Statistics Agency (BPS), Bank Indonesia, and Damodaran. Fair value analysis uses the Discounted Cash Flow valuation method and the Guideline Publicly Traded Company. The results of this study found that the fair value of MAYA shares when the right issue was held was IDR 3,026. The exercise price of the rights issue is IDR 2,200 and the market price is IDR 9,100, so there is an opportunity for the difference between the exercise price and fair value with a potential increase of 37.5%. While the market price and fair value there is a difference with a potential decrease of 66.7%.

Kata Kunci: *Nilai Wajar, Right issue, Perbankan, dan Investasi.*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis nilai wajar dari saham PT Bank Mayapada Internasional Tbk. (MAYA) yang melakukan aksi korporasi Penawaran Umum Terbatas XII atau *right issue* yang dapat digunakan investor sebagai referensi untuk pengambilan keputusan investasi. Data utama yang digunakan adalah laporan keuangan yang dipublikasi oleh perusahaan pada situs Bursa Efek Indonesia. Sedangkan data pendukung yang digunakan adalah data makroekonomi dan keuangan industri perbankan yang didapatkan dari Badan Pusat Statistika, Bank Indonesia, dan Damodaran. Analisis nilai wajar menggunakan metode valuasi *Discounted Cash Flow* dan *Guideline Publicly Traded Company*. Hasil dari penelitian ini ditemukan bahwa nilai wajar saham MAYA saat diadakan *right issue* adalah sebesar Rp3.026. Harga pelaksanaan *right issue* sebesar Rp2.200 dan harga pasar sebesar Rp9.100, sehingga terdapat peluang selisih harga pelaksanaan dan nilai wajar dengan potensi kenaikan sebesar 37,5%. Sedangkan harga pasar dan nilai wajar terdapat selisih dengan potensi penurunan sebesar 66,7%.

How to cite: Saputro, Diky. (2024). Analisis Penentuan Nilai Pasar Wajar Saham: Studi Kasus *Right issue* PT Bank Mayapada Internasional Tbk. Jurnal Acitya Ardana, 4(2), 90-109

This work is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License.
To view a copy of this license, visit <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

PENDAHULUAN

Menurut Siswanto dan Muqodim (1999), perusahaan yang bergerak di bidang perbankan pada umumnya terus memperkuat modal usahanya untuk meningkatkan skala usaha serta meningkatkan kelas Bank Umum Kelompok Usaha (BUKU) dari perusahaan. Menurut Pratama (2019), penambahan modal bank secara signifikan mempengaruhi pertumbuhan pinjaman, memungkinkan bank untuk meningkatkan aset produktif melalui kredit dan pada ujungnya akan menaikkan pendapatan dari perusahaan. Penambahan modal juga bisa digunakan oleh perusahaan perbankan untuk naik kelas ke level BUKU yang lebih tinggi. Berdasarkan Peraturan Bank Indonesia Nomor 14/26/PBI/2012 tentang Kegiatan Usaha dan Jaringan Kantor berdasarkan Modal Inti Bank, ada 4 level BUKU dalam perusahaan perbankan. Semakin tinggi modal inti dari perusahaan perbankan, maka semakin tinggi pula level BUKU-nya dan semakin luas cakupan usahanya. Sebagai contoh, perusahaan perbankan yang memiliki modal inti Rp40 triliun dikategorikan sebagai BUKU 4. Perusahaan perbankan dengan level BUKU 4 memiliki kelebihan yang tidak dimiliki oleh perusahaan perbankan dengan level BUKU di bawahnya, yaitu dapat melakukan usaha di luar negeri. Terdapat beberapa skema yang biasa digunakan perusahaan perbankan dalam meningkatkan modal perusahaan, diantaranya adalah menerbitkan obligasi dan menerbitkan saham baru melalui *Initial Public Offering* (IPO) ataupun melalui *right issue* atau dalam istilah resminya disebut Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD).

Berdasarkan laporan tahunan perusahaan tahun 2018, PT Bank Mayapada Internasional Tbk. merupakan perusahaan perbankan yang memiliki level BUKU 3 dengan modal inti kurang lebih Rp11 triliun pada Desember 2019. Seperti halnya perusahaan perbankan lain yang terus memperkuat struktur permodalannya, PT Bank Mayapada Internasional Tbk. tiap tahun rutin melakukan *right issue* yang memiliki tujuan untuk meningkatkan aktiva produktif dalam bentuk kredit serta meningkatkan modal inti perusahaan. Menurut Ritika (2023), *rights issue* memungkinkan pemegang saham yang ada (*existing shareholders*) untuk membeli saham tambahan sebelum ditawarkan kepada pihak ketiga sehingga meningkatkan ekuitas perusahaan. Pada *right issue* yang dilakukan pada Desember 2019, PT Bank Mayapada Internasional Tbk. menawarkan kurang lebih 455 juta lembar saham seri B dengan harga Rp2.200 per lembar dan setiap pemegang 14 lembar saham lama berhak membeli satu saham baru (rasio 1:14). Target dana yang diperoleh dari *right issue* adalah sebesar Rp1 triliun.

Menurut Mankiw (2003), salah satu prinsip ekonomi menyatakan bahwa *people respond to incentives*, artinya seseorang akan mengambil keputusan ekonomi yang menurut dia menghasilkan surplus atau memberikan keuntungan yang lebih besar. Jika dikaitkan dengan kasus *right issue* sebuah perusahaan, harga saham yang ditawarkan dalam *right issue* haruslah lebih rendah dari nilai intrinsiknya guna memberikan insentif bagi *existing shareholder* untuk mengambil haknya membeli saham *right issue*. Pemberian insentif tersebut penting agar target perolehan dana *right issue* dapat tercapai. Hal ini selaras dengan pernyataan Mateus et al (2017) yang menyatakan bahwa harga tebus saham *rights issue* biasanya dihargai di bawah nilai pasar untuk menarik pemegang saham yang ada (*existing shareholder*) untuk berinvestasi atau menyettor modalnya

Dalam penelitian ini, penulis bermaksud untuk mengangkat kasus *right issue* tersebut dengan melakukan penilaian terhadap nilai saham *right issue* per lembarnya. Penilaian ini dapat digunakan sebagai bahan evaluasi oleh investor ataupun existing shareholder apakah harga yang ditawarkan pada *right issue* tersebut lebih murah (*undervalue*) atau lebih mahal (*overvalue*) jika dibandingkan dengan nilai intrinsik berdasarkan nilai pasar wajar maupun berdasarkan prospek perusahaan di masa depan.

TINJAUAN PUSTAKA

1. *Right issue*

Menurut Fahreza (2023), *right issue* atau istilah lainnya Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) merupakan penerbitan saham baru yang bertujuan untuk meningkatkan ekuitas perusahaan, dan terutama ditawarkan kepada pemegang saham yang ada. Dengan kata lain, pemegang saham lama memiliki hak yang didahulukan untuk menyeter modal (*preemptive right*) atas saham baru tersebut. Norisanti dan Danial (2022) menyatakan bahwa *right issue* merupakan metode bagi perusahaan untuk meningkatkan modal, memungkinkan pemegang saham yang ada untuk membeli saham tambahan dengan rasio yang telah ditentukan.

Menurut Widoatmojo (2009), harga pasar saham adalah harga yang disepakati antara satu investor dengan investor lainnya setelah saham tersebut terdaftar di bursa efek. Transaksi ini tidak melibatkan perusahaan penerbit saham maupun penjamin emisi. Harga ini dikenal sebagai harga di pasar sekunder dan mencerminkan nilai perusahaan penerbitnya, karena negosiasi harga langsung antara investor dan emiten atau perusahaan tidak terjadi di pasar sekunder. Harga saham yang diumumkan setiap hari di media merupakan harga penutupan (*closing price*) pada akhir aktivitas di Bursa, yang kemudian menjadi acuan untuk harga pembukaan pada hari berikutnya.

Widagdo dan Tandelilin (2016) menyatakan bahwa harga pelaksanaan atau harga exercise *right issue* adalah harga yang ditentukan oleh manajemen perusahaan yang menerbitkan *right issue*. Harga ini merupakan jumlah yang harus dibayarkan oleh investor untuk menggunakan haknya dalam membeli saham yang ditawarkan melalui *right issue*. Menurut Mateus et al (2017), harga saham *right issue* yang ditawarkan biasanya harganya di bawah nilai pasar dengan tujuan untuk menarik minat investor dalam menyeter modalnya. Senada dengan pernyataan tersebut, Gumanti dan Alkaf (2011) berpendapat bahwa harga penawaran yang tepat biasanya ditetapkan di bawah nilai pasar untuk menarik minat investor. Harga rendah ini bertindak sebagai diskon, mendorong pemegang saham untuk berpartisipasi dalam penawaran tersebut.

2. Penilaian Bisnis

Nilai merupakan penilaian tentang nilai ekonomis dari kepemilikan suatu aset atau harga yang kemungkinan besar akan dibayar dalam pertukaran. Oleh karena itu, nilai tidaklah bersifat absolut tetapi lebih pada sudut pandang ekonomis. Aset dalam konteks ini dapat merujuk pada barang atau jasa yang dimiliki. Sedangkan penilaian merupakan prosedur pekerjaan untuk memberikan perkiraan dan opini mengenai nilai ekonomi suatu objek penilaian pada tanggal tertentu sesuai dengan standar penilaian dan peraturan yang

berlaku (KEPI dan SPI, 2018). Dalam penilaian ekuitas, basis atau dasar nilai yang digunakan adalah nilai pasar wajar. Menurut Surat Edaran Direktorat Jenderal Pajak nomor SE-54/PJ/2016 tentang Petunjuk Teknis Penilaian Properti, Penilaian Bisnis, dan Penilaian Aset Takberwujud Untuk Tujuan Perpajakan, pengertian nilai pasar adalah perkiraan jumlah uang pada tanggal penilaian yang kemungkinan dapat diperoleh dari transaksi jual beli atau pertukaran barang, baik yang berwujud maupun tidak berwujud, antara pembeli dan penjual yang memiliki minat, dalam kondisi transaksi yang bebas dari tekanan atau ikatan. Transaksi tersebut dilakukan dengan pemasaran yang layak dan kedua belah pihak bertindak dengan pemahaman, kehati-hatian, dan tanpa adanya paksaan. Dalam KEPI dan SPI (2018) menyebutkan definisi nilai pasar adalah gambaran nilai dalam pertukaran atau jumlah uang yang dapat diperoleh dari penjualan suatu aset jika aset tersebut ditawarkan di pasar terbuka pada tanggal penilaian, dengan memenuhi persyaratan nilai pasar yang sesuai. Konsep nilai pasar juga mempertimbangkan bahwa dalam transaksi, aset ditawarkan secara bebas dan cukup waktu di pasar dengan informasi yang memadai.

Menurut Jogiyanto (2009), dalam penilaian usaha, penentuan nilai suatu saham dapat digunakan untuk membandingkan antara harga yang ditawarkan dengan nilai intrinsiknya sehingga dapat disimpulkan apakah saham sedang *under value* atau *over value*. Suatu saham dikatakan *under value* ketika harga yang ditawarkan lebih rendah dari nilai intrinsiknya. Sebaliknya, saham dapat dikatakan *over value* ketika harga yang ditawarkan lebih tinggi dari nilai intrinsiknya. Jadi, dapat disimpulkan bahwa penilaian merupakan suatu proses dari rangkaian kegiatan yang dilakukan oleh seorang penilai dalam menentukan opini nilai dari suatu objek penilaian. Dalam penelitian ini, jenis penilaian bisnis yang digunakan adalah penilaian ekuitas/saham (*equity/stock valuation*) untuk menilai kewajaran harga saham *right issue*. Setelah dilakukan penilaian terhadap nilai pasar wajar atau nilai intrinsik, selanjutnya dilakukan perbandingan antara harga yang ditawarkan pada *right issue* dan nilai pasar wajar atau nilai intrinsiknya.

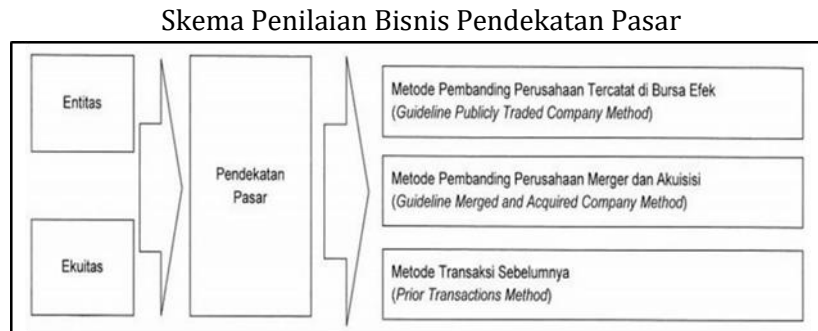
3. Pendekatan Penilaian

Menurut KEPI dan SPI (2018), penilaian bisnis dilakukan dengan tiga pendekatan utama, di mana penilai biasanya menggabungkan hasil indikasi nilai dari minimal dua pendekatan dan metode yang digunakan. Pendekatan penilaian tersebut diantaranya sebagai berikut:

3.1. Pendekatan pasar.

Pendekatan pasar menilai suatu badan usaha dengan membandingkannya dengan perusahaan lain, kepemilikan, atau saham serupa yang diperdagangkan di pasar terbuka. Perusahaan pembanding idealnya berasal dari industri yang sama atau memiliki karakteristik yang mirip, serta menunjukkan respons yang sama terhadap perubahan variabel ekonomi. Sumber data umumnya mencakup pasar akuisisi tempat perusahaan diperjualbelikan, transaksi sebelumnya atas kepemilikan perusahaan, dan pasar saham publik tempat saham perusahaan serupa diperdagangkan. Metode dalam pendekatan data pasar meliputi metode perbandingan perusahaan terdaftar di bursa efek (*Guideline Publicly Traded Company Method*), metode perbandingan perusahaan tertutup (*Guideline Transaction Method* atau *Direct Market Data Method*), metode perbandingan perusahaan merger dan akuisisi (*Guideline Merged and Acquired Method*), dan metode transaksi sebelumnya (*Prior Transaction Method*). Berdasarkan Surat Edaran Direktur Jenderal Pajak Nomor SE-54/PJ/2016, definisi pendekatan pasar adalah penilaian dengan cara

membandingkan objek penilaian dengan objek lain yang memiliki kemiripan dari segi jenis dan ukuran serta telah memiliki harga jual. Berikut adalah skema penilaian bisnis dengan pendekatan pasar.

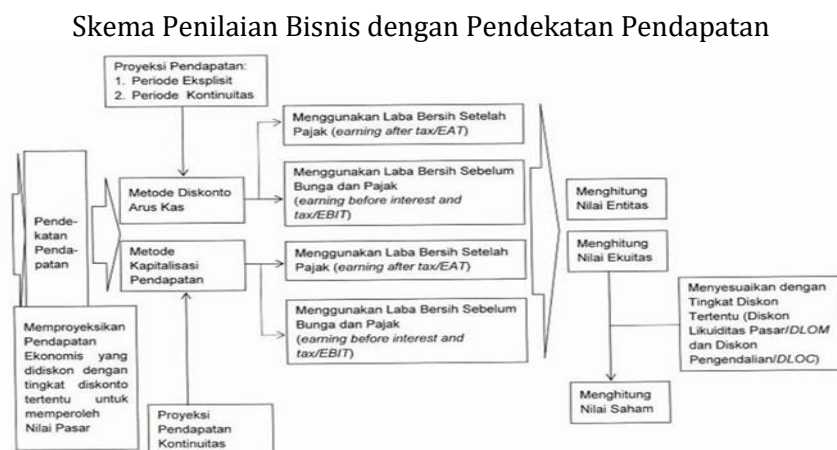


Sumber: Surat Edaran Direktur Jenderal Pajak nomor SE-54/PJ/2016

3.2. Pendekatan Pendapatan

Pendekatan pendapatan menilai nilai kini dari potensi pendapatan yang diharapkan di masa depan dengan mempertimbangkan tingkat pertumbuhan, waktu, risiko terkait, dan nilai waktu uang (time value of money). Pendapatan diubah menjadi indikasi nilai melalui metode kapitalisasi langsung terhadap pendapatan representatif atau melalui analisis arus kas diskonto (Discounted Cash Flow/DCF). Metode lain adalah metode dividen, yang memperkirakan arus kas di masa depan untuk dikonversi menjadi nilai kini dengan menggunakan tingkat diskonto tertentu. Beberapa metode utama dalam pendekatan ini adalah metode diskonto arus kas (Discounted Cash Flow Method), dan metode kapitalisasi pendapatan (Capitalization of Income Method).

Berdasarkan Surat Edaran Direktur Jenderal Pajak Nomor SE-54/PJ/2016, definisi pendekatan pendapatan adalah pendekatan penilaian dengan cara menghitung nilai kini dari proyeksi arus kas yang dihasilkan oleh objek penilaian dengan menggunakan tingkat diskonto tertentu. Berikut adalah skema penilaian bisnis dengan pendekatan pendapatan.



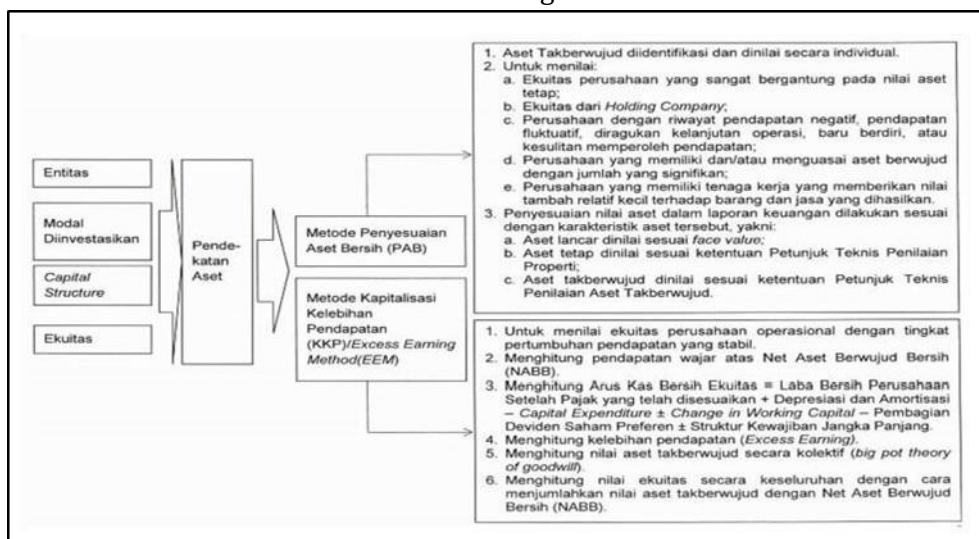
Sumber: Surat Edaran Direktur Jenderal Pajak nomor SE-54/PJ/2016

3.3. Pendekatan Berbasis Aset

Pendekatan aset menilai perusahaan dengan menyesuaikan laporan posisi keuangan agar mencerminkan nilai pasar aset berwujud dan tidak berwujud serta liabilitasnya. Jika digunakan untuk menilai perusahaan operasional berdasarkan asumsi kelangsungan usaha (going concern), estimasi nilai juga harus mempertimbangkan hasil dari pendekatan lain. Metode utama dalam pendekatan ini adalah metode penyesuaian aktiva bersih (Adjusted Net Asset Method), dan metode kapitalisasi kelebihan pendapatan (Excess Earning Method).

Berdasarkan Surat Edaran Direktur Jenderal Pajak Nomor SE-54/PJ/2016, definisi pendekatan aset adalah menilai perusahaan berdasarkan data keuangan masa lalu, dengan menyesuaikan aktiva dan kewajiban ke nilai pasar sesuai premis nilai yang digunakan dalam penilaian bisnis. Berikut adalah skema penilaian bisnis dengan pendekatan aset.

Skema Penilaian Bisnis dengan Pendekatan Aset



Sumber: Surat Edaran Direktur Jenderal Pajak nomor SE-54/PJ/2016

METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini, penulis menentukan nilai wajar saham PT Bank Mayapada Internasional Tbk. dengan menggunakan dua pendekatan untuk memperoleh kesimpulan nilai diantaranya yaitu pendekatan pendapatan dan pendekatan pasar. Data yang digunakan dalam dua pendekatan tersebut diperoleh dari laporan keuangan perusahaan tahun 2014 hingga 2019 yang terdapat pada keterbukaan informasi emiten di laman Bursa Efek Indonesia. Penulis tidak menggunakan pendekatan aset dengan pertimbangan adanya keterbatasan dalam mendapatkan akses untuk melakukan penilaian terhadap aset-aset perusahaan serta keterbatasan dalam mendapatkan data borrowing capacity untuk masing-masing jenis aset yang dimiliki perusahaan. Berdasarkan Surat Edaran Direktur Jenderal Pajak Nomor SE-54/PJ/2016, penilai diperbolehkan menggunakan dua pendekatan penilaian sepanjang pendekatan yang digunakan oleh penilai diyakini dapat merepresentasikan nilai wajar dari objek penilaian.

Terdapat metode yang digunakan dalam masing-masing pendekatan penilaian. Pada pendekatan pendapatan, penulis menggunakan metode Discounted Cash Flow (DCF), dan pada pendekatan pasar menggunakan metode Guideline Publicly Traded Company Method (GPTCM). Pada metode DCF, penulis menggunakan data antara lain tingkat suku bunga pinjaman investasi, tingkat biaya hutang, tingkat biaya ekuitas untuk menentukan besarnya tingkat diskonto, serta riwayat laporan keuangan perusahaan untuk menentukan proyeksi free cash flow 5 tahun yang akan datang. Pada metode GPTCM, penulis menggunakan data laporan keuangan perusahaan pembanding pada 2019. Penulis menentukan ada 5 perusahaan pembanding yang dipilih berdasarkan bidang usaha yang sama, jumlah dan jumlah pendapatan yang sebanding dengan objek penilaian.

Tabel-1. Perusahaan Pembanding

No.	Emiten	Kode	Ekuitas*	Pendapatan*
1	Bank Mayapada Internasional	MAYA	11.535	6.647
2	Bank Pembangunan Daerah Jatim	BJTM	8.943	4.635
3	Bank Permata	BNLI	23.729	14.261
4	Bank Pembangunan Daerah Jabar Banten	BJBR	10.884	9.691
5	Bank Mega	MEGA	14.951	7.197
6	Bank OCBC NISP	NISP	26.908	11.646
*dalam miliar rupiah				

Sumber: IDX Quarterly Statistics: 4th Quarter 2019

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

1. Perhitungan dengan Pendekatan Pendapatan (metode DCF).

Dalam perhitungan nilai saham dengan menggunakan metode DCF diperlukan beberapa data yang diolah menjadi *value driver*. *Value driver* yang akan membentuk nilai diantaranya adalah tingkat diskonto, tingkat *perpetuity growth*, jumlah non-operating asset, dan jumlah lembar saham yang beredar.

Tabel-2. *Value driver*

<i>Value driver</i>	Besaran
Tingkat Diskonto (<i>Discount Rate</i>)	10,58%
Tingkat Pertumbuhan Perpetuiti (<i>Perpetual Growth</i>)	6,41%
Jumlah Aset Nonoperasi (<i>Nonoperating Assets</i>)	2.147.545.000.000
Jumlah Saham Beredar (<i>Outstanding Shares</i>)	6.832.410.700
Nilai Total Ekuitas (<i>Fair Market Value of Equity</i>)	17.130.951.493.865
Nilai per Lembar (<i>Fair Market Value of Equity per Share</i>)	2.507

Sumber: Olah Data

Berikut adalah uraian masing-masing *value driver*.

1.1. Tingkat diskonto (discount rate).

Tingkat diskonto adalah suatu tingkat bunga untuk mengubah proyeksi pendapatan di masa depan menjadi nilai kini atau biasa disebut dengan istilah present value. Tingkat diskonto kemudian akan digunakan dalam metode DCF untuk mengubah perkiraan pendapatan yang ada di masa depan ke masa sekarang. Tingkat diskonto dapat ditentukan dengan menghitung biaya modal yang terdiri dari biaya modal atas hutang (Cost of Debt) dan biaya modal atas ekuitas (Cost of Equity). Sebelum menghitung biaya modal atas hutang, data yang harus tersedia adalah tingkat bunga yang dikeluarkan oleh bank sentral, dan persentase pajak penghasilan di Indonesia.

Tabel-3. Perhitungan Beta Objek Penilaian

Jenis Data Pasar	Nilai	Jenis Data Pasar	Nilai
Levered Beta	0,66	Tingkat Bunga Utang	9,90%
Unlevered Beta	0,43	Risk-free Rate (SUN)	6,84%
Equity Risk Premium	9,49%	Tax Rate Objek Penilaian	25,00%
Tax Rate Industry	18,18%		
Debt to Equity Ratio Industry	362,68%		
Beta Objek Penilaian			1,5996

Sumber: Damodaran (2020), Investing.com (2020), Bank Indonesia (2020), dan UU no. 36 tahun 2008

Dalam perhitungan tingkat diskonto, penulis menggunakan Weighted Average Cost of Capital (WACC) atau rata-rata tertimbang dari masing-masing biaya modal. Dalam perhitungan WACC diperlukan data-data yang diambil dari laman Damodaran, diantaranya data levered beta, unlevered beta, equity risk premium, tax rate industry, dan debt to equity ratio industri. Selain itu diperlukan data tingkat suku bunga utang jenis pinjaman investasi pada Desember 2019 yang diperoleh dari data yang diterbitkan Bank Indonesia, lalu risk free rate menggunakan tingkat suku bunga obligasi pemerintah tenor 10 tahun yang diperoleh dari data yang diterbitkan oleh investing.com, serta data tax rate yang besarnya didasarkan pada UU no. 36 tahun 2008 tentang Pajak Penghasilan. Dari hasil pengolahan data-data tersebut diperoleh nilai beta sebesar 1,5996. Nilai beta ini digunakan untuk menghitung nilai cost of equity. Berikut adalah penjabaran perhitungan nilai beta.

$$\begin{aligned}
 \text{Beta} &= \text{Unlevered Beta} \times [1 + (1 - \text{Tax Rate}) \times \text{DER Industry}] \\
 \text{Beta} &= 0,43 \times [1 + (1 - 25\%) \times 362,68\%] \\
 \text{Beta} &= 1,5996
 \end{aligned}$$

Langkah perhitungan untuk Cost of Debt adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{Cost of Debt} &= \text{Tingkat Bunga Utang} \times (1 - \text{Tax Rate}) \\
 \text{Cost of Debt} &= 9,90\% \times (1 - 25\%) \\
 \text{Cost of Debt} &= 7,43\%
 \end{aligned}$$

Langkah perhitungan untuk Cost of Equity adalah sebagai berikut:

$$\text{Cost of Equity} = \text{Risk Free Rate} + (\beta \times \text{Equity Risk Premium})$$

$$\text{Cost of Equity} = 6,84\% + (1,5996 \times 9,49\%)$$

$$\text{Cost of Equity} = 22,02\%$$

Setelah menghitung Cost of Debt dan Cost of Equity, langkah selanjutnya adalah menghitung presentase struktur modal dan struktur hutang. Data yang harus diperoleh untuk menghitung presentase struktur hutang dan struktur modal adalah data debt to equity ratio industri yang didapatkan dari laman Damodaran.

$$\text{Weighted Debt} = \text{Debt to Equity Ratio Industry} / (1 + \text{Debt to Equity Ratio Industry})$$

$$\text{Weighted Debt} = 362,68\% / (1 + 362,68\%)$$

$$\text{Weighted Debt} = 78,39\%$$

$$\text{Weighted Equity} = 1 - \text{Proportion of Debt}$$

$$\text{Weighted Equity} = 1 - 78,39\%$$

$$\text{Weighted Equity} = 21,61\%$$

Setelah mendapatkan presentase struktur hutang dan struktur modal, maka langkah terakhir yang dilakukan adalah mengalikan Cost of Debt dengan persentase struktur hutang (weighted debt) dan Cost of Equity dengan presentase struktur modal (weighted equity), lalu kemudian dijumlahkan sehingga diperoleh tingkat diskonto dengan cara WACC.

$$\text{WACC} = \text{COD} \times \text{Weighted Debt} + \text{COE} \times \text{Weighted Equity}$$

$$\text{WACC} = 7,43\% \times 78,39\% + 22,02\% \times 21,61\%$$

$$\text{WACC} = 5,82\% + 4,76\%$$

$$\text{WACC} = 10,58\%$$

Tabel-4. Perhitungan Weighted Average Cost of Capital

Struktur Modal (Capital Structure)	Bobot Pasar (Weighted)	Biaya Modal (Cost of Fund)	WACC
Utang (Debt)	78,39%	7,43%	5,82%
Ekuitas (Equity)	21,61%	22,02%	4,76%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)			10,58%

Sumber: Damodaran (2020)

Dari tabel di atas, diperoleh tingkat diskonto dengan cara menghitung WACC yakni sebesar 10,58%. Angka 10,58% ini digunakan dalam menilai-kinikan arus kas bebas (free cash flow) selama tahun proyeksi.

1.2. Tingkat pertumbuhan perpetuiti (perpetual growth).

Perpetual growth merupakan asumsi persentase pertumbuhan kekal pada tahun terakhir proyeksi. Dengan kata lain, pada tahun terakhir proyeksi yakni tahun 2024 dan tahun-tahun

berikutnya memiliki pertumbuhan stabil sebesar persentase tertentu. Penentuan perpetual growth sangat krusial karena banyak berpengaruh kepada estimasi nilai wajar yang dihasilkan. Maka dari itu penulis menentukan besaran perpetual growth secara presisi dan konservatif.

Tabel-5. Perhitungan *Perpetuity growth*

Tahun	Pertumbuhan PDB Sektor Jasa Keuangan
2014	4,68%
2015	8,58%
2016	8,93%
2017	5,47%
2018	4,17%

Sumber: Badan Pusat Statistik (2019)

Dalam menentukan *perpetuity growth*, penulis menggunakan data rata-rata pertumbuhan PDB sektor jasa keuangan dalam kurun waktu 6 tahun terakhir, karena data tersebut dapat mencerminkan rata-rata pertumbuhan perusahaan yang bergerak di sektor jasa keuangan dalam jangka panjang. Sehingga penulis mengasumsikan mulai tahun 2024 dan seterusnya, arus kas bebas (*free cash flow to equity*) PT Bank Mayapada Internasional Tbk. tumbuh sebesar 6,405% dimana angka ini digunakan dalam perhitungan nilai sebagai *perpetuity growth*.

1.3. Jumlah aset nonoperasional (*non-operating assets*).

Aset nonoperasional merupakan aset yang tidak digunakan dalam aktivitas operasional perusahaan, tetapi aset tersebut mampu menghasilkan penghasilan nonoperasional. Penentuan jumlah aset nonoperasional perusahaan penting dalam melakukan penilaian, karena digunakan sebagai penambah dari nilai ekuitas yang berasal dari kegiatan operasional. Perhitungan nilai ekuitas yang berasal dari *free cash flow to equity* yang didiskon hanya mengindikasikan nilai operasional saja, maka dari itu perlu ditambahkan jumlah aset nonoperasional perusahaan untuk menghasilkan nilai ekuitas secara keseluruhan. Berikut adalah akun-akun yang termasuk dalam aset nonoperasional perusahaan objek penilaian.

Tabel-6. Perhitungan *Nonoperating Asset*

<i>Nonoperating Assets</i>	Saldo per 31 Desember 2019
Kas	230.306.000.000
Aset tetap non-produktif (<i>construction on progress</i>)	73.949.000.000
Aset lain-lain non-produktif	1.674.016.000.000
Jumlah	1.978.271.000.000

Sumber: Laporan Tahunan PT Bank Mayapada Internasional Tbk. 2019

1.4. Perhitungan Nilai

Menurut Pratt dan Niculita (2008), nilai dari suatu ekuitas berasal dari nilai kini dari arus kas bebas (*free cash flow to equity*) yang dihasilkan perusahaan di tahun-tahun yang akan datang. Arus kas bebas dalam penilaian bisnis terdiri dari tahun proyeksi dan tahun kekal (perpetuity). Arus kas bebas dari tahun proyeksi dan tahun kekal kemudian didiskonto dengan persentase tingkat diskonto tertentu sehingga menjadi nilai kini. Berikut adalah ringkasan perhitungan nilai ekuitas dengan pendekatan pendapatan metode DCF.

Tabel-7. Ringkasan Perhitungan Discounted Cash Flow

Item	Jumlah
<i>Free cash flow to equity 2020</i>	786.424.953.509
<i>Free cash flow to equity 2021</i>	858.694.316.342
<i>Free cash flow to equity 2022</i>	937.928.245.266
<i>Free cash flow to equity 2023</i>	1.024.723.012.189
<i>Free cash flow to equity 2024</i>	1.119.742.645.548
Tingkat Diskonto (<i>Discount Rate</i>)	10,58%
Pertumbuhan Perpetuiti (<i>Perpetuity growth</i>)	6,405%
<i>Total Present Value of Free cash flow to equity</i>	3.469.669.243.203
<i>Present Value of Terminal Value</i>	17.262.065.125.905
Nilai Ekuitas Operasi (<i>Equity Value from Operation</i>)	20.731.734.369.108
Aset Nonoperasional per 31/12/19 (<i>Non-operating Assets</i>)	1.978.271.000.000
Nilai Pasar Wajar Ekuitas (<i>Fair Market Value of Equity</i>)	22.710.005.369.108
Jumlah Saham Beredar per 12/31/2019 (<i>Outstanding Shares</i>)	6.832.410.700
Nilai Pasar Wajar Ekuitas per Lembar (<i>Fair Market Value of Equity per Share</i>)	3.324

Sumber: Olah Data dan Laporan Tahunan PT Bank Mayapada Internasional Tbk. 2019

Menurut Damodaran (2012) perhitungan *free cash flow to equity* didapat dari banyaknya uang kas yang diperoleh perusahaan dalam masing-masing tahun. Jadi dalam menghitung *free cash flow to equity* harus mengeluarkan komponen-komponen yang tidak melibatkan uang kas, baik uang kas masuk (*cash in*) maupun uang kas keluar (*cash out*). Komponen-komponen yang tidak melibatkan kas diantaranya yaitu *non-cash expense* (depresiasi dan amortisasi), *capital expenditure* (belanja modal), *increasing in net working capital* (penambahan modal kerja), dan *net debt issued* (penambahan pinjaman jangka panjang).

Perhitungan *free cash flow to equity* tahun proyeksi 2020 sampai 2024 diperoleh dari data historis masing-masing komponen *free cash flow to equity* yang kemudian dilakukan forecasting hingga tahun 2024. *Free cash flow to equity* pada tahun 2025 dan seterusnya, atau biasa disebut perpetuity free cash flow, diasumsikan mengalami growth yang stabil dengan *perpetuity growth* sebesar 6,405%. Perpetuity free cash flow tersebut dapat diukur atau dinilai dengan formula Terminal Value. *Free cash flow to equity* masing-masing tahun proyeksi selanjutnya didiskonto dengan tingkat diskon 10,58% sehingga diperoleh

present value yang mengindikasikan nilai wajar ekuitas dari aset operasional (*Equity Value from Operation*) yaitu sebesar Rp20.731.734.369.108. Nilai wajar ekuitas dari aset operasional harus ditambahkan dengan nilai aset nonoperasional sebesar Rp1.978.271.000.000 agar mengindikasikan nilai pasar wajar dari ekuitas secara keseluruhan yaitu sebesar Rp22.710.005.369.108. Indikasi nilai pasar wajar ekuitas kemudian dibagi dengan jumlah saham yang beredar sebanyak 6.832.410.700 lembar, sehingga diperoleh nilai per lembar saham sebesar Rp3.324.

2. Perhitungan Dengan Pendekatan Data Pasar (Metode GPTCM)

Dikarenakan objek penilaian adalah perusahaan terbuka yang listing di bursa efek, maka penilaian dapat menggunakan metode *Guideline Publicly Traded Company Method* (GPTCM) dengan menggunakan data pembanding perusahaan yang listing di bursa juga. Dalam perhitungan nilai dengan metode GPTCM, diperlukan data pembanding yang mirip dari segi jenis dan kesebandingan dengan objek penilaian PT Bank Mayapada Internasional Tbk. Menurut KEPI & SPI (2018), dalam menentukan perusahaan pembanding yang digunakan, penilai harus mempertimbangkan beberapa kriteria yaitu industri, kegiatan usaha dan produk yang mirip, struktur permodalan (*capital structure*), serta ukuran perusahaan. Kriteria perusahaan yang dapat dijadikan pembanding dalam penelitian ini adalah perusahaan yang memiliki bidang usaha di industri perbankan, serta jumlah ekuitas dan pendapatan yang paling mirip dengan objek penilaian. Berikut adalah data perusahaan terbuka yang bergerak di industri keuangan sektor perbankan yang diambil dari statistik tahunan perusahaan terbuka yang listing di Bursa Efek Indonesia.

Tabel-8. Data Perusahaan di Industri Perbankan

No.	Emiten	Kode	Ekuitas*	Pendapatan*
1	Bank Central Asia	BBCA	167.982	62.627
2	Bank Rakyat Indonesia	BBRI	199.540	109.700
3	Bank Danamon Indonesia	BDMN	44.125	18.923
4	Bank Pembangunan Daerah Jabar Banten	BJBR	10.884	9.691
5	Bank Pembangunan Daerah Jatim	BJTM	8.943	4.635
6	Bank Mandiri	BMRI	200.828	86.770
7	Bank Permata	BNLI	23.729	14.261
8	Bank BTPN	BTPN	31.274	17.356
9	Bank Mayapada Internasional	MAYA	11.535	6.647
10	Bank Mega	MEGA	14.951	7.197
11	Bank OCBC NISP	NISP	26.908	11.646
*dalam miliar rupiah				

Sumber: *IDX Quarterly Statistics: 4th Quarter 2019*

Berdasarkan tabel di atas, penelitian ini menggunakan 5 perusahaan pembanding yang dianggap sejenis dan sebanding dengan pertimbangan jumlah ekuitas dan pendapatan yang tidak jauh berbeda dengan objek penilaian. Lima perusahaan tersebut adalah PT Bank Mega

Tbk. (MEGA), PT Bank Permata Tbk. (BNLI), PT Bank OCBC NISP Tbk. (NISP), PT Bank Pembangunan Daerah Jatim Tbk. (BJTM), dan PT Bank Pembangunan Daerah Jabar Banten Tbk. (BJBR). Dalam perhitungan, kelima perusahaan tersebut masing-masing diberi proporsi dengan cara *scoring* agar dapat menghasilkan nilai yang presisi. Perhitungan proporsi tersebut didasarkan pada kemiripan jumlah tiap akun di laba rugi. Semakin mirip jumlah masing-masing akun laba rugi, semakin besar juga scoringnya dan semakin besar juga proporsi yang diberikan. Berikut adalah ringkasan perhitungan proporsi untuk masing-masing perusahaan pembanding.

Tabel-9. Proporsi Pembanding dalam Perhitungan Metode GPTCM

Pembanding (<i>Peers</i>)	Kode	Skor	Proporsi
Bank Mega	MEGA	2	15,38%
Bank Permata	BNLI	2	15,38%
Bank OCBC NISP	NISP	2	15,38%
Bank Pembangunan Daerah Jatim	BJTM	4	30,77%
Bank Pembangunan Daerah Jabar Banten	BJBR	3	23,08%
Jumlah		13	100,00%

Sumber: IDX Quarterly Statistics: 4th Quarter 2019

Berdasarkan hasil analisis komparasi antar perusahaan pembanding dengan objek, dapat disimpulkan bahwa BJTM memiliki proporsi yang paling besar karena memiliki banyak kesamaan dengan objek dari segi laporan laba ruginya dengan skor 4 atau proporsi 31%. Selanjutnya BJBR memiliki skor 3 atau proporsi sebesar 23% dan tiga pembanding memiliki skor 2 atau proporsi 15% yakni MEGA, BNLI, dan NISP.

Rasio valuasi yang digunakan dalam perhitungan ada 3, diantaranya *price earning ratio (P/E)*, *price to book value (PBV)*, *price per sales (P/S)*. Penulis menggunakan ketiga rasio tersebut karena ketiga rasio ini lazim digunakan oleh penilai maupun investor dalam mengestimasi nilai suatu saham. Selain itu ketiga rasio ini cocok untuk perhitungan nilai perusahaan yang bergerak di bidang perbankan karena perusahaan-perusahaan perbankan memiliki laba atau earning yang positif, berbeda dengan industri lain seperti perusahaan aviasi atau penerbangan yang sebagian besar perusahaannya memiliki laba atau earning yang negatif. Berikut adalah ringkasan perhitungan dengan menggunakan metode GPTCM.

Tabel-10. Ringkasan Perhitungan Metode GPTCM

Price Earning Ratio

Peers	Ticker	P/E	Proportion	Weighted Average P/E
Bank Mega	MEGA	23,64	15%	12,36
Bank Permata	BNLI	23,55	15%	
Bank OCBC NISP	NISP	6,64	15%	
Bank Pembangunan Daerah Jatim	BJTM	7,36	31%	
Bank Pembangunan Daerah Jabar Banten	BJBR	7,86	23%	

Price to Book Value

Peers	Ticker	PBV	Proportion	Weighted Average PBV
Bank Mega	MEGA	3,05	15%	1,38
Bank Permata	BNLI	1,47	15%	
Bank OCBC NISP	NISP	0,70	15%	
Bank Pembangunan Daerah Jatim	BJTM	1,10	31%	
Bank Pembangunan Daerah Jabar Banten	BJBR	1,02	23%	

Price per Sales

Peers	Ticker	P/S	Proportion	Weighted Average P/S
Bank Mega	MEGA	8,62	15%	3,79
Bank Permata	BNLI	5,49	15%	
Bank OCBC NISP	NISP	2,75	15%	
Bank Pembangunan Daerah Jatim	BJTM	2,52	31%	
Bank Pembangunan Daerah Jabar Banten	BJBR	1,84	23%	

Sumber: Laporan Keuangan 2019 masing-masing emiten

Berdasarkan pengolahan data pada tabel, diperoleh nilai rata-rata tertimbang *price earning ratio (P/E)* dari kelima pembanding adalah sebesar 12,36 kali, *Price To Book Value (PBV)* sebesar 1,38 kali, serta *price per sales (P/S)* sebesar 3,79 kali. Rata-rata tertimbang dari ketiga rasio tersebut digunakan untuk mengestimasi nilai wajar dari MAYA dengan cara mengalikannya dengan variabel fundamental dari MAYA. Variabel fundamental yang dimaksud di sini adalah laba bersih (*earning*) untuk rasio P/E, ekuitas (*book value*) untuk rasio PBV, dan pendapatan bunga (*interest income*) untuk rasio P/S. Berikut adalah perhitungan estimasi nilai wajar MAYA berdasarkan rata-rata tertimbang rasio dari kelima pembanding.

Tabel-11. Perhitungan Nilai dengan Metode GPTCM

Ratio	Weighted Average Ratio	MAYA Fundamental Variable	Fair Value of Equity
P/E	12,36	528.114.000.000	6.527.033.475.529
PBV	1,38	12.341.969.000.000	17.010.312.046.477
P/S	3,79	8.938.464.000.000	33.905.427.920.824
Average			19.147.591.147.610
Outstanding Shares			6.832.410.700
Fair Value per Share			2.802

Sumber: Laporan Tahunan PT Bank Mayapada Internasional Tbk. 2019

3. Rekonsiliasi nilai.

Rekonsiliasi nilai merupakan langkah terakhir dalam proses penilaian yang bertujuan untuk memperoleh simpulan nilai. Rekonsiliasi nilai menghasilkan simpulan nilai yang

berasal dari perhitungan rata-rata tertimbang dari masing-masing pendekatan penilaian yang digunakan sehingga dapat diperoleh opini nilai wajar yang lebih presisi. Menurut Surat Edaran Direktur Jenderal Pajak Nomor SE-54/PJ/2016, penilai melakukan rekonsiliasi nilai dalam hal penilaian menggunakan lebih dari satu pendekatan penilaian. Terdapat beberapa kriteria yang menjadi dasar pertimbangan untuk melakukan pembobotan masing-masing pendekatan. Kriteria masing-masing pendekatan tersaji dalam tabel di bawah ini.

Tabel-12. Kriteria Pembobotan dalam Pendekatan Pendapatan

No	Kriteria	Skor
1	Data laporan keuangan 3 tahun terakhir	1
2	Data tingkat pertumbuhan industri	1
3	Data kapasitas produksi	0
4	Data beban/biaya	1
5	Data proses bisnis	0
6	Analisis tingkat pertumbuhan	1
7	Analisis perhitungan beta	1
8	Analisis perhitungan DLOM dan/atau DLOC/PFC	0
9	Analisis kewajaran proyeksi	0
10	Kesesuaian pendekatan dengan Objek Penilaian	1
Jumlah		6

Sumber: Laporan Tahunan PT Bank Mayapada Internasional Tbk. tahun 2014-2019

Tabel-13. Kriteria Pembobotan dalam Pendekatan Pasar

No	Kriteria	Skor
1	Data pembanding dengan kategori sebanding	1
2	Data pembanding lebih dari 3 data	1
3	Data pembanding memiliki sebaran data yang merata	1
4	Data pembanding berasal dari negara yang sama dengan Objek Penilaian	1
5	Data laporan keuangan objek pembanding	1
6	Analisis rasio keuangan objek pembanding	1
7	Analisis kesebandingan data	0
8	Analisis angka pengali (<i>multiple</i>)	1
9	Analisis perhitungan DLOM dan/atau DLOC/PFC	0
10	Kesesuaian pendekatan dengan Objek Penilaian	1
Jumlah		8

Sumber: Laporan Keuangan 2019 masing-masing emiten

Sepuluh kriteria masing-masing pendekatan pada tabel di atas merupakan standar kriteria yang terdapat pada Surat Edaran Direktur Jenderal Pajak Nomor SE-54/PJ/2016. Tiap-tiap kriteria diberi skor 1 apabila terpenuhi dan diberi skor 0 apabila tidak terpenuhinya kriteria. Dengan begitu, semakin banyak kriteria yang terpenuhi, maka semakin besar skornya dan semakin besar pula pembobotannya dalam rekonsiliasi nilai. Dari hasil

perhitungan skor, pendekatan pasar memiliki skor yang lebih tinggi daripada pendekatan pendapatan yang mengindikasikan bahwa pendekatan pasar lebih mencerminkan nilai pasar wajar dari ekuitas objek penilaian. Berikut adalah tabel penentuan bobot masing-masing pendekatan penilaian.

Tabel-14. Perhitungan Bobot Pendekatan Penilaian

Pendekatan	Skor	Bobot
Pendekatan Pendapatan	6	42,86%
Pendekatan Pasar	8	57,14%
Jumlah	14	100%

Sumber: Laporan Keuangan 2019 masing-masing emiten

Pada tabel di atas, perhitungan persentase bobot diperoleh dengan cara menghitung proporsi masing-masing skor pendekatan penilaian dengan total skor. Dengan kata lain, skor yang tinggi akan mendapatkan proporsi atau bobot yang lebih tinggi pula. Perhitungan bobot tersebut digunakan untuk perhitungan rekonsiliasi nilai seperti pada tabel berikut.

Tabel-15. Rekonsiliasi Nilai

Uraian	Nilai per Lembar	Bobot	Nilai Tertimbang
Berdasarkan Pendekatan Pendapatan	3.324	42,86%	1.425
Berdasarkan Pendekatan Pasar	2.802	57,14%	1.601
Nilai per Lembar Saham		100%	3.026

Sumber: Laporan Keuangan 2019 masing-masing emiten

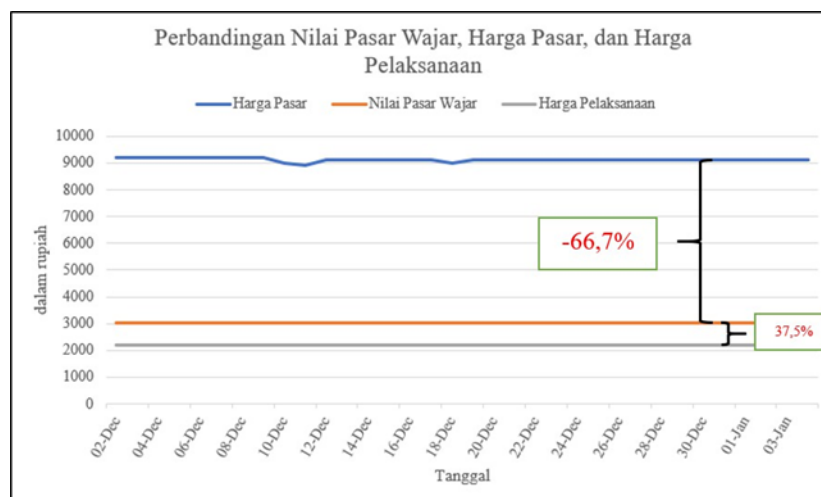
Nilai berdasarkan pendekatan pendapatan adalah sebesar Rp3.324 per lembar dengan proporsi 42,86% dan berdasarkan pendekatan data pasar sebesar Rp2.802 per lembar 57,14%. Sehingga diperoleh simpulan nilai pasar wajar PT Bank Mayapada Internasional Tbk. per 31 Desember 2019 adalah sebesar Rp3.026 per lembar saham.

4. Analisis Komparasi Nilai Wajar *Right issue* dengan Harga Pasar dan Harga Realisasi Analisis data cross section yang membandingkan antara hasil perhitungan nilai pasar wajar hasil perhitungan dengan harga pasar dan harga realisasi *right issue* memiliki tujuan untuk menyimpulkan posisi relatif harga pasar dan harga realisasi *right issue* terhadap nilai pasar wajarnya. Harga dapat dikatakan relatif lebih murah atau *undervalue* ketika berada di bawah nilai pasar wajarnya, dan sebaliknya harga dapat dikatakan mahal atau *overvalue* apabila harga berada di atas nilai pasar wajarnya. Analisis komparasi juga dapat mengidentifikasi penyebab perbedaan antara nilai pasar wajar dengan harga pasar dan harga realisasi berdasarkan literatur dan penelitian sebelumnya yang membahas mengenai hal tersebut.

Nilai pasar wajar diperoleh dari hasil perhitungan dengan dua pendekatan penilaian yaitu pendekatan pendapatan dan pendekatan pasar. Nilai pendekatan pendapatan diperoleh dari proyeksi free cash flow selama lima tahun kedepan yang didapat dari analisis historis

laporan keuangan dari tahun 2014 sampai 2019. Nilai pendekatan data pasar diperoleh dengan cara membandingkan perusahaan objek dengan perusahaan yang sejenis dan sebanding.

Harga pasar dan harga pelaksanaan ditentukan pada saat tanggal penilaian yaitu tanggal 31 Desember 2019. Data yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia, harga pasar PT Bank Mayapada Internasional Tbk (MAYA) pada 31 Desember 2019 adalah sebesar Rp9.100 per lembar sahamnya. Sedangkan harga pelaksanaan yang ditetapkan oleh manajemen adalah sebesar Rp2.200 per lembar saham. Berikut adalah grafik perbandingan antara nilai pasar wajar, harga pasar, dan harga pelaksanaan per tanggal 31 Desember 2019.



Sumber: Bursa Efek Indonesia dan Olah Data Penulis

Gambar 4. Perbandingan antara nilai pasar wajar, harga pasar, dan harga pelaksanaan per tanggal 31 Desember 2019

Berdasarkan grafik di atas, selisih antara nilai wajar dan harga pasar adalah sebesar Rp6.074. Harga pasar dapat dikatakan relatif mahal atau *overvalue* dibanding nilai wajarnya dengan potensi downside sebesar 66,7% menuju nilai pasar wajarnya. Sedangkan selisih antara nilai pasar wajar dan harga pelaksanaan adalah sebesar Rp826 atau dapat dikatakan harga pelaksanaan *undervalue* dengan potensi upside sebesar 37,5% menuju nilai pasar wajarnya.

Salah satu penyebab adanya perbedaan antara harga pasar dan nilai pasar wajar yang dapat penulis identifikasi adalah karena transaksi perdagangan saham PT Bank Mayapada Internasional Tbk yang tidak likuid dengan volume transaksi yang kecil. Berdasarkan data Bursa Efek Indonesia, rata-rata volume transaksi harian PT Bank Mayapada Internasional Tbk selama bulan Desember 2019 adalah tidak lebih dari Rp10.000.000 per hari yang mana volume transaksi ini jauh lebih kecil jika dibandingkan dengan rata-rata volume transaksi perusahaan perbankan lainnya. Pernyataan ini juga didukung dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Husnan (2005) yang menyatakan bahwa volume transaksi perdagangan yang tidak terlalu besar berpotensi tidak terjadi *arm length transaction* atau dengan kata lain, volume transaksi perdagangan yang kecil berpotensi tidak mencerminkan nilai pasar wajarnya.

Salah satu penyebab adanya perbedaan antara harga pelaksanaan dan nilai pasar wajar yang dapat penulis identifikasi adalah karena manajemen PT Bank Mayapada Internasional Tbk ingin memberikan insentif kepada para investor dengan cara menawarkan harga pelaksanaan yang lebih murah. Hal ini bertujuan agar menarik minat investor untuk membeli saham *right issue* dengan harga yang lebih murah dibandingkan nilai pasar wajarnya sehingga target perolehan dana yang ditetapkan oleh manajemen bisa tercapai. Hal ini sesuai dengan penelitian terdahulu Robert Ang yang dikutip dalam Kusuma dan Khoirudin (2016), yang menjelaskan bahwa harga saham *right issue* yang ditawarkan biasanya harganya di bawah nilai pasarnya agar menarik minat investor untuk menyettor modalnya.

KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

Dari hasil analisis data dan pembahasan yang telah dijabarkan, dapat disimpulkan beberapa poin sebagai berikut.

1. Terdapat dua pendekatan penilaian yang dapat diterapkan yaitu pendekatan pendapatan dan pendekatan pasar. Metode yang digunakan dalam pendekatan pendapatan adalah metode *Discounted Cash Flow (DCF)*. Sedangkan metode yang digunakan dalam pendekatan pasar adalah metode *Guideline Publicly Traded Company Method (GPTCM)*. Pemilihan metode DCF dikarenakan objek penilaian PT Bank Mayapada Internasional Tbk memiliki karakteristik yang sesuai dengan metode DCF yaitu memiliki pendapatan dan laba bersih yang positif namun pertumbuhannya masih belum stabil, serta tidak rutin dalam pembagian dividen di setiap tahunnya. Pemilihan metode GPTCM dikarenakan objek penilaian PT Bank Mayapada Internasional Tbk. memiliki karakteristik yang sesuai dengan metode GPTCM yaitu terdapat beberapa perusahaan pembanding yang sejenis dan memiliki skala usaha yang tidak jauh berbeda. Nilai pasar wajar saham PT Bank Mayapada Internasional Tbk. berdasarkan pendekatan pendapatan metode DCF adalah sebesar Rp3.324 per lembar. Sedangkan berdasarkan pendekatan pasar metode GPTCM adalah sebesar Rp2.802 per lembar. Dari perhitungan dua pendekatan tersebut diperoleh rekonsiliasi nilai pasar wajar saham PT Bank Mayapada Internasional Tbk. adalah sebesar Rp3.026 per lembar, dengan bobot pendekatan pendapatan dan pendekatan pasar masing-masing sebesar 42,86% dan 57,14%
2. Analisis komparasi antara nilai pasar wajar dengan harga pasar saham PT Bank Mayapada Internasional Tbk menunjukkan bahwa harga pasar *overvalue* terhadap nilai pasar wajarnya dengan potensi penurunan sebesar 66,7%. Salah satu hal yang menyebabkan perbedaan tersebut adalah volume transaksi perdagangan saham PT Bank Mayapada Internasional Tbk relatif kecil dan relatif tidak likuid. Sedangkan komparasi antara nilai pasar wajar dengan harga pelaksanaan *right issue* menunjukkan bahwa harga pelaksanaan yang ditawarkan oleh manajemen PT Bank Mayapada Internasional Tbk *undervalue* terhadap nilai pasar wajarnya dengan potensi kenaikan sebesar 37,5% menuju harga pasar wajarnya. Salah satu hal yang menjadi penyebab adalah manajemen PT Bank Mayapada Internasional Tbk yang memberikan insentif terhadap investor

dengan menawarkan harga pelaksanaan yang lebih murah agar target perolehan dana *right issue* dapat terealisasi.

Saran yang ditujukan bagi penulis berikutnya yang membahas mengenai penilaian ekuitas atau saham adalah dapat mengumpulkan data primer. Data primer dapat diperoleh salah satunya dengan cara melakukan wawancara dengan pihak manajemen atau investor relation perusahaan terkait strategi perusahaan ke depan serta target-target keuangan yang telah disusun. Data yang diperoleh langsung dari pihak perusahaan akan lebih memaksimalkan asumsi-asumsi yang digunakan penilai untuk melakukan proyeksi keuangan di tahun-tahun yang akan datang.

Selain itu, dalam penelitian ini penulis tidak menggunakan pendekatan aset dalam perhitungan nilai wajar saham objek penilaian dikarenakan adanya keterbatasan dalam mendapatkan akses untuk melakukan penilaian terhadap aset-aset perusahaan serta keterbatasan dalam mendapatkan data *borrowing capacity* untuk masing-masing jenis aset yang dimiliki perusahaan. Dalam penilaian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan pendekatan aset agar dapat menghasilkan nilai wajar yang lebih mencerminkan kondisi yang sebenarnya.

Saran yang dapat dijadikan masukan untuk perusahaan sebaiknya dapat mengendalikan biaya secara efisien, karena meskipun pendapatan perusahaan terus naik dalam enam tahun terakhir, bottom line perusahaan masih berfluktuatif naik turun. Hal ini tidak lain dikarenakan efisiensi biaya yang masih kurang optimal. Perusahaan sebaiknya sebisa mungkin menjaga kepercayaan investor melalui kinerja keuangan yang baik. Hal ini penting karena meskipun harga *right issue* yang ditawarkan perusahaan masih dibawah harga pasar wajarnya, tapi investor maupun existing shareholder juga mungkin mempertimbangkan kinerja keuangan perusahaan sebelum melakukan pembelian saham *right issue*. Jika perusahaan mampu menjaga kinerjanya dengan baik, investor dan *existing shareholder* akan tertarik untuk menyetorkan modalnya ke perusahaan melalui *right issue* sehingga target perolehan modal dalam aksi korporasi *right issue* ini dapat tercapai.

DAFTAR PUSTAKA

Buku dan Sumber Lain

- Bank Mayapada. (2019). Laporan Keuangan Tahunan PT Bank Mayapada Internasional Tbk. Tahun 2018. Jakarta
- Damodaran, Aswath. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Canada: John Wiley & Sons, Inc.
- Fahreza, Rizki. (2023). 2. Pengaruh Right Issue Saham Terhadap Kinerja Keuangan Pt Bank Rakyat Indonesia (PERSERO) TBK. Jurnal Bisnisan : Riset Bisnis dan Manajemen, doi: 10.52005/bisnisan.v5i1.141

-
- Gumanti, Tatang Ary dan Alkaf, Nafisah. (2011). Underpricing dalam penawaran saham perdana dan penawaran saham susulan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* Volume 8 - No. 1, Juni 2011 doi: 10.21002/JAKI.2011.02
- Husnan, Suad. (2005). *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP YKPN
- Indonesia Stock Exchange. (2020). *IDX Quarterly Statistics: 4th Quarter 2019*. Jakarta
- Jogiyanto. (2009). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Keenam*. Yogyakarta: BPFE
- Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2020). *Pokok-Pokok APBN 2020 Akselerasi Daya Saing melalui Inovasi dan Penguatan Kualitas Sumber Daya Manusia*. Jakarta
- KEPI dan SPI. (2018). *Kode Etik Penilai Indonesia dan Standar Penilaian Indonesia Bagian Standar Penilaian Indonesia 330 tentang Penilaian Bisnis Edisi VII*. Jakarta: Masyarakat Profesi Penilai Indonesia
- Mankiw, N. Gregory. (2003). *Teori Makroekonomi Edisi Kelima*. Jakarta: Erlangga
- Mateus et al (2017). 6. Price discounts in rights issues: why do managers insist on what investors hate?. *European Business Review*, doi: 10.1108/EBR-02-2016-0036
- Norisanti, Nor dan Danial, R.D.M. (2022). 2. Analisis Nilai Perusahaan Sebelum Dan Sesudah Melakukan Right Issue. *Costing*, doi: 10.31539/costing.v6i1.3420
- Pratama, Ahmad A. P. (2019). Does Asset Quality Matter in Relationship Between Bank Capital on Lending Growth. *Social Science Research Network*,
- Pratt, Shannon P. dan Alina V. Niculita. (2008). *Valuing A Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies Fifth Edition*. Chicago: McGraw-Hill.
- Ritika, Kapoor. (2023). 2. Pre-emptive Rights of Shareholders: An Indian Perspective. *Business Law Review*, doi: 10.54648/bula2023002
- Siswanto, Heri dan Muqodim. (1999). Study Empiris Tentang Pengaruh Pengumuman *Right issue* Terhadap Tingkat Keuntungan Dan Likuiditas Saham Di Bursa Efek Jakarta Periode 1997-1999. *Jurnal Ekonomi*.
- Widagdo, Djoko dan Tandelilin, Eduardus. (2016). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi reaksi investor disekitar hari pengumuman *Right issue*: Studi empiris di Bursa Efek Jakarta. Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada Vol. 8
- Widoatmojo, Sawidji. (2009). *Pasar Modal Indonesia*. Bogor: Ghalia Indonesia

Peraturan Pemerintah

- Republik Indonesia. (2012). Peraturan Bank Indonesia nomor 14/26/Pbi/2012 tentang Kegiatan Usaha dan Jaringan Kantor berdasarkan Modal Inti Bank. Jakarta: Sekretariat Bank Indonesia
- Republik Indonesia. (2016). Surat Edaran Direktorat Jenderal Pajak Nomor SE- 54/PJ/2016 tentang Petunjuk Teknis Penilaian Properti, Penilaian Bisnis, dan Penilaian Aset Tak berwujud Untuk Tujuan Perpajakan. Jakarta: Sekretariat Direktorat Jenderal Pajak
- Republik Indonesia. (1998). Undang-undang Republik Indonesia Nomor 36 Tahun 2008 tentang Pajak Penghasilan. Jakarta: Sekretariat Negara