JIIC: JURNAL INTELEK INSAN CENDIKIA
https://jicnusantara.com/index.php/jiic
Vol : 3 No: 11, November 2026
E-ISSN : 3047-7824

Analisis Fundamental dalam Penilaian Saham: Tinjauan Pustaka Naratif dan Simulasi Sensitivitas Nilai Intrinsik

Fundamental Analysis in Stock Valuation: A Narrative Literature Review and Intrinsic Value Sensitivity Simulation

Agustina[1*], Fansurna[2], Iwan Surna[3], Lisa Fizanah[4], M. Fahridzi[5*]
Universitas Malikussaleh
Email : agustina.256210101016@mhs.unimal.ac.id[1], fansurna.256210101020@mhs.unimal.ac.id[2], iwan.256210101018@mhs.unimal.ac.id[3], lisa.256210101019@mhs.unimal.ac.id[4], fahridzi.256210101015@mhs.unimal.ac.id[5]*

Article Info

Article history :
Received : 16-11-2026
Revised : 18-11-2026
Accepted : 20-11-2026
Published : 22-11-2026

Abstract

Fundamental analysis is widely taught as a sequence of stages and formulas, yet the empirical evidence behind it and the uncertainty of valuation outputs are rarely examined critically. This study aims to (1) synthesise the evidence on the information value of macroeconomic, industry, and firm-level financial statement analysis, (2) compare the evidence on the accuracy of the dividend discount model (DDM), free cash flow (FCF) models, and relative valuation, and (3) quantify the sensitivity of intrinsic value to its assumptions. The study uses a narrative literature review of classic works, international empirical studies, and Indonesian empirical studies, complemented by a secondary re-analysis of six valuation methods from one study of cement-sector stocks on the Indonesia Stock Exchange and by deterministic, scenario, and probabilistic simulations for a hypothetical firm (PT Maju Sejahtera Tbk). The review shows that macroeconomic, industry, and financial statement information is relevant to stock prices and returns, but no valuation model dominates consistently: the DDM ranks first in the four-firm cement study, whereas other studies favour price-earnings multiples or discounted cash flow. In the simulation, with a required return of 12% and growth of 6%, a one-percentage-point change in either assumption shifts value by about −15% to +21%; the pessimistic-to-optimistic scenario range is Rp1,504–Rp3,483 against a base value of Rp2,300 and a market price of Rp2,000. Intrinsic value should therefore be reported as a range, triangulated across models, and accompanied by reverse valuation and ratio-consistency checks.

Keywords: fundamental analysis, intrinsic value, stock valuation

Abstrak

Analisis fundamental banyak diajarkan sebagai rangkaian tahapan dan rumus, tetapi bukti empirisnya serta ketidakpastian hasil valuasi jarang dibahas secara kritis. Penelitian ini bertujuan (1) mensintesis bukti tentang nilai informasi analisis makroekonomi, industri, dan laporan keuangan perusahaan, (2) membandingkan bukti akurasi Dividend Discount Model (DDM), model arus kas bebas (FCF), dan relative valuation, serta (3) mengukur sensitivitas nilai intrinsik terhadap asumsinya. Metode yang digunakan adalah tinjauan pustaka naratif atas karya klasik, studi empiris internasional, dan studi empiris Indonesia, dilengkapi analisis ulang sekunder atas enam metode valuasi dari satu studi emiten semen di Bursa Efek Indonesia serta simulasi deterministik, skenario, dan probabilistik pada perusahaan hipotetis (PT Maju Sejahtera Tbk). Hasil tinjauan menunjukkan bahwa informasi makro, industri, dan laporan

keuangan relevan bagi harga dan return saham, tetapi tidak ada model valuasi yang unggul secara konsisten: DDM terbaik pada studi empat emiten semen, sedangkan studi lain mendukung multiple laba atau discounted cash flow. Pada simulasi, dengan tingkat pengembalian disyaratkan 12% dan pertumbuhan 6%, perubahan satu poin persentase pada salah satu asumsi mengubah nilai sekitar −15% hingga +21%; rentang skenario pesimistis–optimistis adalah Rp1.504–Rp3.483 terhadap nilai dasar Rp2.300 dan harga pasar Rp2.000. Nilai intrinsik sebaiknya dilaporkan sebagai rentang yang ditriangulasi lintas model, disertai valuasi balik dan uji konsistensi rasio.

Kata Kunci : analisis fundamental, nilai intrinsik, valuasi saham

PENDAHULUAN

Keputusan membeli, menahan, atau menjual saham pada dasarnya adalah keputusan membandingkan harga pasar dengan nilai yang diyakini investor. Gagasan bahwa harga dapat menyimpang dari nilai yang ditopang fundamental perusahaan merupakan fondasi analisis sekuritas (Graham & Dodd, 1934) dan tetap menjadi inti praktik valuasi modern (Damodaran, 2012; Koller et al., 2020). Gagasan ini berhadapan dengan hipotesis pasar efisien, yang menyatakan bahwa harga telah mencerminkan informasi yang tersedia (Fama, 1970). Grossman dan Stiglitz (1980) menunjukkan bahwa pasar yang sepenuhnya efisien secara informasi tidak mungkin ada, sebab tanpa imbalan atas analisis tidak ada pelaku yang terdorong mengumpulkan informasi. Dengan demikian, pertanyaan yang relevan bukanlah apakah analisis fundamental "benar" atau "salah", melainkan seberapa kuat bukti bahwa informasi fundamental berguna dan seberapa andal angka valuasi yang dihasilkannya.

Bukti dari riset akuntansi dan keuangan menunjukkan bahwa informasi fundamental memang berkaitan dengan harga dan return. Angka laba membawa informasi bagi harga saham (Ball & Brown, 1968); rasio dan angka laporan keuangan membantu memprediksi laba dan return masa depan (Ou & Penman, 1989; Lev & Thiagarajan, 1993; Abarbanell & Bushee, 1997); dan strategi berbasis sinyal fundamental pada saham dengan rasio nilai buku terhadap nilai pasar tinggi menghasilkan return yang lebih baik daripada portofolio pasar pada umumnya (Piotroski, 2000). Di sisi lain, harga saham bergerak jauh lebih volatil daripada yang dapat dibenarkan oleh perubahan dividen aktual (Shiller, 1981), sehingga selisih antara harga dan nilai estimasi dapat bertahan lama dan tidak otomatis berarti peluang. Kedua kelompok temuan ini menegaskan bahwa analisis fundamental bersifat berguna sekaligus tidak pasti.

Dalam pendidikan dan praktik di Indonesia, analisis fundamental umumnya disajikan sebagai urutan tahapan, yaitu ekonomi makro, industri, perusahaan, lalu valuasi, lengkap dengan rumus dan contoh ilustratif (Khaddafi et al., 2026; Sinurat et al., 2022). Penyajian demikian berguna sebagai kerangka dasar, tetapi cenderung memisahkan teori dari bukti. Dari literatur yang berhasil ditelusuri untuk naskah ini, terdapat tiga celah. Pertama, studi empiris Indonesia didominasi regresi rasio keuangan terhadap harga saham, banyak di antaranya pada perusahaan indeks LQ45, dengan hasil yang tidak seragam: EPS umumnya signifikan, tetapi pengaruh ROE

berbeda antarstudi (Pratiwi & Febrianto, 2020; Saputra, 2020; Sarumpaet & Puspitasari, 2022; Aisy & Nursiam, 2024). Kedua, studi yang membandingkan akurasi model valuasi umumnya berskala kecil dan menghasilkan kesimpulan yang berbeda tentang model terbaik (Pengestika & Christianti, 2021). Ketiga, ketergantungan nilai intrinsik pada asumsi sering disebut sebagai keterbatasan, tetapi jarang dikuantifikasi sehingga pembaca tidak mengetahui seberapa besar ketidakpastiannya.

Berdasarkan celah tersebut, naskah ini menjawab tiga pertanyaan penelitian. RQ1: bagaimana bukti empiris mendukung nilai informasi dari tiga tingkat analisis fundamental, yaitu makroekonomi, industri, dan perusahaan? RQ2: bagaimana bukti empiris, termasuk dari Indonesia, membandingkan akurasi DDM, model arus kas bebas (FCF), dan relative valuation? RQ3: seberapa sensitif nilai intrinsik terhadap asumsi utamanya, dan bagaimana ketidakpastian tersebut sebaiknya dilaporkan?

Kontribusi naskah ini ada tiga: (i) sintesis bukti yang menghubungkan tiga tingkat analisis dengan pemilihan metode valuasi; (ii) analisis ulang sekunder yang menguji ketahanan peringkat akurasi model valuasi terhadap pilihan ukuran kesalahan; dan (iii) kuantifikasi sensitivitas nilai intrinsik melalui simulasi yang dapat direplikasi. Naskah ini dikembangkan dari makalah mata kuliah Investasi dan Pasar Modal pada Program Studi Pascasarjana Ilmu Akuntansi, Universitas Malikussaleh, dan diperluas dengan telaah bukti empiris serta analisis kuantitatif.

METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Penelitian ini berdesain kualitatif-deskriptif dengan dua komponen: (a) tinjauan pustaka naratif (narrative literature review) yang disertai analisis ulang sekunder atas data yang dipublikasikan, dan (b) simulasi numerik atas kasus hipotetis. Penelitian ini tidak menguji hipotesis dan tidak menarik inferensi statistik tentang populasi emiten; kesimpulannya bersifat analitis dan konseptual.

Sumber dan Seleksi Literatur

Sumber data adalah data sekunder berupa buku dan artikel jurnal. Literatur dipilih secara purposif menurut empat kelompok: (1) karya dasar teori valuasi dan analisis sekuritas; (2) studi empiris internasional pada jurnal akuntansi dan keuangan bereputasi; (3) studi empiris Indonesia tentang relevansi rasio keuangan dan akurasi valuasi yang dipublikasikan pada jurnal nasional tahun 2016–2024, ditelusuri secara daring melalui portal Garuda dan situs jurnal dengan kata kunci “valuasi saham”, “harga wajar saham”, “DDM”, “free cash flow”, “relative valuation”, “ROE”, “EPS”, dan “LQ45”; serta (4) dua bahan ajar yang menjadi kerangka naskah (Khaddafi et al., 2026; Sinurat et al., 2022). Kriteria inklusi adalah studi yang (i) menguji secara empiris hubungan informasi fundamental dengan harga atau return, atau akurasi model valuasi, (ii) melaporkan data dan temuan dengan jelas, dan (iii) relevan dengan salah satu tingkat analisis fundamental. Karena tidak mengikuti protokol tinjauan sistematis (misalnya PRISMA), pemilihan literatur mungkin tidak lengkap; hal ini dibahas pada bagian keterbatasan.

Literatur dianalisis melalui sintesis tematik atas tiga tema (tingkat analisis, akurasi model valuasi, dan sensitivitas), dengan penilaian kritis terhadap desain studi, ukuran sampel, ukuran akurasi yang dipakai, dan kemungkinan bias.

Analisis Ulang Sekunder

Pengestika dan Christianti (2021) melaporkan nilai wajar enam metode valuasi (DDM, DCF, FCFE, PER, PBV, dan P/S) untuk empat emiten semen (INTP, SMBR, SMGR, WTON) beserta harga penutupan 2019. Dari nilai-nilai yang dilaporkan tersebut, penulis menghitung ulang Root Mean Square Error (RMSE) dan dua ukuran kesalahan bebas skala, yaitu Mean Absolute Percentage Error (MAPE) dan median absolute percentage error (APE), yaitu |nilai wajar − harga pasar| / harga pasar. Tujuannya adalah menguji apakah peringkat akurasi bertahan bila ukuran kesalahan diganti.

Simulasi Sensitivitas

Kasus ilustratif adalah PT Maju Sejahtera Tbk, perusahaan hipotetis dengan harga pasar Rp2.000 per saham dan nilai intrinsik dasar Rp2.300 per saham sebagaimana pada makalah dasar. Data tersebut bukan data riil. Model yang digunakan adalah model pertumbuhan konstan (Gordon, 1959):

$$V_0 = D_0(1 + g) / (r - g)$$

dengan V_0 nilai intrinsik, D_0 dividen terakhir, r tingkat pengembalian yang disyaratkan, dan g pertumbuhan dividen jangka panjang, dengan syarat $r > g$. Karena makalah dasar tidak memuat nilai r dan g, penulis menetapkan asumsi yang konsisten dengan angka Rp2.300: r = 12%, g = 6%, rasio pembayaran dividen 60%, dan EPS tahun berikutnya Rp230, sehingga D_1 = Rp138 dan $D_0 \approx$ Rp130,19. Pertumbuhan berkelanjutan g = ROE × (1 − rasio pembayaran) = 15% × 40% = 6% konsisten dengan ROE tahun kedua sebesar 15% pada data ilustratif. Parameter-parameter ini merupakan asumsi, bukan estimasi dari data.

Lima prosedur dijalankan: (1) uji konsistensi antarrasio dengan dekomposisi DuPont; (2) analisis sensitivitas dua arah pada r = 10%–14% dan g = 4%–8%; (3) tiga skenario (pesimistis, dasar, optimistis); (4) valuasi balik (reverse valuation), yaitu mencari g atau r yang membuat nilai sama dengan harga pasar, disertai pembandingan dengan P/E dan P/B yang dibenarkan fundamental; dan (5) simulasi Monte Carlo 100.000 undian dengan r ~ Segitiga(10%; 12%; 14%) dan g ~ Segitiga(4%; 6%; 8%) yang dianggap saling bebas. Seluruh perhitungan dilakukan dengan Python 3 (benih acak 42) dan dapat direplikasi. Karena angka Monte Carlo bergantung pada implementasi generator bilangan acak, replikasi dengan generator yang berbeda dapat menghasilkan selisih kurang dari 1% pada rerata, median, dan persentil.

Etika Penelitian

Penelitian ini tidak melibatkan responden manusia dan tidak memakai data pribadi. Seluruh sumber dikutip, dan data kasus bersifat hipotetis sehingga tidak boleh dibaca sebagai rekomendasi investasi.

JIIC: JURNAL INTELEK INSAN CENDIKIA
https://jicnusantara.com/index.php/jiic
Vol : 3 No: 11, November 2026
E-ISSN : 3047-7824

HASIL DAN PEMBAHASAN

Bukti Empiris tentang Nilai Informasi Analisis Fundamental (RQ1)

Tingkat makroekonomi

Bukti dari pasar saham Amerika Serikat menunjukkan bahwa variabel makro membawa informasi bagi return agregat. Chen et al. (1986) menemukan bahwa inovasi pada produksi industri, premi risiko, struktur suku bunga, dan inflasi yang tidak terduga berpengaruh signifikan terhadap return saham. Flannery dan Protopapadakis (2002) menemukan pengaruh sejumlah variabel makro, antara lain inflasi dan pertumbuhan uang beredar, terhadap return agregat. Bernanke dan Kuttner (2005) memperkirakan bahwa penurunan suku bunga kebijakan yang tidak diantisipasi sebesar 25 basis poin berkaitan dengan kenaikan indeks saham luas sekitar 1%.

Temuan-temuan tersebut memiliki dua implikasi. Pertama, yang menggerakkan harga adalah kejutan (hal yang tidak diantisipasi), bukan level variabel. Pernyataan seperti "pertumbuhan moderat dan inflasi terkendali" dalam kerangka top-down konvensional (Khaddafi et al., 2026) baru bernilai bagi valuasi bila dibandingkan dengan ekspektasi yang sudah tercermin dalam harga. Kedua, bukti tersebut berasal dari pasar maju; struktur pasar dan sensitivitas terhadap nilai tukar di Indonesia dapat berbeda sehingga pengujian lokal tetap diperlukan. Dalam valuasi, kondisi makro bekerja melalui dua input: suku bunga dan premi risiko memengaruhi tingkat pengembalian yang disyaratkan (r), sedangkan pertumbuhan ekonomi dan inflasi nominal memengaruhi pertumbuhan jangka panjang (g). Bagian simulasi di bawah menunjukkan betapa besar akibat perubahan satu poin persentase pada kedua input ini.

Tingkat industri

McGahan dan Porter (1997), menggunakan data unit bisnis perusahaan Amerika Serikat periode 1981–1994, memperkirakan bahwa efek industri menjelaskan sekitar 19% varians profitabilitas, sedangkan efek yang spesifik pada unit bisnis menjelaskan sekitar 32%. Artinya, industri memang penting, tetapi bukan penentu dominan. Kerangka lima kekuatan Porter (2008), yang mencakup ancaman pendatang baru, kekuatan tawar pembeli, kekuatan tawar pemasok, ancaman produk substitusi, dan persaingan antarpesaing, berfungsi sebagai alat diagnostik struktur persaingan, bukan model prediktif. Bukti kuantitatif di atas menyiratkan bahwa analisis industri sebaiknya diterjemahkan menjadi asumsi margin dan pertumbuhan yang eksplisit, serta tidak berhenti pada deskripsi kualitatif.

Tingkat perusahaan: laporan keuangan dan rasio

Bukti terkuat berada pada tingkat perusahaan. Ringkasan temuan internasional dan Indonesia disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Sintesis Bukti Empiris tentang Nilai Informasi Analisis Fundamental

No	Tingkat	Studi	Temuan utama	Catatan kritis
1	Makro	Chen et al. (1986)	Inovasi produksi industri, premi risiko, struktur suku bunga, dan inflasi tak terduga dihargai pasar saham AS	Bukti pasar AS; transfer ke Indonesia perlu diuji

No	Tingkat	Studi	Temuan utama	Catatan kritis
2	Makro	Flannery & Protopapadakis (2002)	Sejumlah variabel makro, antara lain inflasi dan pertumbuhan uang beredar, memengaruhi return agregat	Berlaku pada komponen sistematis, bukan emiten tunggal
3	Makro	Bernanke & Kuttner (2005)	Penurunan suku bunga kebijakan tak terduga 25 bps berkaitan dengan kenaikan indeks saham ± 1%	Yang berpengaruh adalah kejutan, bukan level
4	Industri	McGahan & Porter (1997)	Efek industri ± 19% dan efek unit bisnis ± 32% dari varians profitabilitas	Data AS 1981–1994; industri penting, tetapi bukan dominan
5	Perusahaan	Ball & Brown (1968)	Harga saham bereaksi terhadap informasi laba	Studi awal relevansi nilai informasi akuntansi
6	Perusahaan	Ou & Penman (1989)	Ringkasan rasio laporan keuangan memprediksi return	Apakah ini informasi nilai atau kompensasi risiko masih diperdebatkan
7	Perusahaan	Piotroski (2000)	Skor sinyal fundamental menaikkan rerata return strategi nilai buku/pasar tinggi minimal 7,5% per tahun	Terbatas pada saham B/M tinggi, 1976–1996
8	Perusahaan	Sloan (1996)	Saham dengan akrual tinggi berkinerja lebih rendah; pasar tampak keliru menaksir komponen akrual	Menegaskan pentingnya kualitas laba dan arus kas
9	Perusahaan	Fairfield & Yohn (2001); Soliman (2008)	Komponen DuPont (margin dan perputaran aset) memberi informasi tentang profitabilitas dan return masa depan; perubahan perputaran aset lebih informatif daripada perubahan margin	Dasar uji kualitas perbaikan ROE
10	Perusahaan (Indonesia)	Pratiwi & Febrianto (2020); Saputra (2020); Sarumpaet & Puspitasari (2022); Aisy & Nursiam (2024)	EPS berpengaruh positif signifikan; ROE signifikan pada sebagian studi saja; arus kas operasi tidak signifikan pada satu studi	Regresi level harga: risiko variabel terabaikan; hasil tidak seragam; sampel kecil pada sebagian studi (Pratiwi & Febrianto: 8 emiten; Saputra: 25 pengamatan)

Sumber: ringkasan penulis dari studi yang dirujuk.

Tiga pola penting muncul dari Tabel 1. Pertama, informasi laporan keuangan tidak hanya relevan, tetapi juga dapat menghasilkan return abnormal pada sampel tertentu (Piotroski, 2000; Sloan, 1996). Kedua, kualitas laba, yang diukur dari hubungan antara laba dan arus kas atau akrual, memberi informasi yang tidak ditangkap oleh laba bersih saja (Sloan, 1996). Hal ini sejalan dengan penegasan makalah dasar bahwa analisis tidak boleh berhenti pada laba bersih. Ketiga, dekomposisi DuPont memungkinkan analis menilai kualitas perbaikan ROE: perubahan perputaran aset lebih informatif bagi profitabilitas mendatang daripada perubahan margin (Fairfield & Yohn, 2001), dan komponen DuPont membawa informasi bagi pelaku pasar (Soliman, 2008).

Pada konteks Indonesia, studi regresi pada perusahaan LQ45 menunjukkan bahwa EPS konsisten berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham, (Pratiwi & Febrianto, 2020; Saputra, 2020; Sarumpaet & Puspitasari, 2022). Studi pertama melaporkan adjusted R^2 sebesar 0,525, artinya sekitar 47,5% variasi harga dijelaskan faktor di luar modelnya. Namun, pengaruh ROE tidak seragam: tidak signifikan pada Pratiwi dan Febrianto (2020) serta Sarumpaet dan Puspitasari (2022), tetapi signifikan pada Aisy dan Nursiam (2024), yang juga melaporkan bahwa

arus kas operasi tidak berpengaruh. Hasil terakhir berbeda dari argumen teoretis bahwa arus kas penting bagi nilai. Secara kritis, perbedaan ini dapat bersumber dari perbedaan periode dan sampel, tetapi juga dari kelemahan desain: regresi pada level harga rentan terhadap pengaruh skala dan variabel yang terabaikan, dan studi-studi tersebut menguji relevansi rasio bagi harga, bukan akurasi valuasi. Dengan demikian, bukti Indonesia saat ini mendukung relevansi EPS, tetapi belum cukup untuk menyimpulkan peran ROE dan arus kas.

Bukti tentang Akurasi Model Valuasi (RQ2)

Secara teoretis, DDM menilai saham dari nilai kini dividen (Gordon, 1959). Miller dan Modigliani (1961) menunjukkan bahwa, pada kondisi ideal, kebijakan dividen tidak menentukan nilai perusahaan; nilai ditentukan oleh kemampuan menghasilkan laba dan kebijakan investasi. Implikasinya, DDM dan model FCF secara teori setara bila arus kas bebas yang tidak dibagikan diinvestasikan pada tingkat pengembalian yang sepadan dengan biaya modal, dan perbedaan hasil praktis berasal dari asumsi serta nilai terminal. Bukti empiris perbandingan model dirangkum pada Tabel 2.

Tabel 2. Sintesis Bukti tentang Akurasi Model Valuasi

No	Model	Studi	Temuan utama	Catatan kritis
1	DDM	Shiller (1981)	Harga saham jauh lebih volatil daripada nilai kini dividen aktual	Selisih harga–nilai dapat bertahan lama
2	DDM, FCF, laba abnormal	Francis et al. (2000)	Model laba abnormal lebih akurat dan lebih banyak menjelaskan harga daripada DDM dan FCF (sampel AS)	Nilai terminal dominan pada DDM dan FCF
3	DDM, FCF, laba	Penman & Sougiannis (1998)	Pendekatan berbasis laba lebih baik daripada DDM dan arus kas pada horizon terbatas	Hasil bergantung pada panjang horizon
4	DCF	Kaplan & Ruback (1995)	Nilai DCF pada transaksi dengan utang tinggi cukup dekat dengan nilai transaksi dan setara dengan metode multiple pembanding	Sampel khusus transaksi leveraged
5	Multiple	Liu et al. (2002)	Multiple berbasis laba ke depan paling akurat; P/S dan arus kas kurang Akurat	Perlu proyeksi laba dan pembanding relevan
6	Praktik analis	Demirakos et al. (2004); Asquith et al. (2005)	Analis banyak memakai multiple (terutama P/E); DCF lebih jarang dan sering sebagai pelengkap	Praktik tidak sama dengan akurasi
7	Enam metode (Indonesia)	Pengestika & Christianti (2021)	Pada empat emiten semen 2015–2019, RMSE terendah DDM dan tertinggi DCF; sinyal beli/jual berbeda antarmetode pada 3 dari 4 Emiten	Sampel kecil; RMSE berskala rupiah
8	Beragam (Indonesia)	Afriani & Asma (2019); Darmawan & Budiman (2016); Hasanah & Rusliati (2017); Sutjipto et al. (2020)	PER paling akurat pada satu studi; DCF lebih akurat daripada PER pada studi lain; DDM terbaik pada dua studi lain	Tidak ada model dominan lintas studi

Sumber: ringkasan penulis; baris 8 sebagaimana dirangkum oleh Pengestika dan Christianti (2021).

Dua kesimpulan dapat ditarik. Pertama, bukti internasional condong ke model berbasis laba dan multiple berbasis laba ke depan, sementara DDM dan FCF sangat bergantung pada nilai terminal (Francis et al., 2000; Liu et al., 2002; Penman & Sougiannis, 1998). Kedua, bukti Indonesia tidak menunjuk satu model terbaik: DDM unggul pada sebagian studi, PER pada studi lain, dan DCF pada studi lainnya (baris 8, Tabel 2). Perbedaan tersebut masuk akal karena kinerja model bergantung pada karakteristik emiten. DDM bekerja baik bagi pembayar dividen yang stabil, dan bahkan pada studi semen, dua dari enam emiten dikeluarkan dari sampel karena tidak membagikan dividen secara rutin (Pengestika & Christianti, 2021). Dengan kata lain, keunggulan DDM pada studi tersebut sebagian mungkin merupakan akibat seleksi sampel.

Analisis ulang: apakah peringkat akurasi bertahan?

Pengestika dan Christianti (2021) menilai akurasi dengan RMSE. Ukuran ini berskala rupiah sehingga didominasi emiten berharga tinggi (INTP Rp18.255 dan SMGR Rp11.949), sedangkan emiten berharga rendah (SMBR Rp439 dan WTON Rp421) hampir tidak berpengaruh. Tabel 3 menyajikan hasil hitung ulang dengan tiga ukuran.

Tabel 3. Akurasi Enam Metode Valuasi pada Empat Emiten Semen menurut Tiga Ukuran Kesalahan

Metode	RMSE (Rp)	Peringkat	MAPE (%)	Peringkat	Median APE (%)	Peringkat
DDM	218,9	1	3,7	1	2,1	1
PBV	1.247,8	2	45,1	2	47,0	3
P/S	3.223,4	3	115,4	4	36,8	2
FCFE	3.650,5	4	125,3	5	116,0	6
PER	4.868,1	5	108,5	3	48,2	4
DCF	5.060,5	6	305,7	6	69,3	5

Sumber: dihitung ulang penulis dari nilai wajar dan harga pasar pada Tabel 2 –7 Pengestika dan Christianti (2021). RMSE hasil hitung ulang berbeda kurang dari 0,1% dari nilai yang dilaporkan akibat pembulatan. Nilai wajar P/S diambil dari tabel sumber (INTP Rp14.515; SMBR Rp578), yang konsisten dengan RMSE yang dilaporkan; narasi sumber memuat angka berbeda (Rp9.488 dan Rp7.056). MAPE: rata-rata |nilai wajar − harga|/harga; APE: kesalahan persentase absolut.

Hasilnya menunjukkan dua hal. DDM tetap berperingkat pertama pada ketiga ukuran, sehingga kesimpulan utama studi tersebut tahan terhadap pergantian ukuran untuk sampel itu. Namun peringkat kedua sampai keenam tidak stabil: P/S berperingkat ketiga menurut RMSE, keempat menurut MAPE, dan kedua menurut median APE; FCFE berperingkat keempat menurut RMSE tetapi keenam menurut median APE. Karena itu, klaim tentang urutan metode selain yang pertama sebaiknya tidak dijadikan dasar keputusan pada sampel sekecil empat emiten.

Terdapat pula persoalan konseptual. Mengukur akurasi sebagai kedekatan terhadap harga pasar mengandaikan bahwa harga pasar adalah nilai yang benar, padahal tujuan valuasi justru mencari selisih antara nilai dan harga. Model yang mereplikasi harga secara sempurna tidak memberikan informasi apa pun. Uji yang lebih tepat adalah apakah rasio nilai terhadap harga memprediksi return di masa depan, sebagaimana dilakukan oleh Frankel dan Lee (1998). Studi valuasi Indonesia yang ditelusuri penulis belum menggunakan uji tersebut, sehingga hal ini menjadi agenda penelitian lanjutan.

JIIC: JURNAL INTELEK INSAN CENDIKIA
https://jicnusantara.com/index.php/jiic
Vol : 3 No: 11, November 2026
E-ISSN : 3047-7824

Simulasi Sensitivitas Nilai Intrinsik: Kasus PT Maju Sejahtera Tbk (RQ3)

Uji konsistensi rasio

Tabel 4 menyajikan rasio ilustratif pada makalah dasar beserta dekomposisi DuPont (ROE = margin laba bersih × perputaran aset × pengganda ekuitas). Perputaran aset dihitung sebagai ROA/NPM, dan pengganda ekuitas sebagai 1 + DER dengan asumsi DER adalah total liabilitas terhadap ekuitas.

Tabel 4. Rasio Ilustratif dan Uji Konsistensi DuPont PT Maju Sejahtera Tbk

Indikator	Tahun 1	Tahun 2	Keterangan
Net profit margin (NPM)	8,0%	10,0%	Data ilustratif
ROA	7,0%	8,0%	Data ilustratif
Perputaran aset (ROA/NPM)	0,875	0,800	Turun
Pengganda ekuitas (1 + DER)	2,20	2,00	Leverage turun
ROE implisit (ROA × pengganda)	15,4%	16,0%	Dihitung penulis
ROE dilaporkan	13,0%	15,0%	Data ilustratif
Selisih (implisit − dilaporkan)	2,4 pp	1,0 pp	Tidak terekonsiliasi

Sumber: data ilustratif makalah dasar; dekomposisi dihitung penulis. pp = poin persentase.

Dua temuan analitis muncul. Pertama, ROE yang dilaporkan tidak konsisten dengan ROA dan DER yang dilaporkan pada kedua tahun: ROE implisit 15,4% dan 16,0%, bukan 13% dan 15%. Selisih tersebut tidak dapat direkonsiliasi dengan definisi baku tanpa informasi tambahan, dan dalam praktik hal ini merupakan sinyal untuk memeriksa definisi rasio (misalnya saldo akhir atau saldo rata-rata) serta kualitas data sebelum rasio ditafsirkan. Kedua, perbaikan ROA dari 7% ke 8% sepenuhnya berasal dari kenaikan margin (8% ke 10%), sedangkan perputaran aset justru turun (0,875 ke 0,800) dan leverage menurun. Penafsiran bahwa "efisiensi aset meningkat" menjadi kurang tepat, sebab ukuran efisiensi penggunaan aset, yaitu perputaran aset, memburuk. Mengingat bahwa perubahan perputaran aset lebih informatif bagi profitabilitas mendatang daripada perubahan margin (Fairfield & Yohn, 2001), perbaikan profitabilitas pada kasus ini perlu diuji keberlanjutannya.

Sensitivitas dua arah dan skenario

Pada asumsi dasar (r = 12%, g = 6%), nilai intrinsik adalah Rp2.300, atau 15,0% di atas harga pasar Rp2.000. Tabel 5 menunjukkan bagaimana nilai berubah bila r dan g bergeser.

Tabel 5. Nilai Intrinsik per Saham (Rp) menurut Tingkat Pengembalian Disyaratkan (r) dan Pertumbuhan (g)

g \ r	10%	11%	12%	13%	14%
4%	2.257	1.934	1.692	1.504	1.354
5%	2.734	2.278	1.953	1.709	1.519
6%	3.450	2.760	**2.300**	1.971	1.725
7%	4.643	3.483	2.786	2.322	1.990
8%	7.030	4.687	3.515	2.812	2.343

Sumber: perhitungan penulis dengan D_0 = Rp130,19. Sel berwarna abu-abu: nilai di bawah harga pasar Rp2.000. Cetak tebal: kasus dasar.

Dengan menggeser satu asumsi dari kasus dasar, nilai berubah secara material: r turun menjadi 11% menaikkan nilai 20,0% (Rp2.760), r naik menjadi 13% menurunkannya 14,3% (Rp1.971), g turun menjadi 5% menurunkannya 15,1% (Rp1.953), dan g naik menjadi 7% menaikkannya 21,1% (Rp2.786). Hubungan ini bersifat cembung terhadap selisih (r − g): pada selisih 2 poin persentase (r = 10%, g = 8%) nilai melonjak menjadi Rp7.030, yang menunjukkan bahwa kombinasi asumsi yang selisihnya sempit menghasilkan angka yang tidak dapat dipercaya. Dari 25 kombinasi pada Tabel 5, 10 kombinasi (40%) menghasilkan nilai di bawah harga pasar; kesimpulan "undervalued" pada kasus dasar dengan demikian berbalik pada sebagian kombinasi asumsi yang masuk akal.

Tabel 6. Hasil Tiga Skenario Valuasi

Skenario	r	g	Nilai (Rp)	Nilai vs harga (V/P − 1)	Margin keamanan (1 − P/V)
Pesimistis	13%	4%	1.504	−24,8%	−32,9%
Dasar	12%	6%	2.300	15,0%	13,0%
Optimistis	11%	7%	3.483	74,1%	42,6%

Sumber: perhitungan penulis. Harga pasar Rp2.000.

Rentang skenario Rp1.504–Rp3.483 mencakup harga pasar: pada skenario pesimistis saham tampak overvalued (margin keamanan −32,9%), sedangkan pada skenario optimistis tampak sangat murah. Angka tunggal Rp2.300 pada makalah dasar karena itu menyembunyikan ketidakpastian yang lebih besar daripada selisih Rp300 terhadap harga pasar.

Valuasi balik dan pembanding multiple

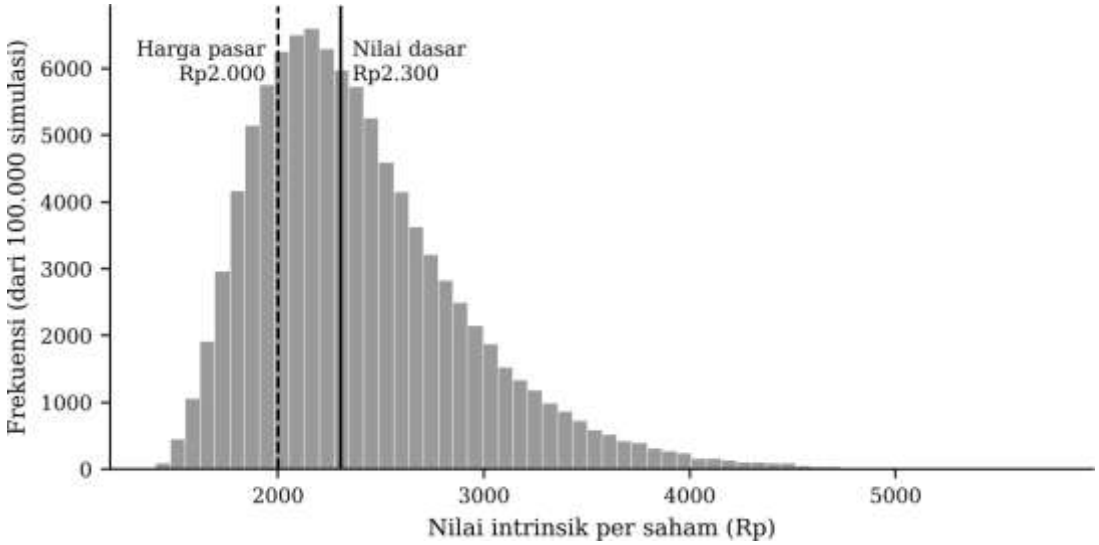
Valuasi balik membalik pertanyaan: asumsi apa yang diimplikasikan harga pasar? Pada r = 12%, harga Rp2.000 mengimplikasikan g ≈ 5,2%; pada g = 6%, harga tersebut mengimplikasikan r ≈ 12,9%. Pasar tidak harus "keliru"; ia hanya perlu mengasumsikan pertumbuhan sekitar 0,8 poin persentase lebih rendah atau tingkat pengembalian sekitar 0,9 poin persentase lebih tinggi daripada asumsi analis. Pertanyaan investasi yang relevan menjadi: apakah ada alasan kuat yang mendukung asumsi analis dibanding asumsi implisit pasar?

Sebagai pembanding silang, EPS Rp230 memberi P/E pasar 8,7 kali dan, dengan ROE 15%, nilai buku per saham ≈ Rp1.533 memberi P/B pasar 1,30 kali. P/E yang dibenarkan fundamental (rasio pembayaran/(r − g)) adalah 10,0 kali dan P/B yang dibenarkan ((ROE − g)/(r − g)) adalah 1,50 kali, keduanya menghasilkan nilai Rp2.300. Kesesuaian ini terjadi karena konstruksi (g = ROE × (1 − rasio pembayaran)), sehingga tidak boleh dibaca sebagai konfirmasi independen. Pada data riil, kesesuaian ketiga ukuran justru merupakan uji yang bermakna.

Simulasi Monte Carlo

Dari 100.000 undian, nilai intrinsik memiliki rerata Rp2.401, median Rp2.303, dan rentang persentil ke-5 sampai ke-95 sebesar Rp1.729–Rp3.414. Sebanyak 76,7% undian menghasilkan nilai di atas harga pasar Rp2.000, tetapi hanya 50,2% di atas nilai dasar Rp2.300. Distribusi condong ke kanan (Gambar 1) karena sifat cembung model, sehingga rerata melampaui median. Angka 76,7% sepenuhnya bergantung pada distribusi masukan yang dipilih penulis dan pada asumsi bahwa r dan g saling bebas; dalam praktik, keduanya cenderung bergerak bersama

(misalnya melalui inflasi), sehingga angka ini hanya ilustrasi cara melaporkan ketidakpastian, bukan probabilitas keuntungan investasi.



Gambar 1. Distribusi Nilai Intrinsik Hasil Simulasi Monte Carlo (100.000 Undian)
Sumber: simulasi penulis. Nilai di atas Rp6.000 (sangat sedikit) tidak ditampilkan.

Pembahasan Integratif dan Implikasi

Tentang pendekatan top-down dan bottom-up, bukti pada RQ1 tidak menunjuk salah satunya sebagai unggul. Efek industri nyata tetapi lebih kecil daripada efek spesifik unit bisnis (McGahan & Porter, 1997), sehingga analisis perusahaan tidak dapat digantikan oleh pandangan sektoral; sementara itu, kondisi makro memengaruhi tingkat pengembalian yang disyaratkan yang berlaku bagi semua emiten (lihat Tabel 5). Karena itu, kedua pendekatan lebih tepat dipahami sebagai urutan kerja yang saling melengkapi, sebagaimana dinyatakan pada makalah dasar. Klaim bahwa pendekatan bottom-up lebih mampu menemukan perusahaan berfundamental kuat yang kurang diperhatikan bersifat konseptual dan belum teruji dalam literatur yang ditelaah.

Tentang model valuasi, kombinasi hasil RQ2 dan RQ3 menunjukkan bahwa pertanyaan "model mana yang terbaik" kurang produktif dibanding pertanyaan "seberapa besar rentang nilai yang masuk akal dan asumsi apa yang menentukannya". Berdasarkan sintesis tersebut, penulis mengusulkan protokol valuasi berbasis triangulasi dengan enam langkah: (1) menerjemahkan kondisi makro menjadi asumsi numerik r dan g, bukan sekadar narasi; (2) menerjemahkan diagnosis industri (lima kekuatan Porter) menjadi asumsi margin dan pertumbuhan jangka panjang; (3) menguji kualitas laporan keuangan melalui dekomposisi DuPont, perbandingan laba dengan arus kas atau akrual, konsistensi antarrasio, dan tren multiperiode; (4) memilih setidaknya dua model sesuai karakteristik emiten, yaitu DDM bila dividen dibayarkan teratur dan stabil, model FCF bila dividen tidak mencerminkan kapasitas kas, dan multiple dengan daftar pembanding yang eksplisit sebagai pembanding silang; (5) melaporkan rentang melalui grid sensitivitas, skenario, valuasi balik, dan margin keamanan; serta (6) mengevaluasi hasil secara ex post dengan ukuran

kesalahan bebas skala dan, bila memungkinkan, dengan uji apakah rasio nilai terhadap harga memprediksi return (Frankel & Lee, 1998). Protokol ini adalah usulan analitis penulis yang belum diuji secara empiris.

Bagi pembelajaran di perguruan tinggi, temuan pada Tabel 4 menunjukkan manfaat latihan memeriksa konsistensi antarrasio sebelum menafsirkan; bagi investor ritel, hasil simulasi menunjukkan bahwa selisih harga dan nilai estimasi yang kecil (di sini 15%) berada dalam rentang ketidakpastian asumsi yang lebih besar, sehingga disiplin margin keamanan dan keterbukaan terhadap asumsi menjadi penting.

Keterbatasan

Pertama, tinjauan ini bersifat naratif dan tidak menjamin kelengkapan; pemilihan literatur dapat bias terhadap studi yang mudah ditemukan. Kedua, analisis ulang sekunder bertumpu pada empat emiten dari satu sub-sektor dan satu tahun harga sehingga tidak dapat digeneralisasi. Ketiga, simulasi memakai perusahaan hipotetis, satu model pertumbuhan konstan, serta distribusi masukan dan asumsi kebebasan r dan g yang dipilih penulis; hasilnya menggambarkan perilaku model, bukan perilaku pasar. Keempat, sebagian besar bukti tentang peran makro dan industri berasal dari pasar Amerika Serikat. Penelitian lanjutan dapat menguji akurasi DDM, FCF, dan multiple pada emiten LQ45 dengan ukuran kesalahan bebas skala dan uji nilai terhadap harga dan return, serta memasukkan variabel makro Indonesia seperti suku bunga acuan dan nilai tukar ke dalam estimasi r dan g.

KESIMPULAN

Berkaitan dengan RQ1, bukti empiris mendukung relevansi informasi makro, industri, dan laporan keuangan bagi harga dan return saham, dengan bukti terkuat pada tingkat perusahaan; namun yang bermakna bagi valuasi adalah kejutan dan asumsi yang diterjemahkan menjadi angka, bukan deskripsi kondisi. Berkaitan dengan RQ2, tidak ada model valuasi yang unggul secara konsisten; DDM terbaik pada satu studi empat emiten semen dan peringkat tersebut bertahan terhadap pergantian ukuran kesalahan, tetapi peringkat metode lainnya tidak stabil dan ukuran akurasi berbasis kedekatan dengan harga pasar bersifat sirkular. Berkaitan dengan RQ3, nilai intrinsik sangat sensitif: pada kasus ilustratif, perubahan satu poin persentase pada r atau g mengubah nilai sekitar −15% hingga +21%, dan kesimpulan “undervalued” berbalik pada 40% kombinasi asumsi yang diuji.

Saran bagi penelitian dan praktik adalah melaporkan nilai intrinsik sebagai rentang yang ditriangulasi lintas model, disertai valuasi balik dan uji konsistensi rasio. Bagi peneliti, disarankan menguji akurasi model valuasi pada sampel yang lebih besar dengan ukuran kesalahan bebas skala dan uji prediksi return. Bagi pengajar, disarankan memadukan contoh hitungan dengan latihan sensitivitas dan pemeriksaan konsistensi data.

DAFTAR PUSTAKA

Abarbanell, J. S., & Bushee, B. J. (1997). Fundamental analysis, future earnings, and stock prices. *Journal of Accounting Research, 35*(1), 1–24.

Afriani, E., & Asma, R. (2019). Analisis valuasi harga saham dengan price earning ratio, free cash flow to equity dan free cash flow to firm pada perusahaan manufaktur. *Jurnal Sains Manajemen dan Kewirausahaan, 3*(2), 111–123.

Aisy, A. R., & Nursiam. (2024). Pengaruh return on equity (ROE), price earning ratio (PER), arus kas operasi (AKO) dan nilai buku ekuitas (NBE) terhadap harga saham. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Perbankan Syariah (JIMPA), 4*(2), 601–622. https://doi.org/10.36908/jimpa.v4i2.439

Asquith, P., Mikhail, M. B., & Au, A. S. (2005). Information content of equity analyst reports.

Journal of Financial Economics, 75(2), 245–282.

Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research, 6*(2), 159–178.

Bernanke, B. S., & Kuttner, K. N. (2005). What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy? *The Journal of Finance, 60*(3), 1221–1257.

Chen, N.-F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic forces and the stock market. *The Journal of Business, 59*(3), 383–403.

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Darmawan, A., & Budiman, R. (2016). Analisis fundamental harga saham perusahaan dengan menggunakan metode discounted cash flow dan price earning (Studi pada perusahaan multinasional yang menjadi anggota indeks sektor properti di BEI periode 2012–2016). *Jurnal Administrasi Bisnis, 63*(1), 122–129.

Demirakos, E. G., Strong, N. C., & Walker, M. (2004). What valuation models do analysts use?

Accounting Horizons, 18(4), 221–240.

Fairfield, P. M., & Yohn, T. L. (2001). Using asset turnover and profit margin to forecast changes in profitability. *Review of Accounting Studies, 6*(4), 371–385.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance, 25*(2), 383–417.

Flannery, M. J., & Protopapadakis, A. A. (2002). Macroeconomic factors do influence aggregate stock returns. *The Review of Financial Studies, 15*(3), 751–782.

Francis, J., Olsson, P., & Oswald, D. R. (2000). Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow, and abnormal earnings equity value estimates. *Journal of Accounting Research, 38*(1), 45–70.

Frankel, R., & Lee, C. M. C. (1998). Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. *Journal of Accounting and Economics, 25*(3), 283–319.

Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics, 41*(2), 99–105.

Graham, B., & Dodd, D. L. (1934). *Security analysis*. New York: McGraw-Hill.

Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets.

The American Economic Review, 70(3), 393–408.

Hasanah, R., & Rusliati, E. (2017). Harga saham dengan metode dividend discount model dan price to book value. *Jurnal Riset Bisnis dan Manajemen, 10*(2). https://doi.org/10.23969/jrbm.v10i2.446

Kaplan, S. N., & Ruback, R. S. (1995). The valuation of cash flow forecasts: An empirical analysis. *The Journal of Finance, 50*(4), 1059–1093.

Khaddafi, M., Yunina, Hilmi, & Albra, W. (2026). *Analisis portofolio dan investasi*. Karya Bakti Makmur.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (7th ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Lev, B., & Thiagarajan, S. R. (1993). Fundamental information analysis. *Journal of Accounting Research, 31*(2), 190–215.

Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research, 40*(1), 135–172.

McGahan, A. M., & Porter, M. E. (1997). How much does industry matter, really? *Strategic Management Journal, 18*(S1), 15–30.

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business, 34*(4), 411–433.

Ou, J. A., & Penman, S. H. (1989). Financial statement analysis and the prediction of stock returns. *Journal of Accounting and Economics, 11*(4), 295–329.

Pengestika, T. N., & Christianti, A. (2021). Valuasi saham dan pengambilan keputusan investasi: Perbandingan metode absolute dan metode relative. *Jurnal Bisnis dan Manajemen, 8*(2), 291–299. https://doi.org/10.26905/jbm.v8i2.6127

Penman, S. H., & Sougiannis, T. (1998). A comparison of dividend, cash flow, and earnings approaches to equity valuation. *Contemporary Accounting Research, 15*(3), 343–383.

Piotroski, J. D. (2000). Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research, 38*(Suppl.), 1–41.

Porter, M. E. (2008). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard Business Review, 86*(1), 78–93.

Pratiwi, E. T., & Febrianto, L. O. (2020). Analisis pengaruh earning per share, return on equity dan return on asset terhadap harga saham pada indeks LQ45. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Manajemen, 3*(1), 78–91. https://doi.org/10.35326/jiam.v3i1

Saputra, P. R. A. (2020). Pengaruh PER, EPS, ROA dan DER terhadap harga saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *eJournal Administrasi Bisnis, 8*(3), 208–215.

Sarumpaet, T. L., & Puspitasari, C. S. (2022). Pengaruh kinerja keuangan terhadap harga saham perusahaan yang tergolong indeks LQ 45. *Jurnal Bisnis, Ekonomi, dan Sains, 2*(1), 239–253. https://doi.org/10.33197/bes.vol2.iss1.2022.1543

Shiller, R. J. (1981). Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in

dividends? *The American Economic Review, 71*(3), 421–436.

Sinurat, M., Gunawan, D., & Syahputra, A. (2022). *Pasar modal*. Inovasi Pratama Internasional.

Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review, 71*(3), 289–315.

Soliman, M. T. (2008). The use of DuPont analysis by market participants. *The Accounting Review, 83*(3), 823–853.

Sutjipto, E., Setiawan, W., & Ghozali, I. (2020). Determination of intrinsic value: Dividend discount model and discounted cash flow methods in Indonesia Stock Exchange.

International Journal of Management, 11(11), 1842–1852. https://doi.org/10.34218/IJM.11.11.2020.175