



Penilaian Nilai Intrinsik Saham Menggunakan Metode DCF Pada Perusahaan JII30

Muhamad Fatikhul Khoir, Atika Lusi Tania, Era Yudistira, Lella Anita

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Akuntansi Syariah, Universitas Islam Negeri Juri Siwo Lampung, Metro

Jl. Ki Hajar Dewantara No.15A, Iringmulyo, Kec. Metro Timur, Kota Metro, Lampung, Indonesia

Email: ^{1,*}mf4t1khu1kh01r@gmail.com, ²atikalusitania@gmail.com, ³erayudistira@metrouniv.ac.id, ⁴lellaanita@metrouniv.ac.id

Email Penulis Korespondensi: mf4t1khu1kh01r@gmail.com

Submitted: 17/06/2026; Accepted: 11/08/2026; Published: 13/08/2026

Abstrak–Penelitian ini bertujuan mengestimasi nilai intrinsik saham konstituen Jakarta Islamic Index 30 (JII30) periode 2022–2025 untuk mengatasi ketidakpastian valuasi di pasar modal syariah. Permasalahan utama yang diangkat adalah adanya diskoneksi antara harga pasar dengan nilai fundamental perusahaan di tengah volatilitas ekonomi makro. Penelitian ini menggunakan pendekatan Discounted Cash Flow (DCF) yang terintegrasi penuh untuk memproyeksikan nilai waktu uang dan arus kas masa depan. Melalui teknik purposive sampling, terpilih 15 perusahaan sampel yang dianalisis menggunakan variabel Operating Cash Flow, struktur modal, Capital Asset Pricing Model (CAPM), Weighted Average Cost of Capital (WACC), serta Terminal Value berbasis Gordon Growth Model. Keterbaruan penelitian ini terletak pada penerapan model valuasi fundamental berbasis DCF pada saham-saham syariah JII30 yang diintegrasikan dengan perspektif Maqasid Syariah, khususnya terkait produktivitas aset dan keadilan ekonomi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa 13 perusahaan memiliki fundamental kuat dengan Free Cash Flow (FCF) positif, sementara BRPT dan TPIA mencatat FCF negatif akibat ekspansi masif. Tingkat WACC yang bervariasi antara 1,68%–13,70% mencerminkan heterogenitas risiko sektoral yang unik. Temuan utama mengungkapkan bahwa mayoritas konstituen JII30 berada dalam kondisi undervalued, menandakan pasar belum sepenuhnya merefleksikan nilai fundamental emiten. Kontribusi utama penelitian ini adalah memvalidasi relevansi metode DCF sebagai instrumen pengambilan keputusan investasi yang rasional dan objektif bagi investor syariah di Indonesia.

Kata Kunci: Discounted Cash Flow; Free Cash Flow; WACC; CAPM; Terminal Value; Jakarta Islamic Index

Abstract–This study aims to estimate the intrinsic value of Jakarta Islamic Index 30 (JII30) constituent stocks for the period 2022–2025 to address valuation uncertainty in the Islamic capital market. The main problem addressed is the disconnection between market prices and companies' fundamental values amid macroeconomic volatility. This study employs a fully integrated Discounted Cash Flow (DCF) approach to project the time value of money and future cash flows. Through purposive sampling, 15 sample companies were selected and analyzed using the variables of Operating Cash Flow, capital structure, Capital Asset Pricing Model (CAPM), Weighted Average Cost of Capital (WACC), and Terminal Value based on the Gordon Growth Model. The novelty of this study lies in the application of a fundamental DCF valuation model to Islamic stocks in the JII30, integrated with a Maqasid Syariah perspective, particularly concerning asset productivity and economic justice. The results show that 13 companies have strong fundamentals with positive Free Cash Flow (FCF), while BRPT and TPIA recorded negative FCF due to massive expansion. WACC levels varying between 1.68%–13.70% reflect unique sectoral risk heterogeneity. The main findings reveal that the majority of JII30 constituents are undervalued, indicating that the market has not fully reflected the fundamental value of the issuers. The main contribution of this study is validating the relevance of the DCF method as a rational and objective instrument for investment decision-making by Islamic investors in Indonesia..

Keywords: Discounted Cash Flow; Free Cash Flow; WACC; CAPM; Terminal Value; Jakarta Islamic Index

1. PENDAHULUAN

Pergerakan harga saham di pasar modal mencerminkan proses agregasi informasi yang dilakukan oleh investor terhadap nilai fundamental perusahaan dan kondisi makroekonomi. Harga saham tidak hanya merepresentasikan kinerja keuangan historis, tetapi juga ekspektasi pasar terhadap arus kas masa depan dan risiko yang melekat pada perusahaan. Literatur terkini menegaskan bahwa dinamika harga saham dipengaruhi oleh interaksi antara faktor fundamental, faktor makroekonomi, dan perilaku investor yang sering kali tidak sepenuhnya rasional (Alamsyah dkk., 2025; Saleem dkk., 2021). Pasar yang dinamis ini juga sangat dipengaruhi faktor eksternal, termasuk volatilitas makro dan risiko global, sehingga menjadi indikator penting ekspektasi pertumbuhan ekonomi (Agyei, 2023; Lukitosari dkk., 2025).

Secara teoretis, nilai intrinsik perusahaan ditentukan oleh kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas bebas di masa depan yang didiskontokan dengan tingkat risiko yang sesuai (Qizam, 2021). Namun, berbagai temuan menunjukkan bahwa pasar tidak selalu efisien; di Indonesia, pola return yang tidak acak mengindikasikan penolakan bentuk lemah Hipotesis Pasar Efisien dan membuka peluang abnormal return bagi investor yang mampu memproses informasi secara lebih unggul (Budiarso & Pontoh, 2022). Sentimen investor dan guncangan seperti pandemi COVID-19 turut memicu mispricing dan volatilitas tinggi, sehingga efisiensi alokasi modal dari unit surplus ke unit defisit menjadi tantangan empiris dalam praktik (Andleeb & Hassan, 2023; Endri dkk., 2021).

Dalam konteks saham syariah, mekanisme pasar tidak hanya dipengaruhi oleh faktor ekonomi, tetapi juga oleh prinsip kepatuhan syariah yang membatasi aktivitas spekulatif. Saham syariah disaring berdasarkan kriteria keuangan dan non-keuangan, termasuk batasan rasio utang berbasis bunga, aktivitas usaha yang tidak halal, serta tingkat likuiditas tertentu. Pendekatan ini menciptakan struktur portofolio yang lebih konservatif dan berorientasi pada stabilitas fundamental. Studi terbaru menunjukkan bahwa saham syariah cenderung memiliki tingkat volatilitas yang



lebih rendah dan lebih resilien terhadap guncangan eksternal dibandingkan saham konvensional karena karakteristik screening yang lebih ketat dan orientasi investasi jangka panjang (Hashfi dkk., 2021). Bukti empiris di Bursa Efek Indonesia menunjukkan bahwa saham syariah relatif lebih sedikit terpapar mispricing berbasis sentimen dibandingkan saham non-syariah, yang mengindikasikan peran nilai-nilai syariah dalam mendisiplinkan proses penilaian aset dan memperkuat keterhubungan antara harga pasar dan nilai fundamental (Hashfi dkk., 2021). Sejalan dengan kerangka Maqasid Syariah, kinerja lembaga keuangan syariah dinilai tidak hanya dari profitabilitas, tetapi juga dari kontribusinya terhadap kemaslahatan, perlindungan harta, jiwa, dan agama, sehingga mendorong alokasi modal ke aset riil yang produktif dan bernilai sosial-ekonomi berkelanjutan (Hamidi & Worthington, 2021).

Investor syariah membutuhkan landasan valuasi yang robust. Discounted Cash Flow (DCF) merupakan salah satu metode valuasi fundamental yang banyak digunakan secara luas dalam analisis keuangan. Metode DCF secara teoritis mampu memproyeksikan arus kas bebas (Free Cash Flow) masa depan yang didiskontokan dengan Weighted Average Cost of Capital (WACC), sehingga menghasilkan nilai intrinsik yang stabil dan mencerminkan kemampuan riil perusahaan dibandingkan metode valuasi relatif yang sering terdistorsi oleh sentimen pasar jangka pendek (Cheong dkk., 2023; Damodaran, 2012a).

Jakarta Islamic Index 30 (JII30) merupakan indeks pasar modal syariah terkemuka di Indonesia yang memuat 30 saham konstituen terbaik yang telah melalui proses screening ketat Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), mencakup analisis kualitatif jenis usaha serta analisis kuantitatif rasio keuangan. Sebagai tolok ukur investasi syariah, pergerakan JII30 menjadi barometer kesehatan fundamental emiten-emiten syariah terkemuka di Indonesia.

Namun, pada periode 2022–2025, JII30 mencatat pola pergerakan yang paradoks. Indeks tumbuh moderat sebesar 4,6% pada 2022, kemudian mengalami penurunan berturut-turut sebesar 7,25% pada 2023 dan 7,08% pada 2024. Paradoks ini semakin tajam ketika ditelaah pada level emiten: beberapa konstituen unggulan JII30 justru membukukan pertumbuhan FCF yang signifikan dalam periode yang sama. Fenomena ini menimbulkan pertanyaan mendasar yang menjadi inti permasalahan penelitian ini: apakah koreksi harga pasar yang terjadi mencerminkan deteriorasi fundamental perusahaan, ataukah pasar mengalami overreaction yang melepaskan harga saham dari nilai intrinsiknya?

Untuk mengilustrasikan paradoks ini secara empiris, Tabel 1 menyajikan perbandingan pergerakan harga saham dan FCF dari lima emiten terpilih JII30 sebagai perwakilan dari 15 perusahaan sampel dalam penelitian ini.

Tabel 1. Divergensi Pergerakan Harga Saham dan Free Cash Flow Emiten Terpilih JII30 (2022–2025)

Emiten	Pergerakan harga	Pergerakan FCF
TLKM	Rp3.580 → Rp2.560	Rp26,98 T → Rp40,97 T
Telekomunikasi	↓ 28,5%	↑ 51,8%
UNVR	Rp8.425 → Rp1.955	Rp2,89 T → Rp4,94 T
FMCG	↓ 76,8%	↑ 71,1%
INDF	Rp8.650 → Rp6.225	Rp9,85 T → Rp14,25 T
Makanan	↓ 28,1%	↑ 44,6%
ICBP	Rp11.350 → Rp8.725	Rp7,28 T → Rp10,96 T
Makanan	↓ 23,1%	↑ 50,5%
UNTR	Rp23.500 → Rp20.175	Rp12,0 T → Rp14,17 T
Alat berat	↓ 14,1%	↑ 18,1%

Data pada Tabel 1 mengungkap anomali yang konsisten di seluruh sampel: selama periode 2022–2025, harga saham bergerak berlawanan arah dengan FCF. Kelima emiten mencatat penurunan harga antara 14,1% hingga 76,8%, namun pada saat bersamaan membukukan pertumbuhan FCF antara 18,1% hingga 71,1%. Divergensi paling ekstrem dijumpai pada UNVR, di mana harga terkoreksi 76,8% sementara FCF tumbuh 71,1%—menciptakan selisih 147,9 persentase poin yang mengindikasikan kemungkinan market overreaction yang substansial (De Bondt & Thaler, 1985). Temuan awal ini memperkuat urgensi penilaian nilai intrinsik secara sistematis; tanpa tolok ukur nilai intrinsik yang objektif, investor rentan terjebak dalam cognitive bias—baik kepanikan berlebihan saat harga turun maupun euforia yang mengabaikan sinyal fundamental.

Kondisi makroekonomi turut memperumit lanskap investasi pada periode ini. Pengetatan moneter Bank Indonesia sebesar 225 basis poin, pertumbuhan PDB riil sebesar 5%, serta fluktuasi inflasi dan nilai tukar menciptakan ketidakpastian sistemik yang memengaruhi ekspektasi investor secara keseluruhan. Di tengah kompleksitas ini, kebutuhan akan metode valuasi yang mampu memisahkan sinyal fundamental dari noise pasar menjadi semakin krusial (Handri dkk., 2024).

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa valuasi saham syariah telah banyak dilakukan menggunakan berbagai pendekatan, terutama DCF, CAPM, dan Dividend Discount Model (DDM). Farhan & Lubis (2022a) menggunakan DCF Two-Stage FCFE dan menemukan indikasi undervaluation pada saham perbankan syariah, namun pendekatan tersebut masih terbatas pada satu sektor dan menggunakan asumsi pertumbuhan konstan yang tidak sepenuhnya mencerminkan kondisi makroekonomi. Kacaribu (2021) menggunakan CAPM untuk estimasi biaya modal, tetapi belum memasukkan penyesuaian risiko spesifik sektor syariah secara eksplisit. Sementara itu, Saputro & Qadri (2024a) menerapkan DDM dan menunjukkan adanya undervaluation pada PT SIDO, namun metode ini hanya berlaku pada emiten yang konsisten membagikan dividen sehingga tidak mencakup seluruh populasi saham.



Studi lain oleh Sumirat dkk. (2023) menunjukkan bahwa hasil valuasi dapat menyimpang dari tren profitabilitas akibat keterbatasan dalam penentuan terminal value yang terlalu sederhana. Brigham & Houston (2021) menegaskan bahwa pendekatan valuasi relatif memiliki keterbatasan dalam menangkap nilai intrinsik jangka panjang pada kondisi pasar yang volatil. Perilla (2025) mengusulkan kerangka valuasi berbasis DCF terintegrasi yang lebih komprehensif, namun implementasinya pada pasar saham syariah Indonesia masih terbatas.

Secara umum, literatur menunjukkan bahwa meskipun DCF dan CAPM banyak digunakan, masih terdapat keterbatasan utama berupa belum terintegrasinya tiga aspek penting, yaitu penyesuaian risiko syariah, sensitivitas terhadap kondisi makroekonomi, serta cakupan multi-sektor. Sebagian besar penelitian masih bersifat sektoral atau berbasis sampel terbatas sehingga belum merepresentasikan karakteristik indeks syariah secara menyeluruh seperti JII30.

Kesenjangan ini menunjukkan perlunya model valuasi yang lebih komprehensif yang mampu mengintegrasikan (1) penyesuaian terminal value yang adaptif terhadap kondisi makroekonomi, (2) estimasi risiko yang mempertimbangkan karakteristik syariah dalam struktur biaya modal, serta (3) cakupan analisis lintas sektor pada konstituen JII30. Hal ini penting untuk meningkatkan akurasi estimasi nilai intrinsik dalam kondisi pasar yang dinamis.

Penelitian ini berkontribusi secara praktis dengan menyediakan dasar pengambilan keputusan investasi berbasis nilai intrinsik bagi investor syariah pada periode 2022–2025. Dengan menggunakan sampel 15 perusahaan melalui purposive sampling, penelitian ini menempatkan DCF sebagai kerangka utama untuk menilai apakah saham berada dalam kondisi undervalued atau overvalued. Pendekatan ini juga menekankan pentingnya kehati-hatian dalam penentuan asumsi input karena sensitivitas model DCF terhadap perubahan variabel fundamental dapat memengaruhi hasil valuasi secara signifikan.

2. METODE PENELITIAN

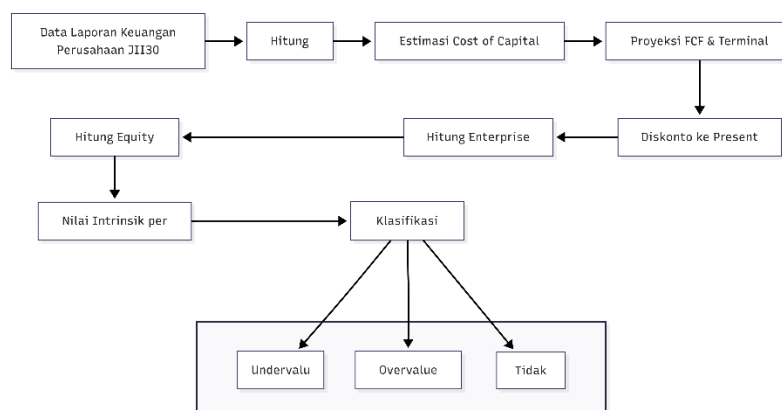
2.1 Jenis Penelitian serta Populasi dan Sampel

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode deskriptif-analitik untuk mengestimasi nilai intrinsik saham konstituen Jakarta Islamic Index 30 (JII30) selama periode 2022–2025. Pendekatan ini dipilih karena sesuai untuk menganalisis dan mendeskripsikan fenomena valuasi secara sistematis berdasarkan data numerik (Sugiyono, 2022). Data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan tahunan (audited financial statements) yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui situs resmi www.idx.co.id serta laporan tahunan masing-masing perusahaan.

Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan yang terdaftar dalam JII30. Teknik pengambilan sampel menggunakan purposive sampling dengan kriteria: (1) terdaftar secara konsisten dalam JII30 selama periode 2022–2025, (2) memiliki kelengkapan laporan keuangan yang diaudit, dan (3) menyediakan data arus kas, neraca, dan laporan laba rugi yang diperlukan untuk perhitungan Free Cash Flow (FCF). Teknik ini umum digunakan dalam penelitian valuasi saham syariah di Indonesia karena memungkinkan pemilihan sampel yang relevan dengan tujuan penelitian (Farhan & Lubis, 2022b; Saputro & Qadri, 2024b). Berdasarkan kriteria tersebut, terpilih 15 perusahaan sampel, yaitu: ADRO, ANTM, BRPT, CPIN, EXCL, ICBP, INDF, KLBF, PGAS, PTBA, SMGR, TLKM, TPIA, UNTR, dan UNVR.

2.2 Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual penelitian pada Gambar 1, menggambarkan alur logis hubungan antar variabel fundamental yang menentukan nilai intrinsik saham. Secara teoretis, nilai intrinsik saham ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan FCF di masa depan yang kemudian didiskontokan menggunakan WACC sebagai representasi risiko investasi (Damodaran, 2012; Peng & Lee, 2024).



Gambar 1. Kerangka konseptual penelitian



Kerangka penelitian ini menggunakan pendekatan Discounted Cash Flow (DCF) berbasis data fundamental untuk menilai saham konstituen JII30. Proses dimulai dengan pengumpulan laporan keuangan untuk menghitung Free Cash Flow (FCF) sebagai selisih arus kas operasional dan belanja modal. Selanjutnya, estimasi Weighted Average Cost of Capital (WACC) dilakukan melalui Capital Asset Pricing Model (CAPM) untuk biaya ekuitas, biaya utang setelah pajak, serta struktur modal. FCF kemudian diproyeksikan ke periode mendatang beserta Terminal Value, lalu didiskon menggunakan WACC untuk memperoleh Enterprise Value. Nilai ini disesuaikan dengan kas dan utang menjadi Equity Value, yang dibagi jumlah saham beredar menghasilkan intrinsic value per lembar saham. Akhirnya, nilai intrinsik dibandingkan harga pasar untuk mengklasifikasikan saham sebagai undervalued, overvalued, atau tidak dapat ditentukan (TT) jika data arus kas tidak stabil.

2.3 Asumsi Model

Penelitian ini menerapkan sejumlah asumsi untuk menjamin konsistensi, keterukuran, dan replikasi estimasi nilai intrinsik saham konstituen JII30 melalui pendekatan Discounted Cash Flow (DCF). Periode proyeksi eksplisit ditetapkan lima tahun (2026–2030), dilanjutkan dengan Terminal Value menggunakan model Gordon Growth pada fase steady state. Tingkat pertumbuhan perpetual (g) diasumsikan 3% per tahun secara konservatif, selaras dengan potensi pertumbuhan PDB riil dan inflasi jangka panjang Indonesia.

Tingkat diskonto menggunakan Weighted Average Cost of Capital (WACC) yang terdiri dari biaya ekuitas via CAPM—risk-free rate berupa yield SUN tenor 10 tahun akhir 2025, beta historis lima tahun yang disesuaikan struktur modal, serta market risk premium 6% berdasarkan studi empiris pasar modal Indonesia terkini—dan biaya utang setelah pajak yang dihitung dari rasio beban bunga terhadap total liabilitas. Tarif pajak menggunakan effective tax rate aktual emiten. Struktur modal diasumsikan stabil berdasarkan rata-rata historis tiga tahun terakhir. Seluruh variabel keuangan dinormalisasi dalam satuan juta Rupiah, dengan konversi kurs Bank Indonesia bagi emiten berbasis mata uang asing.

2.4 Teknik Analisis dan Pengujian

Teknik analisis dalam penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif berbasis model DCF untuk mengestimasi nilai intrinsik saham emiten JII30. Analisis dilakukan secara bertahap mulai dari pembentukan arus kas bebas hingga penentuan nilai intrinsik per saham sebagai dasar klasifikasi valuasi. Tahap pertama adalah perhitungan FCF yang diperoleh dari selisih antara arus kas operasional dan belanja modal. FCF merepresentasikan arus kas riil yang tersedia bagi seluruh penyedia modal setelah perusahaan memenuhi kebutuhan investasinya. Selanjutnya, dilakukan estimasi tingkat diskonto yang direpresentasikan melalui WACC. WACC dihitung menggunakan pendekatan biaya ekuitas dan biaya utang, di mana biaya ekuitas diestimasi menggunakan Capital Asset Pricing Model sebagai berikut:

$$Re = R_f + \beta \times MRP \quad (1)$$

Sementara itu, WACC dihitung dengan formula:

$$WACC = \left(\frac{E}{V} \times Re \right) + \left(\frac{D}{V} \times R_d \times (1 - T) \right) \quad (2)$$

Dalam persamaan tersebut, Re merupakan biaya ekuitas, R_f adalah risk-free rate yang diprosikan menggunakan yield obligasi pemerintah Indonesia (SUN), β adalah beta saham, dan MRP adalah market risk premium. Variabel E/V dan D/V merepresentasikan proporsi struktur modal perusahaan, R_d adalah biaya utang, dan T adalah tarif pajak efektif. Tahap berikutnya adalah proyeksi FCF selama periode eksplisit penelitian serta perhitungan Terminal Value menggunakan model Gordon Growth. Kedua komponen tersebut kemudian didiskontokan menggunakan WACC untuk memperoleh nilai kini. Hasil diskonto menghasilkan EV yang kemudian disesuaikan dengan posisi kas dan utang perusahaan untuk memperoleh Equity Value. Nilai Equity Value ini mencerminkan nilai yang menjadi hak pemegang saham. Tahap akhir adalah perhitungan nilai intrinsik per saham yang diperoleh dengan membagi Equity Value dengan jumlah saham beredar. Nilai ini kemudian digunakan sebagai dasar utama dalam penentuan status valuasi saham, yaitu undervalued, overvalued, atau Tidak Terhitung (TT), melalui perbandingan dengan harga pasar akhir tahun.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1 Hasil Pengujian

Penelitian ini menggunakan pendekatan DCF untuk mengestimasi nilai intrinsik 15 perusahaan konstituen JII30 selama periode 2022–2025. Hasil pengujian tidak hanya berfokus pada perhitungan nilai intrinsik, tetapi juga pada analisis deviasi antara nilai fundamental dengan harga pasar dalam rangka mengidentifikasi kondisi undervaluation dan overvaluation secara konsisten.

Proses pengujian dilakukan secara berurutan mulai dari estimasi FCF, perhitungan WACC, proyeksi arus kas masa depan, hingga penentuan TV. Seluruh komponen tersebut kemudian didiskontokan untuk menghasilkan Enterprise Value, yang selanjutnya dikonversi menjadi Equity Value dan nilai intrinsik per saham. Hasil akhir dibandingkan dengan harga pasar untuk memperoleh status valuasi masing-masing emiten.



Berdasarkan hasil perhitungan DCF, diperoleh bahwa mayoritas emiten JII30 menunjukkan kondisi undervaluation dalam periode pengamatan. Hal ini mengindikasikan bahwa harga pasar cenderung berada di bawah nilai intrinsik yang dihasilkan dari pendekatan arus kas bebas. Kondisi ini memperkuat dugaan adanya mispricing di pasar modal Indonesia, khususnya pada saham berbasis syariah. Sebaliknya, beberapa emiten menunjukkan kondisi overvaluation yang konsisten, yang mengindikasikan bahwa harga pasar telah mencerminkan ekspektasi yang lebih tinggi dibandingkan kemampuan fundamental perusahaan dalam menghasilkan arus kas.

Tabel 2. Rekap Status Valuasi Perusahaan Sampel JII30 (2022–2025)

No.	Emiten	2022	2023	2024	2025
1	ADRO	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Overvalued
2	ANTM	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Overvalued
3	BRPT	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
4	CPIN	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
5	EXCL	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
6	ICBP	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
7	INDF	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
8	KLBF	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
9	PGAS	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
10	PTBA	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
11	SMGR	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
12	TLKM	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
13	TPIA	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
14	UNTR	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
15	UNVR	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued

Dari Tabel 2, hasil klasifikasi menunjukkan bahwa struktur valuasi pada saham JII30 memiliki pola yang relatif konsisten dalam jangka waktu empat tahun pengamatan. Emiten seperti EXCL, ICBP, INDF, KLBF, PGAS, PTBA, SMGR, UNTR, dan UNVR menunjukkan kondisi undervalued secara berulang, yang mengindikasikan bahwa pasar secara sistematis memberikan harga di bawah nilai intrinsik yang diestimasi melalui model DCF.

Konsistensi undervaluation ini menunjukkan adanya gap antara nilai fundamental dan harga pasar yang dapat disebabkan oleh keterbatasan informasi, persepsi risiko, atau bias perilaku investor. Kondisi ini mendukung temuan bahwa pasar saham Indonesia tidak selalu berada dalam kondisi efisien secara sempurna, khususnya dalam konteks penilaian berbasis arus kas jangka panjang.

Sebaliknya, emiten seperti BRPT, CPIN, TLKM, dan TPIA menunjukkan kecenderungan overvalued yang relatif konsisten. Hal ini menunjukkan bahwa harga pasar pada emiten tersebut cenderung mengandung ekspektasi pertumbuhan yang lebih tinggi dibandingkan kemampuan riil perusahaan dalam menghasilkan arus kas bebas. Dengan kata lain, pasar memberikan premi valuasi yang cukup besar terhadap prospek masa depan, yang tidak sepenuhnya tercermin dalam data fundamental saat ini.

Secara sektoral, hasil penelitian menunjukkan perbedaan karakteristik valuasi yang cukup jelas. Sektor konsumsi seperti INDF, ICBP, KLBF, dan UNVR menunjukkan pola undervaluation yang relatif stabil. Hal ini mencerminkan karakteristik arus kas yang lebih stabil dan predictable, sehingga nilai intrinsik berbasis DCF cenderung lebih tinggi dibandingkan harga pasar.

Sektor energi dan pertambangan seperti ADRO, PTBA, PGAS, dan UNTR menunjukkan pola undervaluation yang dominan namun bersifat fluktuatif. Karakteristik ini disebabkan oleh sensitivitas sektor terhadap siklus harga komoditas, biaya operasional, serta perubahan belanja modal.

Sementara itu, sektor telekomunikasi yang diwakili oleh TLKM dan EXCL menunjukkan perbedaan pola, di mana TLKM cenderung overvalued akibat ekspektasi pasar yang tinggi terhadap stabilitas bisnis digital, sedangkan EXCL tetap berada dalam kategori undervalued akibat tekanan kompetitif dan kebutuhan investasi infrastruktur yang tinggi.

3.2 Pembahasan

Hasil perhitungan DCF terhadap 15 emiten konstituen Jakarta Islamic Index 30 (JII30) selama periode 2022–2025 menunjukkan pola valuasi yang relatif stabil pada tiga tahun pertama, kemudian mengalami perubahan struktur pada 2025. Pada 2022, 2023, dan 2024, sebanyak 10 dari 15 emiten atau 66,7 persen secara konsisten berada pada kondisi undervalued, sedangkan 5 emiten atau 33,3 persen berada pada kondisi overvalued. Komposisi tersebut berubah pada 2025 ketika jumlah emiten undervalued turun menjadi 8 emiten atau 53,3 persen, sementara emiten overvalued meningkat menjadi 7 emiten atau 46,7 persen. Pola ini menunjukkan bahwa hasil valuasi tidak sepenuhnya statis, tetapi dipengaruhi oleh dinamika fundamental dan perubahan ekspektasi pasar dari waktu ke waktu.

Perubahan pada 2025 terutama dipicu oleh perpindahan status ADRO dan ANTM dari undervalued menjadi overvalued. Kedua emiten tersebut berasal dari sektor yang sangat sensitif terhadap siklus komoditas, sehingga perubahan harga batu bara dan logam global berpengaruh langsung terhadap estimasi arus kas bebas, terutama pada fase terminal. Dalam literatur valuasi, perusahaan berbasis komoditas memang dikenal memiliki arus kas yang sangat



siklikal, sehingga hasil DCF-nya lebih rentan berubah apabila terjadi guncangan pada harga output, biaya produksi, nilai tukar, maupun ekspektasi pertumbuhan jangka panjang (Damodaran, 2012b). Dengan demikian, perubahan status valuasi ADRO dan ANTM pada 2025 tidak hanya dapat dibaca sebagai perubahan harga pasar, melainkan juga sebagai refleksi dari menurunnya ekspektasi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas bebas berkelanjutan.

Temuan dominasi undervalued selama tiga tahun pertama juga perlu dibaca secara hati-hati. Di satu sisi, pola tersebut dapat mengindikasikan bahwa pasar belum sepenuhnya menginternalisasi informasi fundamental ke dalam harga saham. Namun di sisi lain, dominasi undervalued dapat pula muncul karena model DCF yang digunakan cenderung konservatif, terutama apabila asumsi tingkat pertumbuhan jangka panjang ditetapkan lebih rendah daripada pertumbuhan yang diharapkan pasar. Literatur valuasi menegaskan bahwa DCF bukanlah alat yang menghasilkan “nilai benar” secara absolut, melainkan estimasi bersyarat yang sangat dipengaruhi kualitas input, horizon proyeksi, dan asumsi terminal (Albert Tonoyan dkk., 2026; Damodaran, 2012b). Oleh karena itu, temuan undervalued yang dominan dalam penelitian ini sebaiknya dipahami sebagai indikasi kuat adanya deviasi nilai, bukan sebagai bukti final mispricing tanpa syarat.

Di sisi yang berbeda, hasil ini juga dapat dipandang sejalan dengan pandangan bahwa pasar pada periode tertentu sedang melakukan repricing rasional terhadap risiko. Dalam kerangka ini, saham yang tampak undervalued menurut DCF belum tentu benar-benar salah harga, melainkan dapat mencerminkan premi risiko yang lebih tinggi, ketidakpastian arus kas masa depan, atau kekhawatiran pasar terhadap keberlanjutan profitabilitas emiten. Perspektif ini penting dimasukkan agar pembahasan tidak terkesan terlalu cepat menyimpulkan bahwa deviasi DCF identik dengan inefisiensi pasar.

Dominasi kondisi undervalued pada sebagian besar periode penelitian ini relevan dengan perdebatan klasik mengenai Efficient Market Hypothesis (EMH). Dalam formulasi awalnya, Malkiel & Fama (1970) menjelaskan bahwa pasar yang efisien, khususnya dalam bentuk semi-strong, akan merefleksikan seluruh informasi publik secara cepat dan tidak bias ke dalam harga saham. Dalam konteks penelitian ini, informasi publik tersebut mencakup laporan keuangan, struktur modal, profil risiko, dan data operasional yang menjadi basis utama perhitungan arus kas bebas dan biaya modal (Akin & Akin, 2024). Jika pasar sepenuhnya semi-strong efficient, maka deviasi yang sistematis dan berulang antara nilai intrinsik hasil DCF dan harga pasar seharusnya sulit bertahan secara persisten.

Namun demikian, hasil penelitian menunjukkan adanya persistensi deviasi selama empat tahun pada beberapa emiten. EXCL, ICBP, INDF, PGAS, PTBA, SMGR, dan UNTR konsisten berada pada kategori undervalued, sedangkan BRPT, CPIN, KLBK, TLKM, dan TPIA konsisten overvalued sepanjang periode pengamatan. Persistensi seperti ini memberi indikasi bahwa harga pasar pada segmen saham syariah Indonesia belum sepenuhnya mencerminkan nilai fundamental secara cepat dan akurat. Dengan kata lain, hasil penelitian ini lebih dekat dengan interpretasi bahwa pasar beroperasi pada bentuk semi-strong yang belum sempurna, bukan pada pasar yang sepenuhnya efisien. Temuan semacam ini sejalan dengan literatur empiris yang menunjukkan bahwa pasar berkembang sering kali memperlihatkan kecepatan penyesuaian informasi yang lebih lambat, tingkat asimetri informasi yang lebih tinggi, dan partisipasi investor ritel yang lebih dominan dibanding pasar maju (Koesrindartoto dkk., 2020; Morck dkk., 2000).

Meski demikian, inefisiensi pasar tetap harus dibatasi yang disebut sebagai joint-hypothesis problem. (Albert Tonoyan dkk., 2026; Fama, 1970; Morck dkk., 2000) menegaskan bahwa setiap pengujian efisiensi pasar pada dasarnya sekaligus merupakan pengujian terhadap model penilaian yang digunakan. Dengan demikian, ketika ditemukan deviasi antara nilai intrinsik DCF dan harga pasar, yang sedang diuji bukan hanya efisiensi pasar, tetapi juga validitas asumsi model DCF itu sendiri. Jika asumsi risk-free rate, beta, equity risk premium, terminal value, atau proyeksi arus kas disusun terlalu konservatif atau terlalu optimistik, maka kesimpulan undervalued atau overvalued juga akan terdorong ke arah tertentu. Karena itu, persistensi deviasi dalam penelitian ini memang memberi sinyal keterbatasan efisiensi pasar, tetapi belum cukup untuk menolak EMH secara mutlak.

Selain perspektif efisiensi pasar, deviasi antara harga pasar dan nilai intrinsik dalam penelitian ini juga dapat dijelaskan melalui behavioral finance. Kerangka behavioral finance berangkat dari kritik terhadap asumsi investor yang sepenuhnya rasional. Kahneman & Tversky (1979) menunjukkan bahwa individu dalam kondisi ketidakpastian sering kali membuat keputusan yang dipengaruhi bias psikologis. Dalam pasar modal, bias tersebut dapat muncul dalam bentuk overconfidence, representativeness, anchoring, dan herd behavior, yang pada akhirnya membuat harga menyimpang dari fundamental (Zhang dkk., 2022).

De Bondt & Thaler (1985) merupakan salah satu tonggak penting yang menunjukkan adanya pola overreaction-reversal, yaitu saham yang sebelumnya terlalu dihukum pasar cenderung mengalami pembalikan kinerja di periode berikutnya. Shiller (2003) memperluas argumen ini dengan menekankan bahwa volatilitas harga saham sering kali tidak sepenuhnya dapat dijelaskan oleh perubahan fundamental. Lebih lanjut, Barberis dkk. (1998; Daniel dkk., 1998; Hong & Stein, 1999), menunjukkan bahwa penyimpangan harga dari nilai fundamental dapat berlangsung cukup lama karena keterbatasan pemrosesan informasi oleh investor dan dinamika sosial di pasar.

Temuan penelitian ini cukup konsisten dengan kerangka tersebut, terutama karena status valuasi pada banyak emiten bertahan selama beberapa tahun sebelum berubah. Persistensi undervalued atau overvalued selama tiga tahun, kemudian berbalik pada tahun keempat untuk sebagian emiten, menunjukkan bahwa pasar tidak selalu langsung menuju nilai fundamental, melainkan dapat bergerak dalam rezim tertentu sebelum terjadi koreksi. Dalam kasus ADRO dan ANTM, titik balik tersebut tampaknya dipicu oleh guncangan fundamental sektor komoditas. Artinya,



pasar dapat membiarkan deviasi berlangsung selama informasi baru belum cukup kuat untuk memicu penyesuaian ekspektasi secara luas.

Dalam tradisi behavioral finance sendiri, tidak semua deviasi harga berakhir pada reversal. Jegadeesh & Titman (1993) justru menunjukkan adanya pola momentum, yaitu saham yang berkinerja baik cenderung terus berkinerja baik dalam jangka menengah. Artinya, di sebagian konteks pasar, harga dapat mengalami underreaction terhadap informasi baru, bukan overreaction. Ini penting karena beberapa temuan empiris di pasar saham syariah Indonesia juga tidak selalu menunjukkan pembalikan harga. Sebagaimana Koesrindartoto dkk. (2020) menemukan indikasi overreaction pada saham syariah Indonesia pada kondisi tertentu. Akan tetapi, studi lain pada emiten manufaktur syariah periode 2017–2021 justru tidak menemukan overreaction yang signifikan secara statistik dan lebih memperlihatkan pola yang mendekati momentum. Perbedaan temuan ini menegaskan bahwa perilaku harga saham syariah Indonesia kemungkinan tidak tunggal, melainkan berosilasi antara overreaction, underreaction, dan momentum, bergantung pada kondisi pasar, sektor, horizon observasi, serta intensitas guncangan makroekonomi.

Analisis sektoral menunjukkan bahwa pola valuasi tidak seragam bahkan dalam sektor yang sama. Hal ini penting karena literatur valuasi menegaskan bahwa kualitas DCF sangat bergantung pada karakter ekonomi tiap sektor, terutama terkait stabilitas arus kas, intensitas belanja modal, eksposur siklus bisnis, dan daya tahan margin laba (Damodaran, 2012b). Oleh karena itu, generalisasi bahwa suatu sektor selalu undervalued atau overvalued perlu dihindari.

Pada sektor konsumsi, ICBP dan INDF yang berbasis kebutuhan pokok konsisten undervalued, sedangkan KLBF dan CPIN konsisten overvalued. Pola ini dapat ditafsirkan bahwa pasar memberikan penilaian berbeda bahkan terhadap emiten yang sama-sama berada dalam rumpun konsumsi. ICBP dan INDF cenderung memiliki arus kas yang lebih stabil, profil permintaan yang defensif, dan karakter bisnis yang lebih mudah diproyeksikan, sehingga DCF lebih mudah menangkap kapasitas fundamentalnya. Sebaliknya, KLBF dan CPIN kemungkinan memperoleh premi pertumbuhan dari pasar karena dianggap memiliki prospek ekspansi, inovasi produk, atau posisi kompetitif yang lebih kuat. Dalam kondisi demikian, saham dapat tampak overvalued dalam DCF konservatif bukan karena pasar salah harga, melainkan karena pasar mengasumsikan pertumbuhan jangka panjang yang lebih tinggi daripada yang dimasukkan ke model. (Damodaran, 2012b) menegaskan bahwa perbedaan antara ekspektasi pertumbuhan pasar dan asumsi pertumbuhan terminal peneliti merupakan salah satu sumber utama perbedaan hasil valuasi.

Pada sektor energi dan pertambangan, PGAS, PTBA, dan UNTR konsisten undervalued, sedangkan ADRO dan ANTM berubah status pada 2025. Pola ini menunjukkan bahwa sensitivitas terhadap siklus komoditas tidak hanya ditentukan oleh sektor, tetapi juga oleh posisi masing-masing emiten dalam rantai nilai, struktur biaya, kebijakan capex, dan eksposur terhadap harga global. Saham komoditas sering tampak sangat murah pada puncak siklus karena proyeksi laba historis terlihat tinggi, tetapi bisa sangat cepat berubah ketika pasar mulai mendiskontokan penurunan harga komoditas di masa mendatang. Oleh sebab itu, hasil DCF untuk emiten komoditas harus dibaca dengan kesadaran tinggi terhadap risiko mean reversion harga komoditas dan tingginya ketergantungan pada asumsi terminal.

Pola yang paling problematik terdapat pada sektor telekomunikasi, khususnya TLKM. Nilai intrinsik negatif untuk emiten sebesar TLKM, yang secara ekonomi memiliki model bisnis mapan dan arus kas operasi positif, kuat mengindikasikan adanya persoalan metodologis, bukan semata-mata kesimpulan valuasi. Dalam praktik valuasi, perusahaan telekomunikasi sering menghadapi tekanan capex besar, amortisasi tinggi, dan dinamika investasi jaringan yang membuat penggunaan DCF satu tahap menjadi kurang memadai. Nilai intrinsik negatif untuk emiten yang sehat secara operasional tetap tidak lazim. Karena itu, penjelasan yang paling rasional tetap mengarah pada inkonsistensi skala satuan, basis data input, atau proses konversi angka dalam workbook.

Salah satu temuan metodologis paling penting dari penelitian ini adalah dominasi Terminal Value (TV) dalam struktur DCF seluruh emiten. Literatur valuasi secara konsisten menunjukkan bahwa TV sering menyumbang lebih dari separuh total nilai perusahaan, bahkan dapat mencapai 60–80 persen atau lebih, terutama ketika periode proyeksi eksplisit relatif pendek dan perusahaan diasumsikan terus bertumbuh dalam jangka panjang (Rowe dkk., 2026). Temuan penelitian ini konsisten dengan pandangan tersebut, sehingga memperkuat validitas pembahasan bahwa kesimpulan undervalued dan overvalued sangat sensitif terhadap parameter terminal.

Sensitivitas terbesar terletak pada selisih antara WACC dan tingkat pertumbuhan jangka panjang (g). Ketika selisih tersebut kecil, perubahan sedikit saja pada WACC atau g dapat menghasilkan perubahan besar pada TV dan akhirnya pada nilai intrinsik per lembar. Kondisi ini sangat relevan pada emiten dengan spread WACC- g yang tipis, seperti BRPT dan TPIA, karena elastisitas valuasinya jauh lebih tinggi. Dalam perspektif akademik, hal ini berarti bahwa hasil valuasi titik tunggal (point estimate) tidak cukup kuat apabila tidak disertai analisis sensitivitas atau skenario. Gao dkk. (2023) menekankan bahwa valuasi yang baik seharusnya tidak berhenti pada satu angka, melainkan menguji rentang nilai yang mungkin muncul di bawah skenario optimistis, moderat, dan konservatif.

Berdasarkan identifikasi tidak semua emiten cocok dinilai dengan DCF konvensional satu tahap. BRPT dan TPIA, misalnya, menunjukkan FCF negatif persisten akibat belanja modal yang tinggi. Dalam teori valuasi, kondisi ini tidak serta-merta berarti perusahaan tidak bernilai. Perusahaan yang sedang berada pada fase ekspansi intensif modal bisa saja memiliki FCF negatif saat ini tetapi tetap bernilai positif apabila investasi tersebut diperkirakan menghasilkan return di atas biaya modal pada masa depan. Oleh karena itu, menilai perusahaan seperti BRPT dan TPIA hanya dengan mengekstrapolasi FCF negatif menuju terminal value dapat menghasilkan angka yang secara matematis sah, tetapi secara ekonomi lemah untuk dijadikan estimasi nilai wajar.



Perusahaan dengan FCF negatif atau pola pertumbuhan yang belum matang, model yang lebih tepat sering kali adalah multi-stage DCF, Adjusted Present Value (APV), residual income model, atau pendekatan pembandingan relatif (Damodaran, 2012b; Gao dkk., 2023; Koesrindartoto dkk., 2020). Argumen tandingan yang perlu dimasukkan di sini adalah bahwa nilai intrinsik negatif pada perusahaan bertumbuh tidak selalu membuktikan overvaluation, tetapi bisa menunjukkan bahwa model yang digunakan belum cukup menangkap transisi perusahaan dari fase investasi ke fase panen arus kas. Dengan memasukkan pandangan ini, pembahasan Anda menjadi lebih adil terhadap karakter perusahaan yang memang belum stabil.

Kasus UNVR juga penting didalami karena menyangkut validitas model secara matematis. Ketika WACC lebih rendah daripada g , formula Gordon Growth untuk TV menjadi tidak valid. Dalam praktik valuasi, kondisi tersebut bukan sekadar “hasil yang aneh”, tetapi tanda bahwa asumsi model harus diperbaiki. Hal ini dapat terjadi karena risk-free rate terlalu rendah, beta terlalu kecil, struktur modal sangat menekan WACC, atau asumsi pertumbuhan terminal terlalu tinggi untuk perusahaan matang.

Dalam perspektif keuangan syariah, pendekatan DCF memiliki keunggulan karena menilai perusahaan berdasarkan kapasitas menghasilkan arus kas dari aktivitas usaha riil, bukan semata-mata berdasarkan spekulasi harga. Hal ini sejalan dengan orientasi maqasid syariah yang menekankan kemaslahatan, perlindungan harta (hifz al-mal), dan keterkaitan transaksi keuangan dengan kegiatan ekonomi yang nyata (Singh, 2023). Karena itu, penggunaan DCF pada saham syariah dapat dipandang konsisten dengan semangat kehati-hatian, rasionalitas ekonomi, dan penolakan terhadap perilaku spekulatif berlebihan. Kesesuaian syariah tetap harus dilihat bersama aspek lain seperti struktur utang, kepatuhan screening, kualitas tata kelola, transparansi, dan keberlanjutan model bisnis. Dengan kata lain, undervaluation dapat menjadi indikator potensi investasi yang menarik, tetapi tidak boleh dipisahkan dari penilaian etis dan kepatuhan syariah secara keseluruhan.

Dalam konteks perilaku investor, dominasi undervalued pada sebagian emiten JII30 dapat menunjukkan bahwa pasar syariah Indonesia masih memiliki ruang untuk meningkatkan kualitas price discovery. Jika investor lebih banyak dipengaruhi sentimen jangka pendek, noise trading, atau preferensi terhadap saham populer, maka informasi fundamental berbasis arus kas tidak langsung terkapitalisasi ke harga. Dari sudut pandang maqasid, kondisi ini menjadi relevan karena pasar yang lebih informatif, lebih transparan, dan lebih rasional akan lebih dekat dengan tujuan perlindungan harta dan keadilan pertukaran.

Secara keseluruhan, pembahasan ini menunjukkan bahwa deviasi antara nilai intrinsik dan harga pasar pada saham JII30 bersifat persisten, tetapi tidak permanen. Perubahan status valuasi pada sebagian emiten, terutama di sektor komoditas, menegaskan bahwa deviasi tersebut dapat bertahan dalam beberapa periode sebelum akhirnya terkoreksi oleh perubahan fundamental. Temuan ini memberikan dukungan terhadap pandangan bahwa pasar saham syariah Indonesia belum sepenuhnya efisien dalam bentuk semi-strong, meskipun kesimpulan tersebut harus dibaca secara hati-hati karena adanya joint-hypothesis problem antara efisiensi pasar dan validitas model DCF.

Dari perspektif behavioral finance, hasil penelitian ini lebih tepat dipahami sebagai bukti bahwa pembentukan harga dipengaruhi kombinasi faktor fundamental dan psikologis. Literatur yang mendukung overreaction memang relevan, tetapi literatur yang menunjukkan momentum dan underreaction juga sama pentingnya untuk menjelaskan mengapa deviasi harga tidak selalu bergerak menuju pembalikan secara cepat. Dengan demikian, pasar saham syariah Indonesia tampak lebih mencerminkan dinamika perilaku yang kontekstual daripada pola tunggal yang berlaku permanen.

Terakhir, validitas temuan DCF dalam penelitian ini sangat bergantung pada kehati-hatian metodologis. Dominasi TV, sensitivitas terhadap WACC dan g , kasus FCF negatif persisten, kondisi WACC < g , serta inkonsistensi skala satuan menunjukkan bahwa hasil valuasi tidak dapat dibaca secara mekanis. Oleh sebab itu, kontribusi utama penelitian ini bukan hanya pada kesimpulan undervalued atau overvalued, tetapi juga pada penegasan bahwa analisis fundamental pada saham syariah memerlukan disiplin asumsi, triangulasi metode, dan pembacaan teoritis yang seimbang antara EMH, behavioral finance, dan prinsip maqasid syariah.

4. KESIMPULAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa deviasi antara nilai intrinsik DCF dan harga pasar saham JII30 bersifat persisten tetapi tidak permanen, dengan pola undervalued yang mendominasi 10 dari 15 emiten pada 2022–2024 dan bergeser menjadi 8 emiten undervalued serta 7 emiten overvalued pada 2025. Pola status valuasi per emiten bahwa tujuan penelitian tercapai: pasar saham syariah Indonesia belum sepenuhnya efisien dalam bentuk semi-strong, dan harga saham syariah terbukti dipengaruhi kombinasi faktor fundamental, siklus sektoral (terutama komoditas), serta dinamika perilaku investor yang berayun antara overreaction, underreaction, dan momentum. Kontribusi utama penelitian terletak pada integrasi kerangka EMH, behavioral finance, dan maqasid syariah dalam membaca deviasi valuasi, sekaligus menegaskan bahwa DCF satu tahap tidak selalu memadai untuk emiten dengan FCF negatif atau profil pertumbuhan agresif seperti BRPT dan TPIA, serta sangat sensitif terhadap dominasi TV dan selisih WACC – g . Meski demikian, hasil penelitian dibatasi oleh beberapa kelemahan metodologis, antara lain dominasi TV yang sangat besar dalam struktur nilai, elastisitas tinggi terhadap perubahan asumsi WACC dan g , kasus WACC < g dan nilai intrinsik negatif pada emiten yang secara ekonomi sehat, serta penggunaan model DCF konvensional seragam untuk emiten dengan karakter arus kas yang berbeda-beda. Berdasarkan keterbatasan tersebut, penelitian selanjutnya



direkomendasikan untuk: (1) mengembangkan multi-stage DCF, APV, residual income, dan pendekatan relatif bagi emiten bertumbuh atau ber-FCF negatif; (2) memasukkan analisis sensitivitas dan skenario secara sistematis terhadap parameter kunci (WACC, g , TV); (3) memperluas horizon waktu dan cakupan sampel di luar JII30; dan (4) memperdalam studi perilaku investor serta dimensi kepatuhan syariah agar diperoleh pemahaman yang lebih komprehensif tentang efisiensi, perilaku harga, dan kualitas price discovery di pasar saham syariah Indonesia.

REFERENCES

- Agyei, S. K. (2023). Emerging markets equities' response to geopolitical risk: Time-frequency evidence from the Russian-Ukrainian conflict era. *Heliyon*, 9(2), e13319. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e13319>
- Akin, I., & Akin, M. (2024). Behavioral Finance Impacts on US Stock Market Volatility: An Analysis of Market Anomalies. *Behavioural Public Policy*. <https://doi.org/10.1017/bpp.2024.13>
- Alamsyah, A., Ramadhani, D., Kristanti, F., Nasution, A., Mohamad, M., Sokkalingam, R., Widiyanesti, S., & Saputra, M. (2025). Deciphering news sentiment and stock price relationships in Indonesian companies: an AI-based exploration of industry affiliation and news co-occurrence. *Discover Artificial Intelligence*, 5. <https://doi.org/10.1007/s44163-025-00350-5>
- Albert Tonoyan, Oluwatosin Dada, & Steve Senyo Ayivi-Donkor. (2026). Conceptual framework for financial brand architecture optimization: portfolio analysis and economic value maximization. *Gulf Journal of Advance Business Research*, 4(3), 145–164. <https://doi.org/10.51594/gjabr.v4i3.213>
- Andleeb, R., & Hassan, A. (2023). Predictive effect of investor sentiment on current and future returns in emerging equity markets. *PLOS ONE*, 18. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0281523>
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A Model Of Investor Sentiment. *Journal Of Financial Economics*, 49(3), 307–343. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00027-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00027-0)
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2021). *Fundamentals of financial management* (16th ed.). Cengage Learning.
- Budiarso, N. S., & Pontoh, W. (2022). Market efficiency and global issues: A case of Indonesia. *Investment Management and Financial Innovations*. [https://doi.org/10.21511/imfi.19\(4\).2022.01](https://doi.org/10.21511/imfi.19(4).2022.01)
- Cheong, H., Kim, B., & Vaquero, I. U. (2023). A Data Valuation Model to Estimate the Investment Value of Platform Companies: Based on Discounted Cash Flow. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(6). <https://doi.org/10.3390/jrfm16060293>
- Damodaran, A. (2012a). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2012b). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). John Wiley & Sons.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology And Security Market Under- And Overreactions. *The Journal Of Finance*, 53(6), 1839–1885. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00077>
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793–805.
- Endri, E., Aipama, W., Razak, A., Sari, L., & Septiano, R. (2021). Stock price volatility during the COVID-19 pandemic: The GARCH model. *Investment Management and Financial Innovations*. [https://doi.org/10.21511/imfi.18\(4\).2021.02](https://doi.org/10.21511/imfi.18(4).2021.02)
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work. *The Journal Of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>
- Farhan, M. F., & Lubis, A. W. (2022a). Merger valuation analysis of PT. Bank Syariah Mandiri, PT. BNI Syariah Bank, PT. Bank BRI Syariah Tbk., and PT. Bank Tabungan Negara Tbk. *Management & Accounting Expose*, 5(2). <https://doi.org/10.36441/mae.v5i2.1106>
- Farhan, M. F., & Lubis, A. W. (2022b). Merger Valuation Analysis of PT. Bank Syariah Mandiri, PT. BNI Syariah Bank, PT. Bank BRI Syariah Tbk., And PT. Bank Tabungan Negara Tbk. *Management & Accounting Expose*, 5(2). <https://doi.org/10.36441/mae.v5i2.1106>
- Gao, Z., Jiang, W., & Xiong, W. (2023). Daily Momentum and New Investors in an Emerging Stock Market. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4527729>
- Hamidi, M., & Worthington, A. (2021). Beyond the triple bottom line: Prosperity, People, Planet, and Prophet in Islamic banking. *Journal of Islamic Marketing*. <https://doi.org/10.1108/jima-02-2021-0036>
- Handri, H., Nawangayu, D., Fujitha, B., & Pulkadang, A. (2024). Influence of Liquidity, Profitability, Inflation and Interest Rates on Stock Prices in The Indonesian Islamic Banking Sector 2019-2022. *Jhasib*, 2(2), 63–80. <https://doi.org/10.31098/jhasib.v2i2.2713>
- Hashfi, R. U. Al, Naufa, A. M., & Munawaroh, U. (2021). Are Islamic Stocks Less Exposed To Sentiment-Based Mispricing Than Non-Islamic Ones? Evidence From The Indonesian Stock Exchange. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 7. <https://doi.org/10.21098/jimf.v7i1.1319>
- Hong, H., & Stein, J. C. (1999). A Unified Theory Of Underreaction, Momentum Trading, And Overreaction In Asset Markets. *The Journal Of Finance*, 54(6), 2143–2184. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00184>
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns To Buying Winners And Selling Losers: Implications For Stock Market Efficiency. *The Journal Of Finance*, 48(1), 65–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04702.x>
- Kacaribu, A. A. (2021). Stock valuation analysis of Islamic bank in related to forming holding. *Esensi Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 10(2), 205–214.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis Of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291. <https://www.jstor.org/stable/1914185>
- Koesrindartoto, D. P., Aaron, A., Yugiangoro, I., Dharma, W. A., & Arroisi, A. (2020). Who Moves The Stock Market In An Emerging Country – Institutional or Retail Investors? *Research in International Business and Finance*, 51, 101061. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101061>
- Lukitosari, V., Pristia, E., Surjanto, S., Hakam, A., & Wahyudi, S. (2025). Estimating the trends of volatility in the risk equity market over the short and long terms. *Computational and Mathematical Methods*, 2025, 1087525. <https://doi.org/10.1155/cmm4/1087525>



- Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory And Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>
- Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The Information Content Of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements? *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 215–260. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00071-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00071-4)
- Peng, Y.-L., & Lee, W.-P. (2024). Valuation of Stocks by Integrating Discounted Cash Flow With Imitation Learning and Guided Policy. *IEEE Transactions on Automation Science and Engineering*, 21(2), 1781–1792. <https://doi.org/10.1109/TASE.2023.3246590>
- Perilla, L. N. T. (2025). Financial valuation and systematic risk in technology and traditional firms. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 37(1), 144–153.
- Qizam, I. (2021). Do sukuk ratings non-contingently affect stock returns? Evidence from Indonesia and Malaysia. *Entrepreneurial Business and Economics Review*, 9(1), 137–153. <https://doi.org/10.15678/eber.2021.090109>
- Rowe, W. J., Barber III, D. H., & Chullen, C. L. (2026). Sizing Up the Multiple: An Empirical Analysis of Target Scale and Valuation in Manufacturing M&A. *Journal of Applied Business and Economics*, 28. <https://doi.org/10.33423/7449cv18>
- Saleem, A., Setiawan, B., Bárczi, J., & Sági, J. (2021). Achieving Sustainable Economic Growth: Analysis of Islamic Debt and the Islamic Equity Market. *Sustainability*, 13(15), 8319. <https://doi.org/10.3390/su13158319>
- Saputro, D., & Qadri, R. A. (2024a). Optimizing Hajj fund investments through valuation analysis of sharia-compliant stocks. *Journal of Law Administration and Social Science*, 4(2), 200–220.
- Saputro, D., & Qadri, R. A. (2024b). Optimizing Hajj Fund Investments Through Valuation Analysis Of Sharia-Compliant Stocks. *Journal of Law Administration and Social Science*, 4(2), 200–220. <https://doi.org/10.54957/jolas.v4i2.758>
- Shiller, R. J. (2003). From Efficient Markets Theory To Behavioral Finance. *Journal Of Economic Perspectives*, 17(1), 83–104. <https://doi.org/10.1257/089533003321164967>
- Singh, S. (2023). Testing of Weak Market Efficiency in Indian Stock Market: An Empirical Study of Pharmaceutical Sector. *Parikalpana: KIIT Journal of Management*, 19(2), 164. <https://doi.org/10.23862/kiit-parikalpana/2023/v19/i2/223467>
- Sugiyono. (2022). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D* (Sutopo, Ed.; 27 ed.). Alfabeta.
- Sumirat, E., Hakam, D. F., & F, I. S. B. (2023). The impact of Russian-Ukraine conflict on profitability and valuation of Indonesian coal stocks. *Journal of Economics and Business UBS*, 12(6), 3646–3659.
- Zhang, W., Liu, H., & Chen, M. (2022). Investor Behavior, Overreaction, and Stock Return Predictability. *Finance Research Letters*, 45, 102145. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102145>