I. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pengambilan keputusan untuk melakukan investasi diawali dengan penentuan tujuan investasi yang dinyatakan dalam risiko maupun *return*. Investor harus memahami bahwa ada kemungkinan terjadinya kerugian dalam tujuannya memperoleh keuntungan. Oleh karena itu, langkah selanjutnya adalah melakukan analisis sekuritas yang meliputi penilaian terhadap sekuritas secara individual dengan tujuan untuk mengidentifikasi sekuritas yang salah harga (*mispriced*). Analisis sekuritas ini dikategorikan dalam dua klasifikasi, yang pertama adalah analisis teknikal yang meliputi studi mengenai tren/pola harga di masa lalu yang dapat digunakan untuk meramal harga di masa depan, kedua adalah analisis fundamental yang meliputi studi mengenai nilai intrinsik dan kemungkinan semua aliran tunai yang diharapkan di masa mendatang (Sharpe, 1997).

Valuasi saham (*stock valuation*) adalah suatu proses untuk mengestimasi berapa harga yang wajar (*fair value*) untuk suatu saham. Valuasi saham menghasilkan informasi nilai intrinsik yang selanjutnya akan dibandingkan dengan harga pasar saham untuk menentukan posisi jual atau beli terhadap suatu saham perusahaan. Saham yang memiliki nilai intrinsik lebih rendah dari harga pasar disebut

overvalued, dan yang memiliki nilai intrinsik lebih besar dari harga pasar disebut *undervalued*. Analis fundamental percaya bahwa kasus kesalahan dalam penentuan harga akan dikoreksi oleh pasar di masa depan, artinya harga saham yang *undervalued* akan mengalami kenaikan dan harga saham yang *overvalued* akan menurun (Sharpe, 1997).

Terdapat beberapa pendekatan yang sering digunakan untuk menilai sebuah saham seperti pendekatan *Discounted Cash Flow (DCF) , Relative Valuation,* dan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Salah satu metode perhitungan yang dinilai paling objektif menilai kelayakan investasi salah satunya adalah dengan menggunakan model CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). CAPM adalah suatu model keseimbangan yang dapat menentukan hubungan antara risiko dan *return* yang akan diperoleh investor. Persamaan CAPM dapat digunakan untuk menentukan apakah suatu sekuritas dinilai terlalu tinggi atau terlalu rendah dari nilai seharusnya. Suatu saham dikatakan murah (*undervalued)* bila *return* yang diharapkan > *return* yang disyaratkan sehingga investor memutuskan membeli saham tersebut. Saham dikatakan mahal (*overvalued*) karena *return* yang diharapkan < *return* yang disyaratkan sehingga investor memutuskan untuk menjual saham tersebut.

Salah satu saham yang cukup menarik minat para investor adalah saham-saham sektor farmasi. Kinerja harga saham-saham farmasi di Indonesia mengalami fluktuasi. Namun, secara umum harga saham sektor farmasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia cenderung naik sejalan dengan tren naik (*bullish*) pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Hal ini dapat terlihat pada tabel data harga saham sektor farmasi dan Indeks Harga Saham Gabungan pada tabel berikut ini.

Tabel 1.1 Data Harga Saham Perusahaan Farmasi di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2013.

Tahun	2009	2010	2011	2012	2013
DVLA	765	1170	1150	1690	2200
INAF	83	80	163	330	153
KAEF	127	159	340	740	590
KLBF	260	650	680	1060	1250
MERK	80000	96500	132500	152000	189000
PYFA	110	127	176	177	147
SCPI		37900	25000	31250	29000
SIDO					700
SQBB	10500	10500	10500	10500	10500
TSPC	730	1710	2550	3725	3250

Sumber: www.duniainvestasi.com, 2014 (data diolah)

Seperti yang ditunjukan pada Tabel 1.1, harga saham sektor farmasi berfluktuasi selama periode 2009-2013. Beberapa saham perusahaan farmasi di atas cenderung mengalami kenaikan pada akhir tahun 2012 jika dibandingkan dengan tahun sebelumnya, kecuali saham perusahaan Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk (SQBB) yang harga sahamnya stagnan karena merupakan saham preferen, namun hanya tiga saham yang naik di akhir tahun 2013, sedangkan sisanya mengalami penurunan mengikuti penurunan IHSG kecuali Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk dan Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk yang baru IPO di tahun 2013. Naiknya harga saham perusahaan farmasi ini pun sejalan dengan naiknya Indeks Harga Saham Gabungan selama periode 2009-2013 yang berarti bahwa saham perusahaan farmasi kemungkinan berada pada posisi *undervalued* yang ditunjukkan Tabel 1.2.

Tabel 1.2 Data Indeks Harga Saham Gabungan periode 2009-2013.

Periode	IHSG	Periode	IHSG	Periode	IHSG
Jan-09	1.332,66	**Sep-10**	3.501,29	**Mei-12**	3.832,82
Feb-09	1.285,47	**Okt-10**	3.635,32	**Jun-12**	3.955,57
Mar-09	1.434,07	**Nop-10**	3.531,21	**Jul-12**	4.142,33
Apr-09	1.722,76	**Des-10**	3.703,51	**Agust-12**	4.060,33
Mei-09	1.916,83	**Jan-11**	3.409,16	**Sep-12**	4.262,56
Jun-09	2.026,78	**Feb-11**	3.470,34	**Okt-12**	4.350,29
Jul-09	2.323,23	**Mar-11**	3.678,67	**Nop-12**	4.276,14
Agust-09	2.341,53	**Apr-11**	3.819,61	**Des-12**	4.316,68
Sep-09	2.467,59	**Mei-11**	3.836,96	**Jan-13**	4.453,70
Okt-09	2.367,70	**Jun-11**	3.888,56	**Feb-13**	4.795,79
Nop-09	2.415,83	**Jul-11**	4.130,80	**Mar-13**	4.940,99
Des-09	2.534,35	**Agust-11**	3.841,73	**Apr-13**	5.034,07
Jan-10	2.610,79	**Sep-11**	3.549,03	**Mei-13**	5.068,63
Feb-10	2.549,03	**Okt-11**	3.790,84	**Jun-13**	4.818,90
Mar-10	2.777,30	**Nop-11**	3.715,08	**Jul-13**	4.610,38
Apr-10	2.913,68	**Des-11**	3.821,99	**Agust-13**	4.195,09
Mei-10	2.796,95	**Jan-12**	3.941,69	**Sep-13**	4.316,18
Jun-10	2.913,68	**Feb-12**	3.985,21	**Okt-13**	4.510,63
Jul-10	3.069,28	**Mar-12**	4.121,55	**Nop-13**	4.256,44
Agust-10	3.081,88	**Apr-12**	4.180,73	**Des-13**	4.274,18

Sumber: www.idx.co.id, 2014 (data diolah)

Saham perusahaan farmasi termasuk saham yang cukup aktif diperdagangkan serta memiliki nilai kapitalisasi pasar (*market capialization*) yang cukup besar. Indikatornya yaitu beberapa saham perusahaan sektor farmasi yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia selama periode 5 tahun selalu masuk ke dalam 100 *biggest market capitalization* (100 saham dengan kapitalisasi pasar paling besar). Perusahaan tersebut antara lain Kalbe Farma Tbk (KLBF) dan Tempo Scan Pasific Tbk (TSPC). Selain itu saham perusahaan sektor farmasi yang lain menunjukkan peningkatan kapitalisasi pasar seperti Kimia Farma (Persero) Tbk (KAEF) dan Indofarma (Persero) Tbk (INAF) (www.sahamok.com, 2014).

Indikator aktifnya adalah beberapa saham perusahaan farmasi yang selama periode 2009-2013 pernah masuk ke dalam Indeks Kompas 100, yaitu Kalbe Farma Tbk (KLBF), Kimia Farma (Persero) Tbk (KAEF), Indofarma (Persero) Tbk (INAF), Tempo Scan Pasific Tbk (TSPC), dan Pyridam Farma Tbk (PYFA). Indeks Kompas 100 adalah indeks yang berisi 100 saham yang memiliki tingkat likuiditas, kapitalisasi pasar, dan kinerja fundamental yang baik. Pemilihan saham indeks Kompas 100 dilakukan setiap 6 bulan sekali (www.sahamok.com, 2014).

Faktor lain yang menjadi penggerak saham-saham sektor farmasi adalah karena meningkatnya pertumbuhan ekonomi Indonesia. Meningkatnya jumlah penduduk kelas menengah menyebabkan meningkatnya kemampuan dan kesadaran masyarakat dalam pemenuhan kebutuhan akan kesehatan. Sehingga dalam jangka panjang sektor ini memiliki peluang untuk tumbuh lebih besar. Adanya regulasi Badan Penyelenggara Jaminan Sosial Kesehatan (BPJS Kesehatan) juga menambah peluang sektor farmasi untuk lebih berkembang, selain itu industri farmasi akan selalu dibutuhkan karena kesehatan merupakan kebutuhan pokok manusia tidak peduli dalam kodisi krisis sekalipun sehingga saham perusahaan farmasi sangat cocok untuk investasi jangka panjang dan dianalisis dengan analisis fundamental.

Sampai saat ini, penelitian mengenai penilaian saham pada sektor lain yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sudah pernah dilakukan. Seperti penilaian saham pada sektor manufaktur, model yang digunakan adalah metode *Dividend Discounted Model* (DDM) dan *Discounted Cash Flow* (DCF), (Yulfita, 2013). Lalu penilaian pada indeks LQ-45 periode 2007-2011 dengan menggunakan *Dividen Discounted Model* dan *Free Cash Flow to Equity Model* (Khasanah,

2013). Selain itu, studi kasus pengambilan keputusan investasi saham pada perusahaan sektor properti dan *real estate* menggunakan model CAPM (Nasuha, Dzulkirom, dan Zahroh, 2013). Lalu penilaian saham (*stock valuation*) perusahaan sektor telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012 dengan metode CAPM (Fali Azila, 2014). Ada juga analisis valuasi saham perusahan manufaktur sektor barang konsumsi dengan menggunakan *Free Cash Flow to Equity, Relative Valuation,* dan CAPM (Pertiwi, 2011). Lalu analisis valuasi saham pada PT Indofood Sukses Makmur Tbk, PT Gudang Garam Tbk, dan PT Unilever Tbk dengan menggunakan *Dividen Discounted Model, Relative Valuation* dan CAPM. (Putra, 2009).

Penelitian sebelumnya sudah banyak yang menggunakan metode DCF dan *Relative Valuation*. Masih sedikit yang meneliti dengan menggunakan model CAPM dan belum ada penelitian yang meneliti penilaian saham perusahaan sektor farmasi yang sebagian besar merupakan saham yang aktif diperdagangkan sepanjang tahun penelitian, padahal model CAPM dapat membantu menentukan *required rate of return* lebih realistis. CAPM menggunakan risiko sistematis (Beta) yang tidak dapat didiversifikasi sehingga sangat cocok untuk penilaian saham individu. Beta saham adalah salah satu komponen penting dalam hal perhitungan valuasi harga saham (Pefindo, 2013). Kelebihan lain dari model ini yaitu sederhana dan mudah dipahami serta diimplementasikan. Variabel-variabel model sudah tersedia dari sumber-sumber publik dengan kemungkinan kecuali koefisien beta untuk perusahaan-perusahaan kecil dan/ atau yang tidak diperdagangkan secara publik. Selain itu, model ini tidak mengandalkan pada dividen atau asumsi apapun tentang tingkat pertumbuhan dalam dividen, ini dapat

diterapkan pada perusahaan yang saat ini tidak membayar dividen atau tidak diharapkan mengalami pertumbuhan dividen yang konstan. Model CAPM juga sangat cocok untuk digunakan investor yang cenderung menghindari risiko (*risk aversive*). Investor yang cenderung menghindari risiko lebih cocok berinvestasi di saham-saham yang aman dan memiliki prospek cerah dalam jangka panjang. Hal ini dibuktikan dengan penggunaan CAPM oleh manajer perusahaan di Amerika Serikat yang efektif dalam membuat investasi yang aman dalam jangka pendek maupun panjang. Saham-saham sektor farmasi merupakan saham-saham yang cocok untuk investasi jangka panjang mengingat kondisi yang telah dijelaskan di atas.

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, akan diteliti bagaimana penilaian saham perusahaan farmasi periode 2009-2013 dengan membahasnya dalam skripsi yang berjudul: "**Valuasi Saham pada Perusahaan Sektor Farmasi di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2013 dengan Menggunakan Model CAPM**"

1.2 Batasan Penelitian

Agar penelitian ini tidak meluas, dirumuskan batasan masalah untuk memperoleh hasil yang diharapkan. Adapun batasan masalah dalam penelitian ini antara lain:

- Periode yang digunakan dalam penelitian ini adalah pada tahun 2009-2013.
- Data harga pasar yang digunakan adalah *adjusted closing price* akhir bulan.

- Sampel merupakan saham yang aktif diperdagangkan, yaitu kelima perusahaan yang selama periode penelitian pernah masuk ke dalam Indeks Kompas 100, yang aktif diperdagangkan dan memiliki tingkat likuiditas, kapitalisasi pasar, dan kinerja fundamental yang baik.
- Menggunakan metode CAPM untuk melakukan valuasi saham perusahaan karena merupakan salah satu metode perhitungan estimasi yang dinilai paling objektif menilai kelayakan investasi.
- Perhitungan *real return* hanya melihat berdasarkan transaksi saham dengan asumsi nilai dividen tetap dan kecil (mendekati nol) karena dividen dibagikan setiap akhir tahun, sedangkan penelitian ini dihitung per bulan, dividen dianggap tetap dan relatif kecil sehingga tidak menggunakan dividen pada perhitungan *return.*

1.3 Rumusan Masalah

Saham-saham perusahaan farmasi mengalami fluktuasi selama periode 2009-2013. Selama 5 tahun tersebut, saham-saham perusahaan farmasi cenderung bergerak naik sejalan dengan kenaikan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan aktif diperdagangkan. Kondisi di atas menunjukkan bahwa harga saham perusahaan tersebut termasuk ke dalam saham dengan harga murah (*undervalued*). Harga saham yang murah mengakibatkan saham-saham perusahaan sektor farmasi menjadi saham yang diminati para investor untuk berinvestasi dalam jangka panjang. Berdasarkan alasan dan latar belakang di atas maka penulis merumuskan permasalahan sebagai berikut:

Apakah saham-saham perusahaan sektor farmasi di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2013 memiliki harga yang wajar?

1.4 Tujuan Penulisan

Untuk menilai apakah saham-saham perusahaan sektor farmasi di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2013 memiliki harga yang wajar.

1.5 Manfaat Penulisan

Kegunaan dan manfaaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah:

1. Bagi Akademisi

   Hasil penelitian ini diharapkan dapat dijadikan tambahan informasi dan referensi dalam penelitian yang berkaitan dengan penilaian saham, serta dapat menambah pustaka keilmuwan manajemen keuangan.

2. Bagi Emiten

   Hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai salah satu dasar pertimbangan dalam pengambilan keputusan di bidang keuangan sehingga perusahaan dapat terus memaksimumkan nilai perusahaan.

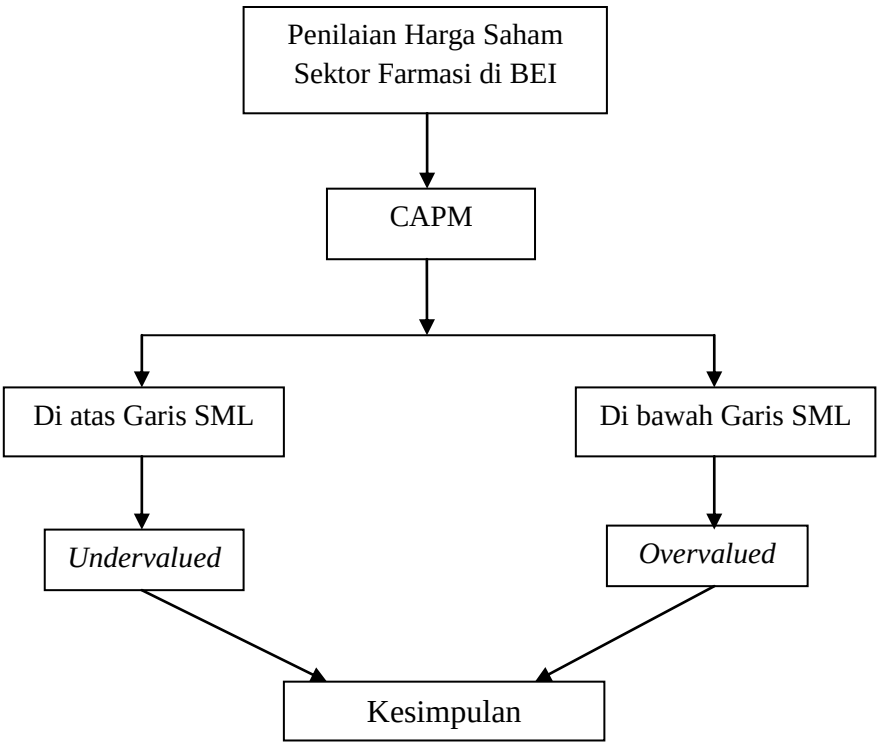
3. Bagi Investor

   Hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai informasi untuk bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal khususnya saham.

1.6 Kerangka Pemikiran

Penilaian harga saham perusahaan sektor farmasi di BEI dalam penelitian ini menggunakan model CAPM. CAPM dapat digunakan sebagai pertimbangan dalam memaksimalkan potensi yang dihasilkan oleh saham individual. Data diolah dengan menggunakan metode CAPM untuk mengetahui hubungan antara risiko dan *return* yang akan diperoleh investor. Selanjutnya valuasi saham dilakukan dengan membandingkan sektornya. Penelitian ini menggunakan garis SML *(Security Market Line)* sehingga dapat diketahui keputusan kondisi saham-saham perusahaan sektor farmasi. SML adalah garis lurus yang menggambarkan hubungan antara *expected return* suatu sekuritas portofolio dengan betanya (Zubir, 2011). Apabila suatu sekuritas tidak terdapat pada garis pasar sekuritas, maka kondisi sekuritas tersebut dapat dikatakan terlalu mahal (*overvalued*) atau terlalu murah (*undervalued*). Jika sekuritas terletak di atas garis SML karena tingkat *return* yang diharapkan oleh investor akan diperoleh lebih tinggi daripada tingkat *return* yang diestimasi, maka merupakan sekuritas yang *undervalued*. Sedangkan jika sekuritas terletak di bawah garis SML, maka dikatakan *overvalued*, karena sekuritas memberikan tingkat *return* yang diharapkan yang lebih rendah dari tingkat *return* yang disyaratkan (Alteza, 2010).

Secara ringkas, kerangka pemikiran digambarkan pada gambar dibawah ini



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

1.7 Hipotesis

Hipotesis untuk masalah ini adalah:

H_0: *Return* yang diharapkan > *Return* yang disyaratkan = *Undervalued*

H_1: *Return* yang diharapkan < *Return* yang disyaratkan = *Overvalued*