II. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Investasi

2.1.1 Pengertian Investasi

Pengertian investasi menurut Jogiyanto (2003) adalah penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan di dalam produksi yang efisien selama periode waktu tertentu. Investasi adalah penempatan sejumlah uang atau modal dalam sebuah instrumen dengan harapan uang tersebut akan bertambah (May, 2012), sedangkan pengertian investasi menurut Husnan (1996) adalah Proyek investasi merupakan suatu rencana untuk menginvestasikan sumber-sumber daya, baik proyek raksasa ataupun proyek kecil untuk memeperoleh manfaat pada masa yang akan datang. Secara umum, investasi merupakan penanaman sejumlah uang dalam bentuk instrumen investasi yang diharapkan akan memberikan manfaat atau keuntungan di kemudian hari.

Untuk mendapatkan keuntungan tersebut investor harus menunda konsumsi, oleh karena itu sebaiknya investasi dilakukan dengan cermat agar pengorbanan yang dilakukan tidak sia-sia akibat kesalahan dalam berinvestasi. Investasi keuangan biasanya dalam bentuk surat berharga (sekuritas) yang dapat dilakukan melalui pasar uang atau pasar modal.

2.1.2 Jenis-Jenis Investasi

Pada dasanya investasi dibedakan menjadi tiga kelompok (Sharpe et.al, 1997):

a. Investasi dalam aktiva finansial (*financial asset*) dan aktiva riil (*real asset*).

   Aktiva finansial adalah investasi yang ditanamkan investor ke dalam bentuk tabungan atau surat berharga. Aktiva riil adalah bentuk investasi dalam bentuk kekayaan riil atau berwujud.

b. Investasi langsung dan tidak langsung.

   Investasi langsung adalah investasi dimana investor membeli langsung surat berharga atau kekayaan. Investasi tidak langsung adalah investasi yang dilakukan dalam suatu perusahaan investasi yang memiliki portofolio atas suatu kelompok surat berharga.

c. Investasi jangka panjang dan jangka pendek.

   Investasi jangka panjang adalah investasi dengan masa jatuh tempo yang lebih dari satu tahun atau tidak mengenal adanya jatuh tempo. Investasi jangka pendek adalah investasi dengan masa jatuh tempo kurang atau sama dengan satu tahun.

2.1.3 Keputusan Investasi

Proses investasi menggambarkan bagaimana seorang investor mengambil keputusan atas sekuritas mana yang dipilih, seberapa ekstensif, dan kapan investasi dilakukan. Proses investasi meliputi lima langkah yaitu: penentuan

kebijakan investasi, melakukan analisis sekuritas, konstruksi portofolio, revisi portofolio, dan evaluasi kinerja portoflio (Sharpe, 1997). Sebelum melakukan investasi, investor perlu menentukan kebijakan investasi yang didasarkan pada *return* dan risiko. Setelah itu adalah melakukan analisis sekuritas dengan tujuan untuk mengidentifikasi saham yang salah harga (*mispriced*). Hal ini berkaitan dengan keputusan apakah akan membeli atau menjual saham tersebut. Keputusan tersebut dapat berdasarkan harga saham, return saham, *excess return* saham, dan *Alpha* saham (Samsul, 2006). Untuk memutuskan akan menjual atau membeli perlu diketahui posisi saham apakah *undervalued* (dikatakan murah) atau *overvalued* (dikatakan mahal). Berikut adalah perbedaan *undervalued* adalah *overvalued*:

Tabel 2.1 Perbedaan *Undervalued* dan *Overvalued.*

No	***Undervalued***	***Overvalued***
1	Harga prediksi > Harga sekarang	Harga prediksi < Harga sekarang
2	*Return* prediksi > *Return* sekarang	*Return* prediksi < *Return* sekarang
3	Keputusan membeli	Keputusan menjual

Sumber : Samsul, 2006

Keputusan investor untuk menjual dan membeli tidak terlepas dari karakteristik investor tersebut. Tipe investor terhadap risiko yang ditolerir dapat dibedakan menjadi tiga, yaitu *risk seeker* yang menyukai risiko walaupun risiko tersebut bisa lebih besar dari imbal hasil yang didapatnya. Kemudian investor netral yang

memilih besaran risiko yang seimbang dengan imbal hasil yang diperolehnya. Kemudian yang terakhir adalah investor *risk averse* yang masih bisa mentolerir risiko yang kecil, bukan berarti tidak mau menerima atau menghindari risiko. (Manurung, 2004).

2.2 Pasar Modal

Pengertian pasar modal menurut Keown (1999) adalah semua lembaga dan prosedur yang memberikan fasilitas instrumen keuangan jangka panjang. Pengertian pasar modal menurut Usman (1990) adalah pelengkap di sektor keuangan terhadap dua lembaga lainnya yaitu bank dan lembaga pembiayaan. Pasar modal memberikan jasanya yaitu menjembatani hubungan antara pemilik modal dalam hal ini disebut sebagai pemodal (investor) dengan peminjam dana dalam hal ini disebut dengan nama emiten (perusahaan yang *go public*). Para investor mengharapkan keuntungan dari investasi yang ditanamkannya, sedangkan emiten mengharapkan pembiayaan untuk mengembangkan usahanya. Pengertian pasar modal secara umum adalah suatu sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk bank-bank komersial dan semua lembaga perantara di bidang keuangan, serta keseluruhan surat-surat berharga yang beredar.

Pasar modal memiliki dua fungsi yaitu fungsi ekonomi dan keuangan. Di dalam fungsi ekonomi, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari investor (pihak yang kelebihan dana) ke emiten (pihak yang membutuhkan dana). Dengan menginvestasikan dananya, investor mengharapkan adanya imbalan atau *return* dari penyerahan dana tersebut, sedangkan bagi emiten, adanya dana dari

luar dapat digunakan untuk pengembangan usahanya tanpa menunggu dana dari hasil operasi usahanya. Di dalam fungsi keuangan, pasar modal menyediakan sarana pemenuhan kebutuhan kedua pihak tanpa investor harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil.

2.3 Saham

2.3.1 Pengertian Saham

Saham adalah tanda penyertaan modal atau kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Saham merupakan instrumen yang paling dikenal masyarakat di antara instrumen yang diperdagangkan di pasar modal, dan di antara emiten saham juga merupakan yang paling banyak digunakan untuk memperoleh dana dari masyarakat. Wujud saham adalah selembar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut.

2.3.2 Jenis-Jenis Saham

Terdapat dua jenis saham menurut Husnan (1998) antara lain:

a. Saham biasa (*common stock*)

   Saham biasa merupakan bukti tanda kepemilikan atas suatu perusahaan. Dividen yang diterima tidak tetap, tergantung pada keputusan Rapat Umum

Pemegang Saham (RUPS). Pemilik saham biasanya memiliki hak memilih (*vote*) dalam RUPS.

b. Saham preferen (*Preferred stock*)

Saham preferen adalah saham yang akan menerima dividen yang besarannya tetap dan teratur meski perusahaan mengalami kerugian sekalipun. Biasanya pemegang saham ini tidak memiliki hak dalam RUPS.

Jenis saham juga terbagi menjadi tiga pandangan, antara lain ditinjau dari hak tagihan terdiri dari saham biasa dan saham preferen, menurut cara pengalihan saham terdiri dari saham atas unjuk (*bearer stocks*) dan saham atas nama (*registered stocks*). Kemudian menurut kinerja perdagangannya terdiri dari *Blue Chip Stock*, *Income stock*, *Growth Stock*, *Cyclical Stock*, *Defensive Stock*, dan *Speculative Stock* (Darmadji dan Fakhruddin, 2000).

2.3.3 Indeks Saham

Indeks saham adalah suatu angka yang digunakan untuk membandingkan perubahan harga saham yang sejenis dari waktu ke waktu (Supranto, 1994). Indeks ini merupakan indikator pergerakan harga dari seluruh saham yang diwakilinya. Indeks saham yang ada di Indonesia anatara lain : Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), LQ45, IDX30, JII, Indeks Kompas100, Bisnis-27, PEFINDO25, SRI-KEHATI, ISSI, dan Indeks Sektoral.

Penentuan indeks harga saham dapat dibedakan menjadi dua, yaitu yang disebut Indeks Harga Saham Individu dan Indeks Harga Saham Gabungan. Indeks Harga

Saham Individu hanya menunjukkan perubahan dari suatu harga saham satu perusahaan. Sedangkan Indeks Harga Saham Gabungan akan menunjukkan pergerakan harga saham secara umum yang tercatat di bursa efek. (Anoraga dan Pakarti, 2008).

2.4 Risiko (*Risk*) dan Tingkat Pengembalian (*Return*)

2.4.1 Pengertian Risiko

Risiko adalah kemungkinan tingkat keuntungan yang diperoleh menyimpang dari tingkat keuntungan yang diharapkan (Husnan, 1998). Pengertian risiko menurut Sartono (1998) "Risiko berarti probabilitas tidak tercapainya tingkat keuntungan yang diharapkan". Dapat disimpulkan bahwa risiko adalah kemungkinan terjadinya suatu penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat pengembalian yang diperoleh (*actual return*). Dalam berinvestasi, investor harus memperhitungkan antara *return* dan risiko karena keputusan investasi merupakan *trade-off* dari kedua faktor ini. *Return* dan risiko memiliki hubungan yang positif, dimana semakin besar risiko maka semakin besar *return* yang akan didapat. Untuk menghitung risiko, metode yang banyak digunakan adalah deviasi standar (*standard deviation*) yang mengukur absolut penyimpangan nilai-nilai yang sudah terjadi dengan nilai ekspektasinya atau menggunakan beta.

Berdasarkan kesediaan dalam menanggung risiko investasi, investor dikelompokkan menjadi tiga, yaitu berani mengambil risiko (*risk seeker*), sikap

netral terhadap risiko (*risk neutral*), dan yang tidak berani mengambil risiko (*risk averse*). *Risk seeker* adalah sikap seorang yang memilih taruhan yang *fair* sedangkan *risk neutral* adalah seseorang yang *indifference* terhadap taruhan yang *fair*, dan *risk averse* adalah investor yang akan menolak taruhan yang *fair* (Husnan, 2005). Masing-masing investor mempunyai preferensi yang berbeda dalam melihat suatu portofolio. Tidak hanya itu, preferensi dari investor akan risiko dari suatu portofolio berbeda juga satu sama lainnya. Risiko dari suatu portofolio saham bergantung kepada proporsi dari saham-saham individu, *varians*, dan *covarians* dari saham-saham tersebut. Perubahan pada variabel-variabel tersebut akan merubah risiko dari portofolio.

Secara umum risiko mungkin dapat dikurangi dengan menggabungkan beberapa sekuritas tunggal ke dalam bentuk portofolio. Persyaratan utama untuk dapat mengurangi risiko di dalam portofolio ialah *return* untuk masing-masing sekuritas tidak berkorelasi secara positif dan sempurna (Jogiyanto, 2003).

2.4.2 Sumber-sumber Risiko

Sumber-sumber risiko secara fundamental antara lain (Reilly dan Brown, 2000):

a. Risiko Bisnis: Ketidakpastian dari aliran pendapatan yang disebabkan karena keadaan bisnis perusahaan tersebut.

b. Risiko Finansial: Ketidakpastian yang timbul akibat struktur pendanaan investasi dari suatu perusahaan tersebut.

c. Risiko Likuiditas: Ketidakpastian yang ditimbulkan karena membeli atau menjual suatu investasi di pasar sekunder.

d. Risiko Nilai Tukar: Ketidakpastian tingkat pengembalian kepada investor yang memiliki sekuritas dalam bentuk mata uang asing.

2.4.3 Jenis-jenis Risiko

Jenis-jenis risiko menurut Halim (2003) antara lain:

a. Risiko Sistematis (*Systematic Risk*)

   Merupakan risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi karena fluktuasi risiko ini dipengaruhi oleh faktor-faktor makro yang dapat mempengaruhi pasar keseluruhan.

b. Risiko Tidak Sistematis (*Unsystematic Risk*).

   Merupakan risiko yang dapat dihilangkan atau dikurangi dengan melakukan diversifikasi karena risiko ini hanya ada dalam satu perusahaan atau industri tertentu.

2.4.4 Tingkat Pengembalian (*Return*)

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi (*actual return*) yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi (*expected return*) yang belum terjadi tetapi diharapkan terjadi di masa mendatang

(Jogiyanto, 2003). Setiap investasi baik jangka panjang maupun jangka pendek mempunyai tujuan untuk mendapatkan keuntungan yang disebut *return*, baik langsung maupun tidak langsung (Ang, 1997).

Perhitungan *return* saham (*actual return*) terdiri dari *capital gain* (*loss*) dan *yield* (Jogiyanto, 2003). *Capital gain* (*loss*) adalah selisih antara nilai jual dan nilai beli dari suatu saham. Apabila harga jual saham lebih besar dari harga belinya, maka investor akan mendapatkan keuntungan dalam bentuk *capital gain*. Sebaliknya jika harga jual saham lebih kecil dari harga belinya maka investor akan mengalami kerugian yang disebut *capital loss*. *Capital gain* (*loss*) merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan periode lalu (Jogiyanto, 2003):

$$\textit{Capital Gain (loss)} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

P_t = Harga saham periode sekarang

P_{t-1} = Harga saham periode sebelumnya

Sedangkan *yield* (dividen) adalah pembagian laba bersih suatu perusahaan kepada pemegang saham yang sudah diputuskan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Besarnya dividen yang dibagikan tergantung dari besar kecilnya laba yang diperoleh perusahaan dan kebijakan pembagian dividen. *Yield* merupakan persentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi, untuk saham biasa dimana pembayaran periodik sebesar Dt Rupiah per lembar, maka *yield* dapat dituliskan sebagai berikut (Jogiyanto, 2003):

$$Yield = \frac{D_t}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

Dt = Dividen kas yang dibayarkan

P_{t-1} = Harga saham periode sebelumnya

Return total merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu. *Return* total sering disebut *return* saja yang terdiri dari *capital gain* (*loss*) dan *yield* seperti ini.

$$Return = Capital\ gain\ (loss) + Yield$$

Sehingga *return* total dirumuskan sebagai berikut (Jogiyanto, 2003):

$$Return\ Total = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

P_t = Harga saham periode sekarang

P_{t-1} = Harga saham periode sebelumnya

Dt = Dividen kas yang dibayarkan

2.5 Valuasi Saham (*Stock Valuation*)

Penilaian (valuasi) saham adalah proses menentukan harga sekuritas atau aktiva modal (Husnan, 2006). Valuasi saham menggunakan konsep adanya hubungan

positif antara risiko dengan tingkat keuntungan yang diharapkan. Valuasi saham merupakan salah satu analisis sekuritas untuk mengidentifikasi sekuritas yang salah harga (*mispriced*). Valuasi menghasilkan informasi nilai intrinsik yang selanjutnya akan dibandingkan dengan harga pasar saham untuk menentukan posisi jual atau beli terhadap suatu saham perusahaan. Valuasi memiliki peranan penting dan berbeda di setiap area yang ada (Murhadi, 2009) yaitu:

a. Valuasi dalam Manajemen Portofolio

   Dalam bidang manajemen portofolio valuasi memiliki peran penting dalam analisis fundamental dan sedikit dalam analisis teknikal. Tema utama yang ada pada analisis fundamental adalah bahwa nilai sebenarnya dari suatu perusahaan berhubungan dengan karakteristik keuangan perusahaan yaitu: *growth* (*g*), *risk profile* (*ke*), dan arus kas (*cf*). Setiap penyimpangan dari nilai sebenarnya merupakan sinyal bahwa harga saham tersebut *undervalued* atau *overvalued*. Valuasi merupakan fokus utama dalam analisis fundamental perusahaan. Beberapa analis menggunakan model *Discounted Cashflow* untuk menilai perusahaan, sedangkan yang lain dapat menggunakan model *Relative Valuation* seperti *Price Earning Ratio* (PER) ataupun *Price to Book Value* (PBV).

b. Valuasi dalam Analisis Akuisisi

   Valuasi memainkan peranan penting dalam analisis akuisisi. Pihak pembeli harus dapat memutuskan berapa *fair value* untuk perusahaan yang akan dibeli (*target firm*), dan sebaliknya *target firm* juga harus menentukan nilai yang wajar untuk dirinya sebelum memutuskan apakah menerima atau

menolak penawaran tersebut. Ada beberapa faktor yang dipertimbangkan dalam melakukan *valuasi takeover*. Pertama, efek dari sinergi harus dipertimbangkan sebelum membuat penawaran. Ada asumsi yang menyatakan bahwa sinergi adalah tidak mungkin untuk dinilai dan tidak dapat dikuantifikasi adalah tidak benar. Kedua, efek atas nilai dasar perubahan manajemen dan restrukturisasi dari *target firm* harus dapat dipertimbangkan dalam menentukan *fair price*.

c. Valuasi dalam Keuangan Korporat

Tujuan suatu keuangan korporat adalah memaksimumkan nilai perusahaan, sehingga hubungan antara keputusan keuangan, strategi perusahaan, dan nilai perusahaan dapat direncanakan. Nilai perusahaan dapat berhubungan langsung dengan keputusan yang dibuat seperti keputusan menerima/menolak suatu proyek, bagaimana membiayai proyek tersebut, dan bagaimana kebijakan dividennya.

Analisis sekuritas bertujuan untuk menaksir nilai intrinsik (NI) suatu saham dan kemudian membandingkannya dengan harga pasar saham tersebut pada saat ini. Nilai intrinsik (NI) menunjukkan *present value* arus kas yang diharapkan dari suatu saham. Pedoman yang digunakan adalah:

a. Apabila NI > Harga pasar saat ini, maka saham tersebut dinilai *undervalued* (terlalu murah), karenanya layak dibeli atau ditahan apabila saham tersebut telah dimiliki.

b. Apabila NI < Harga pasar saat ini, maka saham tersebut dinilai *overvalued* (terlalu mahal), sehingga layak dijual.

c. Apabila NI = Harga pasar saat ini, maka saham tersebut dinilai wajar harganya dan berada dalam kondisi keseimbangan.

Model valuasi saham merupakan suatu mekanisme untuk merubah serangkaian variabel ekonomi atau variabel perusahaan yang diramalkan menjadi perkiraan tentang harga saham. Terdapat dua model penilaian saham, yaitu:

a. Pendekatan *Present Value* (PV)

Dalam pendekatan ini, perhitungan nilai saham dilakukan dengan menghitung nilai sekarang (*present value*) semua aliran kas saham yang diharapkan dimasa datang dengan tingkat diskonto sebesar tingkat *return* yang disyaratkan investor. Aliran kas yang bisa dipakai dalam penilaian saham dengan pendekatan nilai sekarang adalah *earning* perusahaan, atau berupa *earning* yang dibagikan dalam bentuk dividen.

Terdapat tiga skenario pertumbuhan dividen yang biasanya dipakai sebagai model penilaian saham berbasis Dividen Discounted Model (Jogiyanto, 2003):

1. Model pertumbuhan nol (*zero growth model*)

Model ini berasumsi bahwa dividen yang dibayarkan perusahaan tidak akan mengalami pertumbuhan (tetap dari waktu ke waktu), yaitu g=0. Rumus untuk menilai saham dengan model ini adalah sebagai berikut:

$$Po = \frac{D}{k}$$

2. Model pertumbuhan konstan (*constant growth model*)

Model pertumbuhan konstan dipakai untuk menentukan nilai saham yang pembayaran dividennya mengalami pertumbuhan secara konstan selama waktu tak terbatas, g adalah konstan. Persamaan model pertumbuhan konstan ini bisa dituliskan sebagai berikut:

$$Po = \frac{Do(1+g)1}{(1+k)1} + \frac{Do(1+g)2}{(1+k)2} + \cdots + \frac{Do(1+g)\infty}{(1+k)\infty} = \frac{Do(1+g)}{(k-g)}$$

Keterangan:

Po : Harga pasar

D : Dividen

K : Tingkat pengembalian yang diharapkan

g : *Growth*

3. Model pertumbuhan tidak konstan/ganda (*supernormal growth model*)

Model ini sesuai untuk menilai saham perusahaan yang mempunyai karakteristik pertumbuhan yang fantastis di tahun-tahun awal, sehingga perusahaan bisa membayarkan dividen dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi. Setelah pertumbuhan dividen fantastis tersebut, perusahaan hanya membayarkan dividen pada tingkat yang lebih rendah, tetapi konstan hingga waktu tak terbatas.

b. Pendekatan *Price Earnings Ratio* (PER)

Pendekatan *price earning ratio* ini merupakan pendekatan yang populer dipakai di kalangan analis saham dan praktisi saham. PER menunjukkan

rasio dari harga saham terhadap *earnings*. Rasio ini menunjukkan berapa besar investor menilai harga dari saham terhadap kelipatan dari *earnings*.

PER dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Halim, 2005):

$$PER = \frac{Po}{EPS_1} \; atau \; PER = \frac{1-RR}{i-g}$$

Keterangan:

Po = Harga saham yang layak dibeli

EPS_1 = Laba per saham – LPS (*earning per share*) tahun mendatang

RR = Bagian dari laba yang ditahan dalam perusahaan (*Retention Ratio*)

i = Tingkat pengembalian yang diminta

g = Pertumbuhan dividen

PER dihitung dalam satuan kali. Misalnya PER suatu perusahaan 10 kali, berarti pasar mengahargai 10 kali atas kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Bagi investor, semakin kecil PER suatu perusahaan semakin baik karena artinya saham tersebut murah. Dan sebaliknya semakin besar PER berarti harganya terlalu tinggi.

2.6 Harga Wajar Saham (Nilai Intrinsik)

Nilai intrinsik adalah nilai seharusnya dari suatu saham (Jogiyanto, 2003). Perhitungan nilai intrinsik ini adalah mencari nilai sekarang dari semua aliran kas di masa mendatang baik yang berasal dari dividen maupun *capital gain*.

Walaupun nilai pasar suatu surat berharga bisa diketahui pada setiap waktu, namun nilai wajarnya bagi investor yang berlainan bisa berbeda (Azila, 2014). Graham, Dodd, dan Cottle mendefinsikan nilai wajar sebagai nilai yang didukung fakta, misalnya: aktiva laba, dividen (Weston, 2001). Nilai intrinsik cenderung berubah dari tahun ke tahun karena faktor-faktor yang mempengaruhinya juga berubah. Pada dasarnya konsep nilai intrinsik melibatkan penaksiran arus kas bersih (*net cash flow*) dari sebuah aktiva, penentuan tarif kapitalisasi yang sesuai, atau tingkat diskonto, dan kemudian penguntungan nilai sekarang dari arus kas. Nilai ini sebenarnya menunjukkan besarnya keuntungan yang diperoleh investor saat membeli sebuah *options calls* atau *puts* (Weston, 2001).

Nilai intrinsik suatu saham dari sebuah perusahaan dapat dipengaruhi oleh faktor internal maupun eksternal, baik yang secara langsung maupun tidak langsung dengan perusahaan tersebut (Ivanlandari, 2010). Untuk mengetahui berapa harga wajar suatu saham (nilai intrinsik) dapat menggunakan analisis fundamental, yaitu menghitung nilai intrinsik menggunakan data keuangan perusahaan. Atau menggunakan analisis teknikal, yaitu menghitung nilai intrinsik dari data perdagangan saham (harga dan volume penjualan) yang telah lalu.

2. 7 *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

Model CAPM dikembangkan secara terpisah oleh Sharpe (1964), Littner (1965), dan Mossin (1969) yang merupakan pengembangan dari teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz dengan memperkenalkan istilah baru yaitu risiko sistematis dan risiko spesifik atau risiko tidak sistematis. William Sharpe

memperoleh nobel ekonomi atas teori pembentukan harga aset keuangan yang kemudian disebut *Capital Asset Pricing Model* (Jogiyanto, 2003). *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) memberikan prediksi yang tepat antara risiko suatu aset dengan tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*). Model ini menjelaskan bahwa tingkat *return* yang diharapkan adalah penjumlahan dari *return* aset bebas risiko dan *premium* risiko. *Premium* risiko dihitung dari beta dikalikan dengan *premium* risiko pasar yang diharapkan. Premium risiko pasar dihitung dari tingkat *return* pasar yang diharapkan dikurangi dengan *return* aset bebas risiko.

Capital Asset Pricing Model dirumuskan sebagai berikut (Bodie et.all, 2006):

$$Rs = Rf + \beta s(Rm - Rf)$$

Keterangan:

Rs : *Return* ekspektasi sekuritas *i*

Rf : *Return* aset bebas risiko (*risk free rate*)

βs : Ukuran sensitivitas sekuritas *i*

Rm : *Return* pasar yang diharapkan

Dua model utama dalam valuasi saham adalah model *Discounted Cash Flow* (DCF) dan metode *Relative Valuation*. Selain dua model tersebut, model penilaian lain yang cukup populer di dunia investasi adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Berbeda dengan model *Discounted Cash Flow* dan *Relative Valuation* yang umumnya langsung menghitung harga wajar saham atau nilai sebuah saham,

CAPM sejatinya menghitung *return* wajar sebuah saham atau portofolio (*required return*) sesuai dengan risikonya. Dalam *Dividen Discounted Model*, *return* wajar ini tidak lain adalah tingkat diskonto yang akan digunakan untuk menilai sebuah saham. Jika untuk model lain, kita membandingkan nilai saham ini dengan harganya di pasar, dalam CAPM, kita membandingkan *expected return* dengan *required return* (Frensidy, 2009).

Beta adalah suatu ukuran yang sering digunakan dalam mengukur tingkat risiko suatu sekuritas dalam hubungannya dengan pasar. Beta digunakan untuk menghitung risiko pasar (Husnan, 1998), yang dirumuskan sebagai berikut:

$$\beta j = \frac{Cov(Ri, Rm)}{Var(Rm)}$$

Keterangan:

Bj = Beta

Cov(Ri,Rm) = Kovarian saham sekuritas dengan portofolio pasar

Var(Rm) = Varian tingkat pengembalian pasar

Risiko pasar adalah suatu risiko yang timbul karena menurunnya nilai suatu investasi karena pergerakan pada faktor-faktor pasar. Dalam model CAPM, risiko pasar digambarkan oleh beta (β) yang berkorelasi positif terhadap *return*. Semakin tinggi nilai beta, maka akan semakin tinggi pula nilai *return* yang disyaratkan (Azila, 2014).

Risiko pasar dapat diestimasi dengan menggunakan data historis *return* dari sekuritas dan *return* dari pasar selama periode tertentu. Risiko pasar dihitung

dengan membandingkan antara *return* saham *i* periode *t* dengan *return* pasar periode *t*. Perubahan *return* pasar menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan, misalnya IHSG Bursa Efek Indonesia (Halim, 2005). Jika beta sama dengan satu ($\beta = 1$), maka kenaikan *return* sekuritas tersebut sama dengan *return* pasar. Jika beta lebih dari satu ($\beta > 1$) artinya kenaikan *return* sekuritas lebih tinggi dibanding *return* pasar. Beta lebih dari satu biasanya dimiliki oleh *aggressive stock* (saham yang agresif), terutama saham dengan kapitalisasi besar. Beta kurang dari satu ($\beta < 1$) artinya kenaikan *return* sekuritas lebih kecil dari kenaikan *return* pasar, biasanya dimiliki oleh *defensive stock* (saham bertahan) yaitu saham dengan kapitalisasi kecil.

Keseimbangan pasar adalah kondisi pasar pada saat harga-harga aktiva berada di tingkat yang tidak memberikan insentif lagi untuk melakukan perdagangan spekulatif (Jogiyanto, 2003). Keseimbangan pasar dalam CAPM digambarkan dalam dua bentuk hubungan antara *expected return* dengan beta, yaitu *Capital Market Line* (CML) dan *Security Market Line* (SML). CML adalah garis lurus yang menggambarkan hubungan *expected return* portofolio yang efisien dengan standar deviasinya. Standar deviasi dianggap valid digunakan untuk mengukur risiko portofolio yang dipegang oleh investor, yaitu semua portofolio yang terdiri dari portofolio pasar dan aset bebas risiko karena standar deviasi merupakan penyebaran risiko portofolio di sekitar reratanya. Kombinasi *expected return* dan risiko portofolio yang efisien (*Rp*) akan terletak pada garis CML pada persamaan garis berikut (Zubir, 2011):

$$Rp = Rf + \frac{Rm - Rf}{\sigma_m}\,\sigma_p$$

Keterangan:

Rp = *Return* ekspektasi portofolio yang berada di CML dengan risiko σ_p

Rf = *Return* aset bebas risiko (*risk free asset*)

Rm = *Return* ekspektasi portofolio dengan risiko σ_m

σ_p = Risiko dari *return* portofolio yang berada di CML

σ_m = Risiko dari *return* portofolio pasar

SML adalah garis lurus yang menggambarkan hubungan antara *expected return* suatu sekuritas portofolio dengan betanya. SML akan melalui dua titik, yaitu *risk free asset*, dan *market* portofolio. *Risk free asset* mempunyai *return* sebesar *Rf* dan beta sama dengan nol. Sedangkan *market* portofolio mempunyai *return* sebesar *Rm* dan beta sama dengan satu. Persamaan garis lurus yang menghubungkan *risk free asset* dan *market* portofolio adalah (Zubir, 2011) sebagai berikut:

$$E\ (Ri) = \ a_i + \ b\beta i$$

Jadi, *expected return* saham *i* (E(Ri)) adalah fungsi risikonya (βi). Jika kedua variabel tersebut dimasukkan ke dalam formula di atas maka *return* suatu saham ditentukan sebagai berikut:

1. *Expected return* asset bebas risiko adalah $Rf = a + b\beta_i$, sedangkan *beta risk free asset* = 0, jadi $Rf = a$.

2. *Expected return market* portofolio adalah $Rm = a + b\beta_m$, sedangkan beta *market* portofolio = 1, maka $E(Rm) = a + b$ dan $b = E(Rm) - a$.

3. Subtitusikan $a = Rf$, maka $b = E(Rm) - Rf$

Jadi, $E(Ri) = a + b\beta_i$

$$E(R_f) = R_f + (E(R_m) - R_f)\beta_i$$

Ukuran yang relevan terhadap risiko suatu aset atau portofolio adalah beta, yaitu kontribusi varian *return* suatu aset atau *return* portofolio pasar tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi. Adapun hubungan antara *expected return* dengan beta dapat dijelaskan dibawah ini:

- Jika *E(R)* dan *β* adalah positif maka artinya untung
- Jika *E(R)* dan *β* adalah negatif maka artinya rugi

Rumus SML yang memiliki kedekatan hubungan dengan rumus CAPM yaitu:

$$E(R) = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

Atau

$$E(R) = R_f + (R_m - R_f)\beta_i$$

Atau

$$E(R) = (1 - \beta_i).R_f + \beta_i.R_m$$

Keterangan:

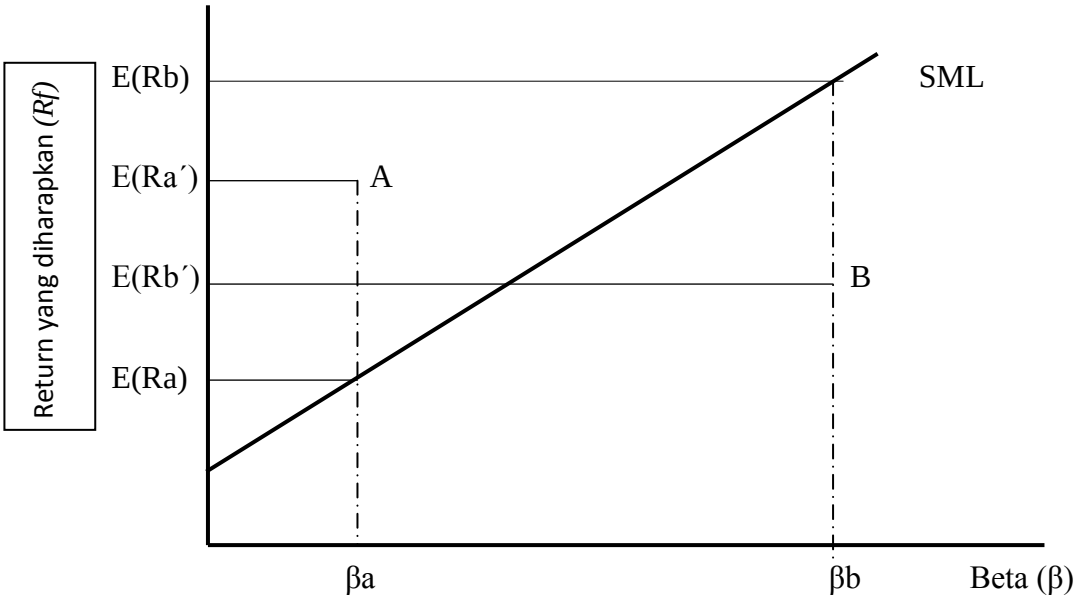
$E(R)$ = *Expected return* saham *i*

R_f = *Return* aset bebas risiko (*risk free asset*)

β_i = Beta saham *i* (indikator risiko sistematis)

R_m = *Return* pasar (*market return*)

Pada kondisi pasar modal seimbang, harga sekuritas seharusnya terdapat pada titik-titik di SML. Apabila sekuritas tidak terdapat pada garis SML, maka kondisi sekuritas tersebut dapat dikatakan terlalu mahal (*overvalued*) atau terlalu murah (*undervalued*). Berikut ini adalah sebuah ilustrasi yang dapat menggambarkan keadaan sekuritas yang mengalami *overvalued* maupun *undervalued* di pasar modal. Seorang analis melakukan analisis fundamental untuk memperkirakan tingkat *return* dari saham A dan B yang dari analisisnya kemudian dibentuk garis SML, seperti yang tergambar di bawah ini:



Gambar 2. Perbandingan sekuritas yang *overvalued* dan *undervalued*

Sumber : Alteza, 2010

Gambar tersebut memperlihatkan bahwa saham A memiliki tingkat *return* yang diharapkan oleh investor akan diperoleh (E Ra') lebih tinggi daripada tingkat *return* yang diestimasi (E Ra). Artinya, sekuritas A merupakan sekuritas yang *undervalued* sehingga investor tersebut akan tergerak untuk membeli sekuritas A tersebut karena diharapkan investor akan memperoleh tingkat keuntungan yang lebih tinggi dibandingkan apa yang telah diperkirakannya. Hal ini menyebabkan permintaan sekuritas A akan naik sehingga harga akan terdorong naik, sebaliknya *return* sekuritas A akan turun mendekati tingkat *return* yang diperkirakan pada garis SML.

Untuk sekuritas B, berdasarkan analisis fundamental terletak di bawah garis SML, sehingga sekuritas B dinamakan *overvalued*. Hal ini disebabkan sekuritas B memberikan tingkat *return* yang diharapkan E(Rb') yang lebih rendah dari *return* yang disyaratkan yaitu E(Rb), maka investor akan berusaha menjual sekuritas tersebut. Jumlah penawaran sekuritas yang banyak menyebabkan harganya menjadi turun sehingga *return* sekuritas B tersebut akan naik mencapai *return* yang disyaratkan pada garis SML (Alteza, 2010).

2.8 Penelitian Sebelumnya

Tabel 2.2 Penelitian Sebelumnya.

No	Nama Peneliti dan Tahun Penelitian	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
1	Nasuha, Dzulkirom, dan Zahroh (2013)	Analisis *Metode Capital Asset Pricing Model* Dalam Upaya	Rata-rata *return* saham individual dari 19 perusahaan sampel penelitian lebih besar daripada rata-rata *return* pasar. Sedangkan

		Pengambilan Keputusan Terhadap Investasi Saham (Studi pada Saham-Saham Perusahaan Sektor Properti dan *Real Estate* di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2010-2012	rata-rata risiko dari 19 saham perusahaan sampel penelitian berada di atas 1 (β > 1). Serta rata-rata tingkat suku bunga Bank Indonesia yang berada pada 0,52%, yang merupakan tingkat *return* bebas risiko. Selanjutnya, dengan menggunakan metode analisis *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), diperoleh hasil dari estimasi bahwa 14 saham yang tergolong saham *undervalued*, sedangkan 5 saham tergolong saham yang *overvalued*.
2	Putra (2009)	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	Hasil penelitian dengan menggunakan DCF menunjukkan 2 saham termasuk kedalam saham *overvalued* yaitu INDF dan GGRM, begitu juga hasil dengan menggunakan metode CAPM. Namun dengan menggunakan metode *Relative Valuation* INDF dan GGRM berada pada kondisi *undervalued.* Untuk saham UNVR dari ketiga metode tersebut selalu dalam kondisi *overvalued*.
3	Khasanah (2013)	Penilaian Harga Saham dengan *Dividen Discounted Model* dan *Free Cash Flows to Equity Model* (Studi pada Indeks Saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011)	Hasil penilaian menggunakan DDM terdapat 4 saham yang mengalami *undervalued,* sedangkan penilaian dengan FCFE terdapat 6 saham yang *undervalued*. Terdapat 3 saham yang dinilai sama oleh kedua metode tersebut.
4	Azila (2014)	Penilaian Saham (*Stock Valuation*) Perusahaan Sektor Telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2012 dengan Metode CAPM	Hasil penelitian menunjukkan dari keempat perusahaan yang menjadi sampel, 3 perusahaan merupakan saham yang *overvalued*. Hal ini dikarenakan 3 saham tersebut memiliki tingkat *return* yang diharapkan lebih rendah dari *return* yang

			disyaratkan.
5	Pertiwi (2013)	Analisis Valuasi Saham pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi Studi Kasus Perusahaan yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia	Dari ketujuh objek penelitian yang digunakan , lebih banyak berada dalam kondisi *overvalued*. Dimana hasil tersebut menunjukkan keadaan perusahaan sektor industri barang konsumsi memiliki kapitalisasi dan perkembangan yang cukup baik di pasar bursa.