

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Review Hasil Penelitian Terdahulu

Analisa terhadap hasil penelitian terdahulu dimaksudkan untuk melengkapi keterbatasan penelitian terdahulu. Meskipun penulis tidak dapat menemukan judul penelitian terdahulu yang sama persis dengan judul penelitian yang akan diteliti, namun penelitian terdahulu ini memiliki kesamaan berupa metode penelitian yang dipilih.

Penelitian pertama yang dilakukan oleh Hidayat (2017), mengenai analisis fundamental menggunakan *Discounted Cash Flow* dan *Price Earning Ratio* untuk menilai kewajaran harga saham pada perusahaan multinasional yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2016 dan induk perusahaannya. Penilaian harga saham ini bertujuan untuk mengetahui apakah nilainya sedang wajar (*correctly valued*), sedang murah (*undervalued*), atau sedang mahal (*overvalued*). Penelitian ini merupakan penelitian deskriptif dengan pendekatan kuantitatif. Populasi yang digunakan pada penelitian ini adalah perusahaan multinasional yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Induk Perusahaannya. Dalam penentuan sampel penelitian ini menggunakan teknik *sampling purposive*. Penelitian ini menggunakan teknik analisis data yaitu perhitungan rasio keuangan, menggunakan rumus DCF dan PER. Hasil penelitian menggunakan metoda analisis DCF menunjukkan saham mengalami *undervalued* yaitu Delta Djakarta Tbk, San Miguel Corporation, Multi Bintang Tbk, Heineken Holding N.V., Unilever N.V. dan Heidelberg Cement AG. Saham yang mengalami *overvalued* yaitu Unilever Indonesia Tbk, dan Indocement Tunggal Prakarsa Tbk. Metode PER menunjukkan saham mengalami *undervalued* yaitu Perusahaan Delta Djakarta Tbk, San Miguel Corporation, Heineken Holding N.V., Unilever Indonesia Tbk, Unilever N.V. dan HeidelbergCement AG. Saham yang mengalami *overvalued* yaitu Perusahaan Multi Bintang Tbk dan Indocement Tunggal Prakarsa Tbk.

Penelitian kedua yang dilakukan oleh Khoirudin (2017), mengenai penilaian saham PT pembangunan perumahan properti dalam rangka *initial public offering*.

Penelitian ini bertujuan untuk mengestimasi nilai wajar per lembar saham PT Pembangunan Perumahan Properti sebagai nilai pembandingan bagi harga penawaran yang telah ditetapkan pada saat *Initial Public Offering* (IPO). Penelitian ini juga dimaksudkan untuk mengetahui apakah harga penawaran yang ditetapkan pada saat IPO berada dalam kondisi *undervalued* atau *overvalued*. Metoda analisis yang digunakan adalah *Discounted Cash Flow* (DCF) dan *Relative Valuation*. Hasil penilaian dengan menunjukkan bahwa menggunakan metoda *discounted cash flow* dengan *free cash flow to equity* memberikan indikasi nilai per lembar saham PT PP Properti sebesar Rp176,00 sementara penilaian yang dilakukan dengan metoda *relative valuation* menghasilkan indikasi nilai yaitu sebesar Rp185,00.

Penelitian ketiga yang dilakukan oleh Jatnika dan Nial (2016), yaitu menggunakan analisis fundamental untuk menilai kewajaran harga saham dengan pendekatan metoda *Discounted Cash Flow* pada perusahaan dengan kapitalisasi pasar terbesar dari Jakarta Islamic Index dan FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index periode 2011-2015. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui kewajaran harga saham perusahaan syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia dan memberikan rekomendasi terkait dengan hasil valuasi yang didapatkan dengan menggunakan analisis fundamental pendekatan *Discounted Cash Flow* (DCF). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) dan FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index (FBMHS) tahun 2015. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa, Petronas Gas Bhd dan Tenaga Nasional Bhd sedang dalam kondisi *undervalued* atau murah dengan saran yaitu sebaiknya investor mengambil keputusan untuk membeli saham tersebut. Sedangkan untuk Axiata Group Bhd, Petronas Chemicals Group Bhd, PT. Indofood CBP Sukses Makmur Tbk., PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk., dan PT. Unilever Indonesia Tbk., sedang dalam kondisi *overvalued* atau mahal. Investor sebaiknya menjual atau tidak membeli saham perusahaan tersebut karena sedang dalam kondisi terlalu mahal untuk dibeli.

Penelitian keempat yang dilakukan oleh Khoirudin R dan Desta RK (2016), mengenai nilai wajar per saham PT BW Plantation Tbk setelah perusahaan menawarkan *right issue*. Penelitian ini bertujuan untuk memperkirakan nilai wajar per saham PT BW Plantation Tbk setelah perusahaan menawarkan *right issue* dan

dimaksudkan untuk mengetahui nilai pasar wajar per saham PT BW Plantation Tbk pasca *rights issue*. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian adalah *Discounted Cash Flow* dan Valuasi Relatif. Indikasi nilai wajar per lembar saham PT. BW Plantation, Tbk. dengan menggunakan metoda DCF sebesar Rp1.055, sementara indikasi nilai wajar per lembar saham dengan metoda *relative valuation* sebesar Rp133, yaitu dengan menggunakan PER sebesar Rp129, PBV sebesar Rp189, dan P/S sebesar Rp80. Hasil rekonsiliasi kedua metoda tersebut adalah sebesar Rp 390. Sedangkan harga penawaran saham pada *right issue* adalah sebesar Rp 400 sehingga dapat dikatakan bahwa saham PT BW Plantation pada saat *right issue* adalah *overvalued*.

Penelitian kelima yang dilakukan oleh Hutomo *et al.* (2016) mengenai analisis *Dividend Discounted Model* (DDM) untuk valuasi harga saham sebagai dasar keputusan investasi. Metoda yang digunakan dalam penilaian adalah *Dividend Discounted Model* (DDM) atau model diskonto dividen yang termasuk dalam analisis fundamental atau analisis perusahaan yang mengkaitkan antara *cash flow* yang diharapkan dari dividen yang dibayar perusahaan kepada investor. Tujuan dari penelitian ini adalah menilai harga kewajaran saham pada perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ-45 periode 2012-2014. Hasil penelitian ini menunjukkan dari 18 sampel perusahaan memiliki hasil yang berbeda. Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan diperoleh 7 perusahaan yang sahamnya berada dalam posisi *undervalued* yang berarti kondisi saham tersebut tergolong rendah, sehingga keputusan investasi yang disarankan adalah membeli saham tersebut untuk calon investor adalah menahan saham untuk investor yang telah memiliki saham. selanjutnya diketahui bahwa ada sebanyak 11 perusahaan yang sahamnya berada dalam posisi *overvalued* yang berarti kondisi saham tersebut tergolong tinggi, sehingga keputusan investasi yang disarankan tidak membeli saham tersebut untuk calon investor dan segera menjual saham untuk investor yang telah memiliki saham.

Penelitian keenam yang dilakukan oleh Canadian (2019) mengenai analisis opsi nyata dengan menggunakan penilaian *Discounted Cash Flow* yang diaplikasikan ke Ladang Minyak Tunisia. Metoda yang digunakan adalah *Discounted Cash Flow* dan metoda NPV konvensional untuk memperkirakan arus

kas masa depan dari pengeluaran investasi (pendapatan dan biaya) dan menggunakan tingkat rintangan (tingkat diskonto) atau tingkat pengembalian yang disesuaikan dengan risiko (WACC). Hasil penilaian menunjukkan bahwa kedua metode evaluasi mengarah pada keputusan yang sama, proyek Ladang Minyak Tunisia ini menguntungkan secara ekonomi. Dalam proyek investasi minyak yang dikaji, terlepas dari nilai positif opsi tersebut, pentingnya proyeksi arus kas dan perkiraan optimis dari harga minyak, memberikan keputusan untuk tidak menggunakan opsi dan segera melaksanakan proyek tersebut.

Penelitian ketujuh yang dilakukan oleh Bian *et al.* (2018) mengenai maksimisasi laba berbasis lot yang dinamis dan *Discounted Cash Flow* dengan mempertimbangkan biaya modal kerja terhadap kapasitas produksi yang tidak terbatas. Dalam penilaian ini metoda yang digunakan ialah *Working Capital Requirements (WCR)* dan *Discounted Cash Flow (DCF)*, dengan kedua metoda tersebut memungkinkan perusahaan untuk mengevaluasi situasi keuangan perusahaan sepanjang cakrawala perencanaan. Sebagai pertimbangan keuangan, *Time Value of Money* berperan cukup besar untuk membangun model analisis flash bank, yaitu model *Discounted Cash Flow (DCF)*. Selain itu, *Net Present Value (NPV)* juga digunakan untuk mengukur *present value of future cash flow* di tingkat makro dengan memperhitungkan kemampuan untuk memproyeksikan investasi atau proyek. Hasil penilaian yaitu perusahaan kurang berminat untuk menyimpan produk dalam persediaan karena penguatan dramatis dari biaya keuangan.

Penelitian kedelapan yang dilakukan oleh Khaled (2018) mengenai pemilihan teknik valuasi di UAE studi kasus pada sektor keuangan dan non-keuangan. Dalam penelitian ini dilakukan dengan menguji secara empiris teknik penilaian yang disukai yang digunakan oleh peneliti investasi UEA di sektor keuangan dan non-keuangan. Hasil dalam penelitian ini peneliti telah menyimpulkan bahwa model arus kas diskonto (DCF) adalah yang paling populer dalam praktiknya di sektor keuangan lebih suka menggunakan teknik DCF sebagai pilihan pertama dan teknik PE sebagai pilihan kedua. Di sisi lain, hasilnya menunjukkan bahwa peneliti di sektor non-keuangan lebih suka menggunakan teknik EV / EBITDA dan DCF.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian ini yaitu melakukan analisis valuasi saham dengan metoda DCF dan analisa fundamental. Pada penelitian ini menggunakan proyeksi *Earning Per Share* (EPS) dan rasio-rasio keuangan yang ada pada laporan keuangan perusahaan seperti *Price Earning Ratio* (PER), *Return On Asset* (ROA), *Return On Equity* (ROE), *Net Profit Margin* (NPM), dan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Penelitian ini tidak menggunakan harga pada saat IPO, melainkan penulis menggunakan nilai intrinsik saham untuk menghitung harga wajar saham. Selain itu, penelitian ini menggunakan konsep dasar keseimbangan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), dan menggunakan pendekatan dengan metoda DDM sebelum melakukan analisis dengan metoda DCF.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Arbitrage Pricing Theory (APT)

Arbitrage Pricing Theory pertama kali diperkenalkan oleh Ross pada tahun 1976 dimana beliau menyatakan bahwa harga suatu aktiva bisa dipengaruhi oleh berbagai faktor. APT merupakan salah satu alternatif teori model keseimbangan selain CAPM. *Arbitrage Pricing Theory* mendasarkan diri konsep satu harga (*the law of one price*) yang menyatakan bahwa sekuritas yang mempunyai karakteristik yang sama, tidak akan bias diharapkan dengan harga yang berbeda.

Dalam penelitian ini menggunakan konsep dasar model keseimbangan CAPM. Seperti halnya CAPM, APT menggambarkan hubungan antara risiko dan *return*, tetapi dengan menggunakan asumsi dan prosedur yang berbeda. Estimasi *return* yang diharapkan dari suatu sekuritas dengan menggunakan APT, tidak terlalu dipengaruhi portofolio pasar seperti halnya *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Menurut Tandelilin (2017: 213) pada CAPM, portofolio pasar sangat berpengaruh karena diasumsikan bahwa risiko yang relevan adalah risiko sistematis yang diukur dengan beta (menunjukkan sensitivitas *return* sekuritas terhadap perubahan *return* pasar). Sedangkan di dalam APT, *return* sekuritas tidak hanya dipengaruhi oleh portofolio pasar karena adanya asumsi bahwa *return* yang diharapkan dari suatu sekuritas dapat dipengaruhi oleh beberapa sumber risiko.

Faktor-faktor risiko tersebut akan menunjukkan kondisi ekonomi secara umum, dan harus mempunyai karakteristik sebagai berikut:

1. Masing-masing faktor risiko harus mempunyai pengaruh luas terhadap *return* saham-saham di pasar. Kejadian-kejadian khusus yang berkaitan dengan kondisi perusahaan, bukan merupakan faktor risiko APT.
2. Faktor-faktor risiko tersebut harus memengaruhi *return* yang diharapkan. Untuk itu perlu dilakukan pengujian secara empiris, dengan cara menganalisis *return* saham secara statistic, untuk melihat bagaimana faktor-faktor risiko tersebut berpengaruh secara luas terhadap *return* saham.
3. Pada awal periode, faktor risiko tersebut tidak dapat diprediksikan oleh pasar karena faktor-faktor risiko tersebut mengandung informasi yang tidak diharapkan atau bersifat mengejutkan pasar (ada perbedaan antara nilai yang diharapkan dengan nilai yang sebenarnya).

Dengan demikian, *Arbitrage Pricing Theory* menjadi salah satu konsep dasar model keseimbangan yang perlu dipahami dalam ilmu investasi.

2.2.2 Investasi

Investasi merupakan komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang. Seorang investor membeli sejumlah saham saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Dimana keuntungan tersebut berupa deviden yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham (Tandelilin, 2017 : 2). Istilah investasi berkaitan dengan berbagai macam aktivitas seperti menginvestasikan sejumlah dana pada asset riil (tanah, emas, mesin atau bangunan) merupakan aktivitas investasi yang umumnya dilakukan oleh masyarakat. Dalam investasi di sektor riil mengharuskan investor untuk merelakan modal yang mereka investasikan terikat dalam bentuk fisik, baik dalam bentuk bangunan, pabrik, atau infrastruktur lainnya. Dengan kata lain,

investor sektor riil memiliki mobilitas modal yang lebih rendah, karena investasi ini tidak mudah dipindahkan setelah mengambil wujud fisiknya (Samsul, 2015 : 2).

Dasar keputusan investasi terdiri atas tingkat *return* yang diharapkan, tingkat risiko serta hubungan antara *return* dan risiko. Alasan utama orang berinvestasi adalah untuk memperoleh keuntungan. Dalam konteks manajemen investasi tingkat keuntungan investasi tersebut sebagai *return*. *Return* yang diharapkan investor dari investasi merupakan kompensasi atas biaya kesempatan (*opportunity cost*) dan risiko penurunan daya beli akibat adanya pengaruh inflasi. Dalam konteks manajemen investasi, perlu dibedakan antara *return* yang diharapkan atau *return* harapan (*expected return*), *return* minimum yang diharapkan (*required return*) dan *return* yang terjadi (*realized return*) (Tandelilin, 2017: 9).

Secara lebih khusus lagi, ada beberapa alasan seseorang melakukan investasi (Tandelilin, 2017 : 8), diantaranya :

1. Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak dimasa datang. Seseorang yang bijaksana akan berpikir bagaimana meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya berusaha bagaimana mempertahankan tingkat pendapatannya yang ada sekarang agar tidak berkurang dimasa yang akan datang.
2. Mengurangi tekanan inflasi. Dengan melakukan melakukan investasi dalam pemilihan perusahaan atau objek lain, seseorang dapat menghindarkan diri dari risiko penurunan nilai kekayaan atau hak miliknya akibat adanya pengaruh inflasi.

Dorongan untuk menghemat pajak. Beberapa negara di dunia banyak melakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui pemberian fasilitas perpajakan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada bidang-bidang usaha tertentu.

Ada 3 jenis pasar finansial yang penting untuk dibangun dalam suatu negara guna melakukan pengelolaan perekonomian yang terintegrasi dengan baik. Pasar-pasar finansial tersebut diantaranya sebagai berikut :

1. Pasar Uang

Pasar uang merupakan sarana yang paling dahulu mengalami kemajuan. Mayoritas transaksi keuangan negara ini berasal dari pasar uang.

2. Pasar Berjangka

Pasar berjangka merupakan lembaga finansial yang paling terlambat perkembangannya. Kelemahan pada pasar berjangka ini dapat menghambat pertumbuhan ekonomi Indonesia karena daya tahan ekonomi kurang kuat.

3. Pasar Modal

Pasar modal dalam arti luas adalah sarana bagi pihak yang membutuhkan modal jangka panjang dari masyarakat umum. Menurut Tandelilin (2017 : 25) pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjual-belikan sekuritas. Dengan demikian, pasar modal dapat diartikan sebagai pasar untuk memperjual-belikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham, obligasi, dan reksadana. Pasar modal juga berfungsi sebagai lembaga perantara (*intermediaries*). Fungsi ini menunjukkan peran penting pasar modal dalam menunjang perekonomian karena pasar modal dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang mempunyai kelebihan dana.

Instrumen investasi yang paling banyak diminati oleh investor di pasar modal adalah saham. Saham merupakan salah satu komoditas keuangan yang diperdagangkan di pasar modal. Di negara berkembang, pasar modal merupakan fasilitas utama dalam pembangunan perekonomiannya. Aliran Modal dan Investasi selalu dibutuhkan oleh sebuah sistem ekonomi modern. Aliran Modal dan Investasi ibarat energi yang menggerakkan seluruh elemen-elemen yang ada dalam sebuah sistem ekonomi (Tandelilin, 2017: 2).

2.2.3 Analisa Fundamental

Analisis fundamental merupakan salah satu dasar yang dapat dilakukan investor untuk mengoptimalkan keuntungan dan meminimalisir resiko. Menurut Hidayat (2017: 2) berpendapat bahwa analisis fundamental merupakan analisis

yang memperhitungkan berbagai faktor baik itu dari segi kinerja perusahaan, analisis persaingan bisnis perusahaan, analisis industri dan analisis ekonomi baik makro maupun mikro. Tujuan dilakukannya analisis ini adalah untuk mengetahui apakah kondisi harga saham itu sedang *overvalued* (mahal) atau *undervalued* (murah). Analisis yang kedua yaitu analisis teknikal. Analisis teknikal adalah teknik yang menganalisa fluktuasi harga saham dalam rentang waktu tertentu. Tujuan dilakukannya analisis ini adalah untuk mengetahui apakah suatu saham itu ada dalam kondisi *overbought* (jenuh beli) atau *oversold* (jenuh jual).

Salah satu analisis yang sering digunakan yaitu analisis fundamental. “Analisis fundamental adalah analisis penentu nilai seperti prospek pendapatan yang dihasilkan oleh perusahaan yang dilihat dari prospek ekonomi negara serta lingkungan bisnis perusahaan tersebut untuk mencari harga saham wajar” (Bodie, *et al.* 2014: 237). Analisis fundamental bermanfaat untuk mengetahui taksiran harga saham yang pas (harga wajar saham). Di dalam perusahaan, analisis fundamental dijadikan sebagai faktor utama penggerak harga saham.

2.2.3.1 Analisa Makro Ekonomi

Lingkungan ekonomi makro adalah lingkungan yang memengaruhi operasi perusahaan sehari-hari. Kemampuan investor dalam memahami dan meramalkan kondisi ekonomi makro di masa datang, akan sangat berguna dalam pembuatan keputusan investasi yang menguntungkan sehingga investor harus memperhatikan beberapa indikator ekonomi makro yang bias membantu mereka dalam memahami dan meramalkan kondisi ekonomi makro. Berikut ini merupakan beberapa variable ekonomi makro yang perlu diperhatikan investor (Tandelilin, 2017 : 344) :

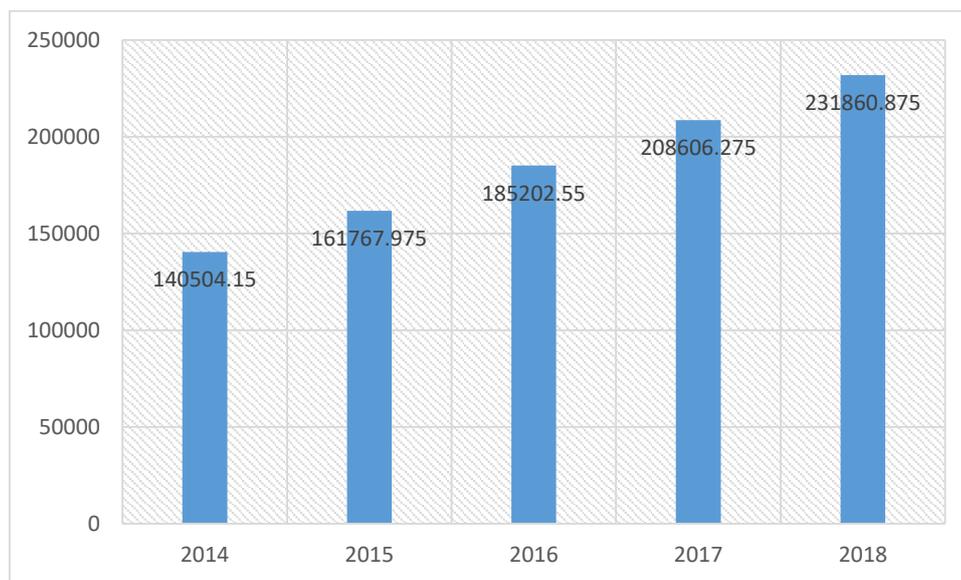
1. Produk Domestik Bruto (PDB)

Produk domestik bruto (PDB) adalah ukuran produksi barang dan jasa total suatu negara. Pertumbuhan PDB yang cepat merupakan indikasi terjadinya pertumbuhan ekonomi. Jika pertumbuhan ekonomi membaik, maka daya beli masyarakat pun akan meningkat, dan ini merupakan kesempatan bagi perusahaan-perusahaan untuk meningkatkan penjualannya. Dengan meningkatnya penjualan

perusahaan, maka kesempatan perusahaan memperoleh keuntungan juga akan semakin meningkat.

Indikator utama dalam mengukur kekuatan ekonomi suatu negara menggunakan PDB, dimana PDB mengukur nilai *output* barang dan jasa yang dihasilkan suatu negara. PDB Indonesia berdasarkan lapangan usaha perhitungannya didasarkan pada harga berlaku.

Gambar 2.1 PDB Lapangan Usaha pada Sektor *Food and Beverage*



Sumber : Data diolah (2019)

Berdasarkan gambar 2.1 dapat diketahui bahwa PDB Indonesia menurut lapangan usaha selama tahun 2014-2018 mengalami peningkatan di setiap tahunnya. Lapangan usaha sektor *food and beverage* banyak memberikan kontribusi dalam PDB tahun 2018. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi angka PDB suatu negara, maka kinerja perekonomian khususnya dalam sektor *food and beverage* di negara tersebut semakin baik, maka semakin banyak investor dalam negeri yang menanamkan modal nya di Indonesia akan meningkatkan angka PDB yang berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi negara.

2. Inflasi

Inflasi adalah kecenderungan terjadinya peningkatan harga produk-produk secara keseluruhan. Tingkat inflasi yang tinggi biasanya dikaitkan dengan kondisi ekonomi yang terlalu panas (*overheated*). Artinya, kondisi ekonomi mengalami

permintaan atas produk yang melebihi kapasitas penawaran produknya, sehingga harga-harga cenderung mengalami kenaikan. Inflasi yang terlalu tinggi akan menyebabkan penurunan daya beli uang (*purchasing power of money*). Selain itu, inflasi yang tinggi bias mengurangi tingkat pendapatan *real* yang diperoleh investor dari investasinya. Sebaliknya jika tingkat inflasi suatu negara mengalami penurunan, maka hal ini akan merupakan sinyal yang positif bagi investor seiring dengan turunnya risiko daya beli uang dan risiko penurunan pendapatan riil.

Angka inflasi adalah angka yang mengukur tingkat harga barang dan jasa yang dibeli oleh konsumen. Tingginya angka inflasi ditunjukkan dengan naiknya harga-harga barang.

Tabel 2.1 Inflasi Indonesia

Bulan	2014	2015	2016	2017	2018
Januari	8.22	6.69	4.14	3.49	3.25
Februari	7.75	6.29	4.42	3.83	3.18
Maret	7.32	6.38	4.45	3.61	3.4
April	7.25	6.79	3.6	4.17	3.41
Mei	7.32	7.15	3.33	4.33	3.23
Juni	6.7	7.26	3.45	4.37	3.12
Juli	4.53	7.26	3.21	3.88	3.18
Agustus	3.99	7.18	2.79	3.82	3.2
September	4.53	6.83	3.07	3.72	2.88
Oktober	4.83	6.25	3.31	3.58	3.16
November	6.23	4.89	3.58	3.3	3.23
Desember	8.36	3.35	3.02	3.62	3.13
Rata-Rata	6.42	6.36	3.53	3.81	3.20

Sumber : Data diolah (2019)

Berdasarkan tabel 2.1 diketahui bahwa inflasi pada tahun 2014 merupakan inflasi tertinggi dalam lima tahun terakhir yaitu sebesar 6.42%. Tingginya tingkat inflasi akan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi karena dapat menyebabkan daya beli dan konsumsi masyarakat menurun. Pada tahun 2018 inflasi mengalami penurunan dari yang sebelumnya tahun 2017 sebesar 3.81% turun 0.61% di tahun 2018 yaitu menjadi 3.20%. Penurunan tingkat inflasi ini mengindikasikan bahwa daya beli dan konsumsi masyarakat meningkat dan mendorong pertumbuhan

ekonomi Indonesia karena daya beli dan konsumsi masyarakat menjadi pendorong utama pertumbuhan ekonomi Indonesia.

3. Tingkat Suku Bunga

Tingkat suku bunga yang terlalu tinggi akan memengaruhi nilai sekarang (*present value*) aliran kas perusahaan sehingga kesempatan-kesempatan investasi yang ada tidak akan menarik lagi. Tingkat bunga yang tinggi akan meningkatkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan. Disamping itu, juga akan menyebabkan *return* yang disyaratkan investor dari suatu investasi akan meningkat.

Instrumen BI 7-day (*Reverse*) *Repo Rate* digunakan sebagai suku bunga kebijakan baru karena dapat secara cepat memengaruhi pasar uang, perbankan dan sektor riil. Instrumen BI 7-Day *Repo Rate* sebagai acuan yang memiliki hubungan yang lebih kuat ke suku bunga pasar uang, sifatnya transaksional atau diperdagangkan di pasar, dan mendorong pendalaman pasar keuangan, khususnya penggunaan instrumen repo. Dengan penggunaan instrumen BI 7-day (*Reverse*) *Repo Rate* sebagai suku bunga kebijakan baru, terdapat tiga dampak utama yang diharapkan yaitu:

- a. Pertama, menguatnya sinyal kebijakan moneter dengan suku bunga (*Reverse*) *Repo Rate* 7 hari sebagai acuan utama di pasar keuangan.
- b. Kedua, meningkatnya efektivitas transmisi kebijakan moneter melalui pengaruhnya pada pergerakan suku bunga pasar uang dan suku bunga perbankan.
- c. Ketiga, terbentuknya pasar keuangan yang lebih dalam, khususnya transaksi dan pembentukan struktur suku bunga di pasar uang antar bank (PUAB) untuk tenor 3-12 bulan.

Tingkat suku bunga memiliki dua sisi fungsional menurut pandangan sumber Bank Indonesia (www.bi.go.id), yaitu sisi yang merupakan ukuran keuntungan investasi yang diperoleh oleh pemilik modal dan disisi lain merupakan ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk menggunakan dana dari pemilik modal.

Tabel 2.2 Suku Bunga Indonesia

Bulan	2016	2017	2018	2019
Januari		4.25%	4.25%	6.00%
Februari		4.25%	4.25%	6.00%
Maret		4.25%	4.25%	6.00%
April	5.50%	4.25%	4.25%	6.00%
Mei	5.50%	4.50%	4.75%	6.00%
Juni	5.25%	4.75%	5.25%	6.00%
Juli	5.25%	4.75%	5.25%	
Agustus	5.25%	4.75%	5.50%	
September	5.00%	4.75%	5.75%	
Oktober	4.75%	4.75%	5.75%	
November	4.75%	4.75%	6.00%	
Desember	4.75%	4.75%	6.00%	

Sumber : Bank Indonesia

Berdasarkan tabel 2.2 tingkat suku bunga Indonesia pada tahun 2019 sebesar 6,00% meningkat dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Tingginya tingkat suku bunga akan mengurangi nilai kini dari arus kas mendatang, sehingga daya tarik peluang investasi menjadi menurun. Salah satu cara untuk mendorong investasi adalah dengan menurunkan tingkat suku bunga. Dengan suku bunga yang rendah maka akan mendorong masyarakat untuk melakukan investasi di sektor riil dan melakukan konsumsi dibandingkan dengan menabung. Investasi yang tinggi menyebabkan jumlah uang beredar di masyarakat meningkat. Jika jumlahnya meningkat dapat menyebabkan ekonomi yang terlalu ekspansif dan menyebabkan inflasi tinggi. Namun, hal sebaliknya dapat terjadi apabila menggunakan kebijakan tingkat bunga tinggi akan mendorong masyarakat untuk menabung dibandingkan untuk investasi dan konsumsi.

Matriks hubungan beberapa faktor makro ekonomi terhadap profitabilitas perusahaan (Tandelilin, 2017: 346) :

Tabel 2.3 Matriks hubungan faktor makro ekonomi terhadap profitabilitas perusahaan

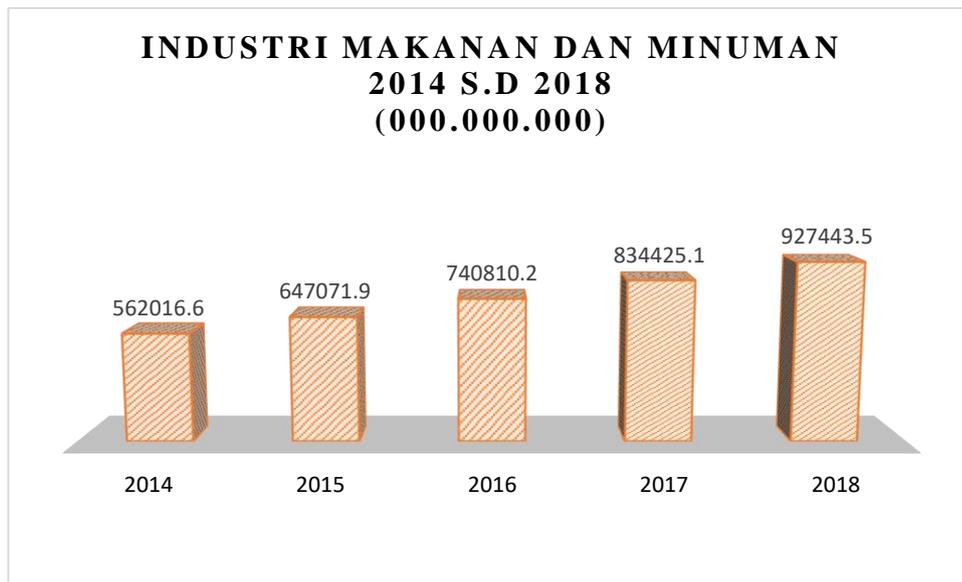
Indikator Ekonomi	Pengaruh	Penjelasan
PDB	Meningkatkan PDB merupakan sinyal yang baik (positif) untuk investasi dan sebaliknya jika PDB menurun.	Meningkatnya PDB mempunyai pengaruh positif terhadap daya beli konsumen sehingga dapat meningkatkan permintaan terhadap produk perusahaan.
Inflasi	Peningkatan inflasi secara relatif merupakan sinyal negatif bagi pemodal pasar modal.	Inflasi meningkatkan pendapatan Dan biaya perusahaan. Jika peningkatan biaya produksi lebih tinggi dari peningkatan harga yang dapat dinikmati oleh perusahaan maka profitabilitas perusahaan akan turun.
Tingkat Bunga	Tingkat bunga yang tinggi merupakan sinyal negative terhadap harga saham.	Tingkat suku bunga yang meningkat akan menyebabkan peningkatan suku bunga yang di syarat kan atas investasi pada suatu saham.

2.2.3.2 Analisa Industri

Menurut Tandelilin (2017 : 355) menjelaskan bahwa analisa industri merupakan tahap penting yang perlu dilakukan investor, karena analisis tersebut dipercaya dapat membantu investor untuk mengidentifikasi peluang-peluang investasi dalam industri yang mempunyai karakteristik risiko dan *return* yang menguntungkan bagi investor.

Analisis industri mempelajari keadaan kompetitif dari suatu sektor industri dalam hubungannya dengan yang lain serta mengidentifikasi perusahaan yang mempunyai potensi pada suatu sektor industri.

Gambar 2.2 Industri Makanan dan Minuman



Sumber : Data diolah (2019)

Dalam gambar 2.2 industri makanan dan minuman selama tahun 2014-2018 terus mengalami peningkatan. Hal ini dapat membantu investor untuk mengidentifikasi peluang investasi pada perusahaan sektor *food and beverage* yang mempunyai karakteristik risiko dan return yang menguntungkan bagi investor. Bagi investor penting untuk melakukan analisis industri karena dapat meminimalkan adanya risiko dan mengidentifikasi adanya keuntungan (*return*).

Dalam melakukan analisis industri, investor perlu menilai suatu industri dan menentukan *return* yang diharapkan dari suatu industri yang akan dianalisis. Dengan menilai dan menentukan *return* yang diharapkan dari suatu industri, investor akan dapat menentukan peluang investasi pada industri-industri yang memiliki prospek terbaik.

Berikut merupakan tahapan perkembangan industri (Samsul, 2015 : 358) :

- 1 Tahap permulaan. Tahap permulaan merupakan masa-masa awal perkembangan sebuah industri. Pada tahap ini, pertumbuhan penjualan sangat kecil dan profit yang dihasilkan kemungkinan akan menunjukkan angka negatif karena perusahaan harus mengeluarkan

dana yang cukup besar untuk menutupi biaya promosi dan pengembangan produk di awal-awal pertumbuhan industri.

- 2 Tahap pertumbuhan. Pada tahap pertumbuhan, penjualan tumbuh sangat cepat. Permintaan semakin meningkat, sedangkan persaingan belum begitu ketat, sehingga profit pada tahap pertumbuhan akan tumbuh dengan tinggi. Pertumbuhan industri pada tahap ini akan cenderung lebih besar dari pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan.
- 3 Tahap kedewasaan. Pada tahap ini, pertumbuhan penjualan mulai menurun, karena banyaknya pesaing yang mulai masuk dan permintaan yang sudah relative stabil. Oleh karena itu, profit pada tahap *mature* akan mengalami pertumbuhan yang mulai menurun dan menuju tingkat keuntungan yang normal. Pertumbuhan industri pada tahap ini sedikit lebih besar dari pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan.
- 4 Tahap stabil. Tahap stabil mungkin merupakan tahap yang paling panjang dalam daur hidup industri. Pertumbuhan industri akan cenderung sama dengan pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan atau segmen ekonomi dimana industri tersebut berada. Pada tahap ini investor dapat mengestimasi pertumbuhan penjualan secara mudah karena penjualan berkorelasi tinggi dengan kondisi ekonomi. Meskipun penjualan terkait erat dengan kondisi ekonomi, tetapi besarnya pertumbuhan penjualan masing-masing perusahaan secara individual dalam suatu industri akan berbeda-beda satu dengan yang lain, tergantung dari kemampuan manajerial dari masing-masing perusahaan.
- 5 Tahap penurunan. Pada tahap penurunan, tingkat penjualan dan profit industri semakin menurun. Oleh karena itu, pada tahap ini ada perusahaan yang mulai keluar dari industri dan investor pun mulai

berpikir untuk mencari alternatif industri lain yang lebih menguntungkan. Pertumbuhan industri pada tahap ini akan jauh dibawah pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan.

2.2.3.3 Analisa Perusahaan

Menurut Tandelilin (2017: 366) dalam melakukan analisa perusahaan, investor harus mendasarkan kerangka pikirnya pada dua komponen utama dalam analisis fundamental yaitu : *earning per share* (EPS) perusahaan dan *price earning ratio* (P/E). Kasmir (2015: 104) berpendapat bahwa rasio keuangan merupakan kegiatan membandingkan angka-angka yang ada dalam laporan keuangan dengan cara membagi satu angka dengan angka lainnya. Perbandingan dapat dilakukan antara satu komponen dengan komponen dalam satu laporan keuangan atau antarkomponen yang ada di antara laporan keuangan. Menurut Samsul (2015: 172) analisis rasio keuangan digunakan untuk mengetahui kesehatan keuangan dan kemajuan perusahaan setiap kali laporan keuangan diterbitkan. Analisis rasio adalah membandingkan antara unsur-unsur neraca, laporan laba-rugi, neraca dan laporan laba-rugi, serta rasio keuangan emiten yang satu dan rasio keuangan emiten lainnya. Berikut terdapat beberapa rasio keuangan yang umum digunakan dan penting bagi investor, yaitu :

1. *Earning Per Share* (EPS)
2. *Price Earning Ratio* (PER)
3. *Return On Asset* (ROA)
4. *Return On Equity* (ROE)
5. *Net Profit Margin* (NPM)
6. *Dividen Per Share* (DPS)
7. *Dividend Payout Ratio* (DPR)

2.2.4 Model Valuasi

Model valuasi merupakan salah satu cara yang dapat dilakukan untuk meminimalisir resiko yang diterima oleh investor ketika akan melakukan keputusan pembelian atau penjualan saham. Penilaian harga saham ini diperlukan untuk mengetahui apakah nilainya sedang wajar (*pairvalued*), sedang murah

(*undervalued*), atau sedang mahal (*overvalued*). Naik-turunnya pergerakan harga saham membuat investor harus melakukan analisis dalam setiap keputusan yang akan dilakukan baik itu jual atau beli sesuai dengan hasil dari analisis tersebut (Hidayat, 2017 : 21).

2.2.4.1 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Capital Asset Pricing Model (CAPM) atau Model Penetapan Harga Aset Modal dipelopori oleh Sharpe, Lintner, dan Mossin pada pertengahan tahun 1960-an. CAPM merupakan suatu model yang menghubungkan tingkat *return* yang diharapkan dari suatu asset berisiko dengan risiko dari asset tersebut pada kondisi pasar yang seimbang. CAPM perlu dipelajari karena CAPM merupakan model yang dapat menggambarkan atau memprediksi realitas di pasar yang bersifat kompleks, meskipun bukan kepada realitas asumsi-asumsi yang digunakan. Oleh karena itu CAPM sebagai sebuah model keseimbangan yang dapat membantu investor menyederhanakan gambaran realitas hubungan *return* dan risiko dalam dunia nyata yang terkadang sangat kompleks (Tandelilin, 2017 : 191). Menurut Bodie *et.al* (2014: 293), model CAPM merupakan bagian penting dalam bidang keuangan yang digunakan untuk memprediksikan keseimbangan imbal hasil yang diharapkan (*expected return*) dan risiko suatu aset pada kondisi ekuilibrium. Keadaan ekuilibrium tingkat keuntungan yang disyaratkan (*required return*) oleh investor untuk suatu saham akan dipengaruhi oleh risiko saham tersebut. Dalam hal ini risiko yang diperhitungkan hanyalah risiko sistematis (*systematic risk*) atau risiko pasar yang diukur dengan beta (β). Sedangkan risiko yang tidak sistematis (*unsystematic risk*) tidak relevan, karena risiko ini dapat dihilangkan dengan cara diversifikasi.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) didasari oleh teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz. Berdasarkan model Markowitz, masing-masing investor diasumsikan akan mendiversifikasikan portofolionya dan memilih portofolio yang optimal atas dasar preferensi investor terhadap *return* dan risiko. Disamping asumsi itu, ada beberapa asumsi lain dalam CAPM yang dibuat untuk menyederhanakan realitas yang ada, yaitu:

1. Semua investor mempunyai distribusi probabilitas tingkat *return* di masa depan yang identic, karena mereka mempunyai harapan atau ekspektasi yang hamper sama.

2. Semua investor mempunyai satu periode waktu yang sama, misalnya satu tahun.
3. Semua investor dapat meminjam (*borrowing*) atau meminjamkan (*lending*) uang pada tingkat *return* yang bebas risiko (*risk-free rate of return*).
4. Tidak ada biaya transaksi.
5. Tidak ada pajak pendapatan.
6. Tidak ada inflasi.
7. Terdapat banyak sekali investor, dan tidak ada satu pun investor yang dapat memengaruhi harga suatu sekuritas. Semua investor adalah *price taker*.
8. Pasar dalam keadaan seimbang (*equilibrium*).

Dalam model keseimbangan *Capital Asset Pricing Model*, nilai beta sangat memengaruhi tingkat return yang diharapkan pada suatu sekuritas. Semakin tinggi nilai beta dan return pasar maka akan semakin tinggi tingkat return yang disyaratkan oleh investor. Return yang disyaratkan merupakan jumlah minimum return yang dikehendaki investor untuk berinvestasi pada suatu sekuritas tertentu. Menurut Tandelilin (2017: 201) hubungan tersebut dapat digambarkan menggunakan rumus atau persamaan CAPM sebagai berikut :

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

Keterangan :

$E(R_i)$	= tingkat hasil yang diharapkan dari aset i
R_f	= tingkat hasil bebas risiko
$E(R_m)$	= tingkat hasil yang diharapkan dari portofolio pasar
β_i	= beta dari aset i

2.2.4.2 Dividend Discounted Model (DDM)

Menurut Samsul (2015 : 202) *Dividend Discounted Model* atau disebut juga *Gordon model*. Pengertian istilah “harga saham” adalah harga yang terbentuk di pasar (bursa efek). Istilah “nilai saham” adalah harga teoritis yang terbentuk dari formula (rumus) atau dari perhitungan investor. Nilai saham disebut juga harga

teoritis ataupun *value of stock* atau *intrinsic value*. Apabila perusahaan masih membutuhkan pengembangan produksi dan penjualan, maka dividen tunai (*tunai dividend*) yang dibagikan kepada pemegang saham hanya sebagian dari laba yang diperoleh.

Model diskonto dividen merupakan model untuk menentukan estimasi harga saham dengan mendiskotokan semua aliran dividen yang akan diterima di masa datang (Hutomo *et al.*, 2016 : 147). Berikut langkah-langkah penggunaan DDM dengan model pertumbuhan konstan (Tandelilin, 2017 : 378) :

1) Growth (g)

$$g = \text{ROE} \times \text{tingkat laba ditahan (retention rate)}$$

Keterangan :

g : Tingkat Pertumbuhan Dividen

ROE : Laba bersih atas modal sendiri

2) Estimasi *Cash Dividend Per Share*

$$D_t = D_0 (1 + \bar{g})$$

Keterangan :

D_t : dividen yang diestimasi

D_0 : dividen tahun sebelumnya

\bar{g} : rata-rata pertumbuhan dividen

2.2.4.3 Discounted Cash Flow (DCF)

Discounted Cash Flow (DCF) adalah metoda valuasi saham yang memperhitungkan tingkat return aktual yang akan diperoleh selama aktivitas investasi dengan menggunakan perbandingan arus kas yang akan dihasilkan dan investasi modal yang akan dibutuhkan serta. Metode DCF ini menggunakan konsep *Time Value of Money* yaitu mengkonversi arus kas masa depan yang diproyeksikan ke dalam nilai sekarang (*present value*) (Jatnika, 2017: 58).

Menurut Khoirudin (2017) metode DCF ini digunakan untuk menilai ekuitas dalam bisnis, memperhitungkan seluruh arus kas perusahaan, dan menilai bagian kecil dari perusahaan. Hitung Harga Wajar dengan mencari *present value* dari harga saham total dimasa depan dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$PV = \frac{\text{Total Future Value}}{(1+r)^n}$$

Keterangan :

r = *required rate of return*

n = jumlah tahun yang digunakan dalam *Future Value*

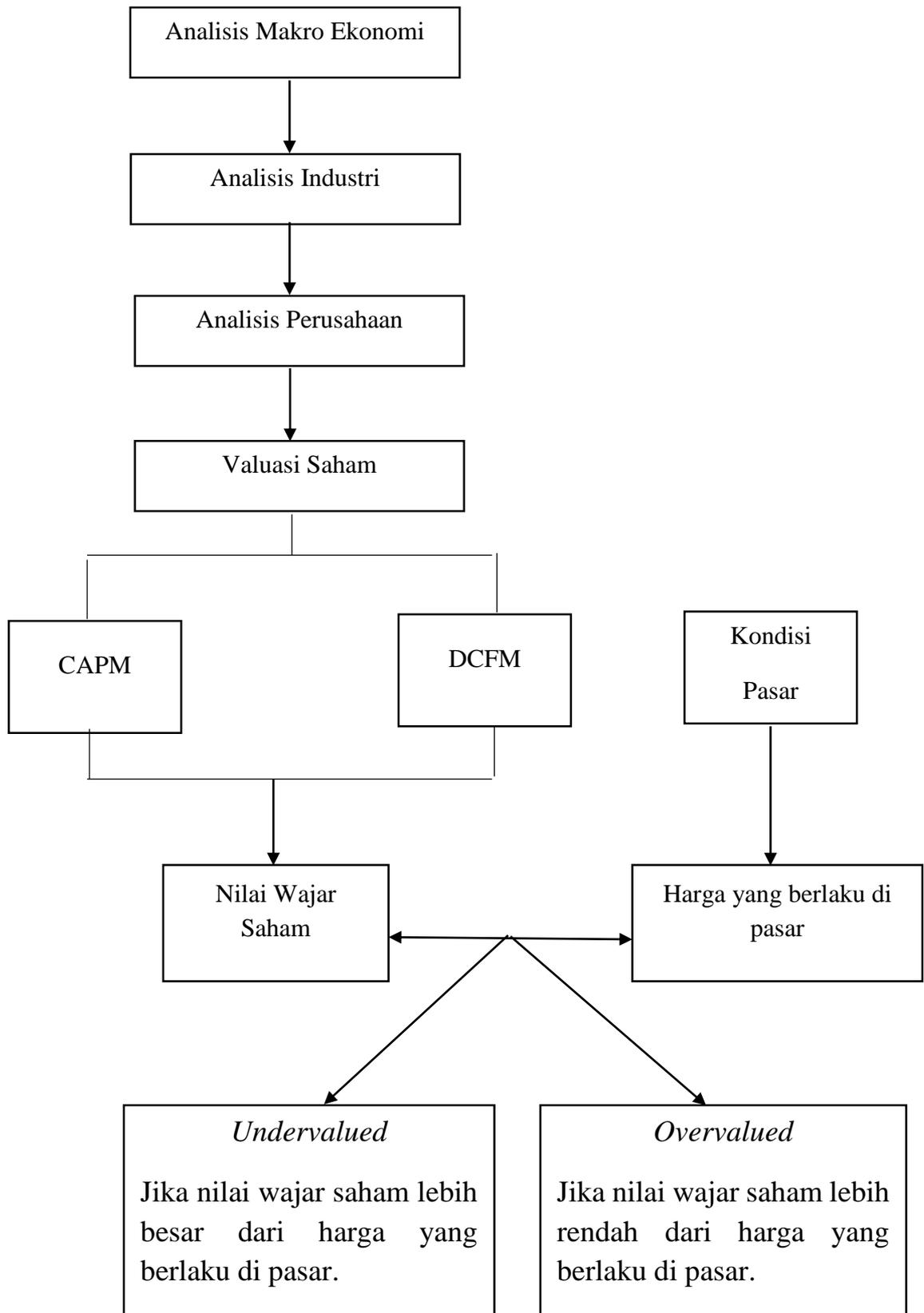
Secara umum kekurangan Metode DCF hampir sama dengan metode *Dividend Discount Model* (DDM), yaitu juga sangat tergantung asumsi. Jika asumsi yang digunakan asal-asalan, juga akan mengakibatkan hasil harga wajar saham menjadi kurang akurat. Di metode DCF ini banyak sekali asumsi yang digunakan, mulai dari EPS growth, rata-rata PER dan tingkat imbal hasil yang diinginkan. Namun DCF memiliki kelebihan dibandingkan dengan DDM, yaitu tidak hanya menghitung dividen, tapi juga pendapatan perusahaan. Dengan demikian DCF dapat diaplikasikan secara luas pada berbagai saham.

Dengan melakukan penilaian terhadap harga wajar saham diharapkan dapat membantu para investor dalam menentukan keputusan investasi sebagai berikut :

1. Jika harga pasar saat ini < perkiraan harga wajar "*undervalued*".
2. Jika harga pasar saat ini > perkiraan harga wajar "*overvalued*".
3. Jika harga pasar saat ini = perkiraan harga wajar "*pairvalued*".

2.3 Kerangka Pemikiran

Kerangka berfikir yang tersusun pada gambar 2.1 menerangkan bahwa dalam penelitian ini menggunakan *top-down analysis* sebagai alat analisis serta melakukan valuasi untuk mengetahui nilai intrinsik dari suatu saham.



Gambar 2.3 Kerangka Pemikiran

Dalam penelitian ini proses penilaian harga saham perusahaan-perusahaan pada masing-masing sektor di Bursa Efek Indonesia dengan kapitalisasi pasar terbesar tahun 2014-2018 dilakukan dengan penerapan analisis fundamental.

Dalam analisis fundamental, peneliti menggunakan beberapa tahapan sebagai berikut:

1. Melakukan analisis makro ekonomi dengan memperhatikan PDB, tingkat suku bunga, dan inflasi.
2. Langkah berikutnya ialah melakukan analisis industri untuk mengetahui faktor sentiment apa yang mendukung untuk berinvestasi dalam jangka panjang dalam sektor tertentu.
3. Setelah itu, melakukan analisis kinerja perusahaan melalui evaluasi laporan keuangan untuk mengetahui bagaimana kinerja dan prospek perusahaan dalam beberapa tahun terakhir.
4. Selanjutnya ialah melakukan analisis valuasi saham terhadap perusahaan sektor *food and beverage* tahun 2014-2018 menggunakan *Discounted Cash Flow Model (DCF)* dengan konsep dasar model keseimbangan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.
5. Output dari hasil analisis ini adalah nilai wajar saham, lalu membandingkannya dengan harga saham yang berlaku di pasar/saat ini.
6. Setelah mengetahui harga saham perusahaan tersebut, maka dapat dijadikan landasan dalam mengambil keputusan investasi. Jika nilai wajar saham lebih besar dari harga yang berlaku di pasar/saat ini maka saham tersebut *undervalued*. Apabila nilai wajar saham lebih rendah dari harga yang berlaku di pasar/saat ini maka saham tersebut *overvalued*.