

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Teori tentang Efisiensi Pasar Modal

Pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang maupun modal, baik diterbitkan oleh pemerintah maupun swasta. Definisi pasar modal lebih sempit daripada pasar keuangan (*financial market*). Dalam pasar keuangan, diperdagangkan semua bentuk hutang dan modal baik jangka pendek maupun jangka panjang, baik *negotiable* ataupun tidak (Kasmir, 1998).

Konsep pasar efisien pertama kali dikemukakan dan dipopulerkan oleh Fama (1970). Suatu pasar dapat dikatakan efisien apabila baik investor individu maupun institusi, akan mampu memperoleh *abnormal return*, setelah disesuaikan dengan risiko dan dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Harga-harga yang terbentuk di dalam pasar merupakan cerminan dari informasi-informasi yang ada.

Secara formal, pasar modal yang efisien merupakan pasar modal yang harga sekuritas-sekuritas di dalamnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan (Husnan, 2009 : 260). Semakin cepat informasi baku tercermin dari harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut.

Weston dan Copeland (1997 : 107) mendefinisikan pasar modal yang efisien adalah pasar modal yang mempunyai harga instan dan sepenuhnya mencerminkan informasi yang relevan. Sedangkan Fama (1970, dalam Jogiyanto, 2008 : 503) mendefinisikan pasar yang efisien adalah “suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia.”

Menurut Fahmi dan Yovi Lavianti Hadi (2009 : 83), ada beberapa persyaratan umum yang harus dipenuhi agar terciptanya pasar modal yang efisien, yakni sebagai berikut :

a. *Disclosure*

Disclosure yang dimaksud disini adalah tercerminnya segala bentuk informasi pengetahuan dan perkiraan secara akurat dalam harga pasar. Naik turunnya harga pasar dapat diperkirakan berdasarkan berbagai informasi seperti teknikal analisis dan sisi fundamental.

b. Pasar dalam keadaan seimbang

Kondisi pasar yang seimbang memungkinkan terciptanya ekuilibrium pasar. Pasar berada dalam keadaan seimbang seperti usaha-usaha untuk memasukkan informasi baru. Dengan demikian, terserapnya informasi baru tersebut menghasilkan nilai intrinsik saham.

c. Kondisi pasar berlangsung secara bebas

Kondisi pasar bebas yakni tidak adanya pihak yang dapat mempengaruhi harga pasar. Berbagai pihak memperoleh informasi yang sama tanpa adanya saling intervensi.

Sedangkan menurut Ahmad Rodomi dan Otherman Yong (2002), beberapa syarat yang harus dipenuhi untuk terciptanya pasar modal yang efisien adalah sebagai berikut :

- a. Harga saham adalah bebas. Yang artinya tidak ada seorang pun yang dapat mempengaruhi pergerakan harga saham.
- b. Tidak adanya monopoli dalam pasar. Investor bebas untuk masuk dan keluar pasar.
- c. Adanya persyaratan bagi perusahaan yang ada di dalam pasar untuk mengungkapkan berbagai informasi tentang perusahaan tersebut kepada orang banyak.
- d. Biaya yang dikeluarkan untuk mendapatkan informasi adalah biaya minimum dan informasi itu harus diterima oleh investor pada waktu yang bersamaan.
- e. Informasi tersebut tidak bergantung satu sama lain atau merupakan informasi yang acak.
- f. Investor-investor bergerak cepat terhadap suatu informasi baru.

Bentuk pasar modal yang efisien berkaitan dengan semua informasi yang relevan. Fama (1970) mengklasifikasikan informasi ke dalam tiga jenis, yakni (1) perubahan harga di waktu lalu (*past price changes*); (2) informasi yang tersedia kepada publik (*public information*); dan (3) informasi yang tersedia baik kepada publik maupun tidak (*public and privat information*).

Ada tiga bentuk pasar modal yang efisien, yaitu : (1) efisiensi bentuk yang lemah (*weak form efficiency*); (2) efisiensi bentuk setengah kuat (*semi strong form efficiency*); dan (3) efisiensi bentuk kuat (*strong form efficiency*).

Pasar modal yang efisien dalam bentuk lemah merupakan keadaan dimana harga saham mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga di masa lalu (*past price changes*). Mempelajari historis pergerakan harga sekuritas untuk memprediksi gerakan dan arah perubahan harga sekuritas pada masa yang akan datang. Karena gerakan harga sekuritas yang bersifat acak, maka sangat sulit untuk memprediksi arah perubahan harga sekuritas pada masa yang akan datang.

Pasar modal yang efisien dalam bentuk setengah kuat merupakan keadaan dimana harga-harga bukan hanya berdasarkan informasi-informasi masa lalu, namun juga berdasarkan informasi yang dipublikasikan. Informasi publik akan tercermin ke dalam harga saham secara cepat dan tidak bias.

Pasar modal yang efisien dalam bentuk kuat menyatakan bahwa harga mencerminkan semua informasi yang relevan baik informasi yang dipublikasikan maupun informasi yang belum dipublikasikan (*privat*). Dalam keadaan seperti ini tidak seorang investor pun dapat memperoleh *abnormal return* (*excess return*) dengan menggunakan informasi apapun.

Return tidak normal atau yang disebut sebagai *abnormal return* merupakan selisih antara *return* aktual dengan *return* yang diharapkan (*expected return*) yang dapat terjadi sebelum informasi resmi diterbitkan atau terjadi kebocoran informasi (*leakage of information*) sesudah informasi resmi diterbitkan (Samsul, 2006 : 275). Selisih antara *actual return* dengan *expected return* dapat berupa selisih

positif maupun negatif. Selisih positif berarti *return* yang sesungguhnya lebih besar dibandingkan dengan *return* yang diharapkan. Dan sebaliknya, selisih negatif dari *abnormal return* berarti *return* yang sesungguhnya lebih kecil dari pada *return* yang diharapkan.

Tandelilin (2010 : 102) mengatakan bahwa terdapat dua komponen yang menjadi sumber-sumber *return* investasi, yaitu *yield* dan *capital gain*. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Sedangkan yang disebut dengan *capital gain (loss)* adalah naik turunnya harga saham maupun obligasi yang bisa memberikan keuntungan atau kerugian bagi investor. Harga investasi sekarang lebih tinggi dibandingkan dengan harga investasi periode yang lalu, itu artinya terdapat keuntungan modal bagi investor, dan sebaliknya jika harga investasi turun, maka terdapat kerugian modal.

2.2 Analisis Fundamental

Menurut Subramanyam (2014) analisis fundamental merupakan suatu proses dalam menentukan nilai perusahaan melalui telaah dari faktor-faktor kunci yang berkaitan dengan kinerja perusahaan seperti faktor ekonomi, industri, dan lingkungan perusahaan. Menurut Subramanyam (2014 : 27-28) memaparkan lima set alat analisis fundamental dalam keuangan yakni (1) laporan keuangan komparatif; (2) ukuran umum laporan keuangan; (3) analisis rasio; (4) analisis arus kas; dan (5) penilaian.

Menurut Palepu (2012) dan Subramanyam (2014), analisis fundamental merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari proses analisis bisnis. Analisis bisnis sendiri merupakan proses evaluasi (ekonomi) dan risiko perusahaan yang mencakup analisis lingkungan bisnis, strategi, posisi dan kinerja keuangan. Analisis bisnis berguna untuk pengambilan keputusan bisnis seperti investasi ke sekuritas ekuitas atau utang, ambil utang/pendanaan, valuasi bisnis dalam konteks IPO, dan evaluasi restrukturisasi.

Analisis bisnis memiliki suatu kerangka khusus yang terdiri dari empat komponen utama yakni Analisis Lingkungan Bisnis dan Strategi, Analisis Akuntansi, Analisis Keuangan, dan Analisis Prospektif. Pada penelitian karya tulis tugas akhir ini akan digunakan tiga dari empat komponen tersebut yakni Analisis Lingkungan Bisnis dan Strategi, Analisis Keuangan, dan Analisis Prospektif.

2.2.1 Analisis Lingkungan Bisnis dan Strategi

Analisis Lingkungan Bisnis dan Strategi merupakan tahapan pertama yang harus dilakukan dalam analisis fundamental yang telah dijelaskan sebelumnya. Analisis Lingkungan Bisnis dan Strategi terdiri atas dua bagian yakni analisis industri dan analisis strategi. Analisis Lingkungan Bisnis bertujuan untuk mengidentifikasi dan menilai situasi perekonomian dan industrinya, termasuk analisis mengenai produk, tenaga kerja, dan pasar modal dalam konteks perekonomian dan peraturan yang ada. Sedangkan Analisis Strategi berfungsi untuk menilai kekuatan dan kelemahan perusahaan dibandingkan dengan

kompetitornya, beserta peluang dan ancamannya atau yang sering disebut dengan SWOT (*strengths, weaknesses, opportunities, threats*).

Analisis Industri (*industry analysis*) merupakan penilaian pasar yang digunakan oleh para pebisnis dan analis untuk memahami dinamika persaingan pada suatu industri. Analisis ini sering kali dilakukan dengan menggunakan kerangka Porter (1980, 1985) atau analisis rantai nilai (*value chain analysis*) yang terdiri dari (1) persaingan industri (*intensity of competitive rivalry*); (2) ancaman pendatang baru (*threat of new entrants*); (3) ancaman produk pengganti (*threat of substitutes product*); (4) daya tawar pembeli (*bargaining power of buyers*); dan (5) kekuatan tawar-menawar pemasok (*bargaining power of suppliers*).

Analisis Strategi (*strategy analysis*) merupakan evaluasi atas keputusan bisnis perusahaan dan keberhasilan perusahaan membangun keunggulan kompetitifnya. Analisis ini memerlukan penelitian atas strategi kompetitif perusahaan untuk bauran produk dan struktur biayanya. Analisis Strategis membedah terkait apa yang menjadi kekuatan dan kelemahan perusahaan dibandingkan dengan pesaingnya, serta membedah mengenai peluang dan ancaman yang dihadapi oleh perusahaan yang sedang di analisis.

Untuk melakukan Analisis Lingkungan Bisnis dan Strategi diperlukan berbagai pengetahuan seperti pengetahuan tentang kekuatan ekonomi dan industri, manajemen strategi, kebijakan bisnis, produksi, manajemen logistik, pemasaran, dan ekonomi manajerial. Karena memang cakupan dari Analisis Lingkungan Bisnis dan Strategis yang sangat luas dan multidisiplin.

2.2.2 Analisis Keuangan

Subramanyam (2014), analisis keuangan (*financial analysis*) merupakan penggunaan laporan keuangan untuk menganalisis posisi dan kinerja keuangan perusahaan, dan untuk menilai kinerja keuangan di masa depan. Analisis ini menggunakan dua alat utama yakni analisis rasio keuangan dan analisis arus kas. Tujuan dari analisis rasio adalah untuk mengevaluasi kinerja perusahaan, dan membandingkannya dengan (1) rasio beberapa tahun (*a time series comparison*), (2) rasio perusahaan dan perusahaan lain dalam industri (*cross-sectional comparison*), dan/atau (3) rasio *benchmark*.

Analisis keuangan terdiri atas tiga bagian besar yakni analisis profitabilitas, analisis risiko, analisis sumber dan penggunaan dana. Subramanyam (2014), analisis profitabilitas (*profitability analysis*) merupakan evaluasi atas tingkat pengembalian keputusan investasi perusahaan. Analisis ini berfokus pada sumber daya dan tingkat profitabilitas perusahaan, serta melibatkan pengidentifikasian dan pengukuran dampak dari berbagai penggerak profitabilitas. Analisis ini juga mencakup evaluasi terhadap dua sumber utama profitabilitas yakni margin yang merupakan bagian dari penjualan yang tidak tercakup oleh biaya dan perputaran atau penggunaan modal.

Analisis risiko (*risk analysis*) merupakan evaluasi atas kemampuan perusahaan untuk memenuhi komitmennya. Analisis risiko melibatkan penilaian atas solvabilitas dan likuiditas perusahaan sejalan dengan variasi pendapatan. Karena analisis risiko ini penting bagi para kreditur, maka analisis ini sering dibahas dalam konteks analisis kredit. Analisis risiko tetap penting dalam analisis

ekuitas, baik untuk mengevaluasi keandalan dan daya tahan kinerja perusahaan maupun untuk memperkirakan biaya modal perusahaan.

Analisis arus kas (*cash flow analysis*) merupakan evaluasi bagaimana perusahaan mendapatkan dan menggunakan dananya. Analisis ini memberikan wawasan tentang implikasi pendanaan perusahaan di masa yang akan datang.

2.2.3 Analisis Risiko

Menurut Subramanyam (2014), analisis risiko (*risk analysis*) merupakan evaluasi atas kemampuan perusahaan untuk memenuhi komitmennya. Analisis risiko merupakan salah satu bagian dari analisis keuangan, namun pada penelitian kali ini akan dibahas terpisah karena penulis akan melakukan penelitian risiko berdasarkan ISO 31000 tentang pedoman manajemen risiko. ISO 31000 sendiri berisi prinsip-prinsip dan panduan untuk pengelolaan risiko di berbagai jenis organisasi. Proses *risk assessment* berdasarkan kerangka ini meliputi (1) tahap identifikasi risiko; (2) analisis risiko; dan (3) evaluasi risiko.

Risiko merupakan dampak dari adanya ketidakpastian terhadap pencapaian tujuan perusahaan. Sedangkan manajemen risiko adalah pendekatan sistematis yang meliputi budaya, proses, dan struktur untuk menentukan tindakan terbaik terkait risiko. Tujuan dari manajemen risiko bukanlah untuk menghilangkan risiko, melainkan untuk mengelola risiko sehingga perusahaan dapat dikelola dengan efektif, dan efisien secara menyeluruh.

2.2.4 Analisis Prospektif

Subramanyam (2014), analisis prospektif (*prospective analysis*) merupakan peramalan hasil di masa depan biasanya berupa laba, arus kas, maupun keduanya. Analisis ini ditarik dari analisis-analisis sebelumnya yakni analisis akuntansi, analisis keuangan, dan analisis lingkungan bisnis dan strategi. Hasil yang diharapkan dari analisis ini adalah informasi-informasi yang nantinya akan digunakan untuk mengestimasi nilai perusahaan.

Analisis prospektif terdiri dari dua bagian besar yakni peramalan (*forecasting*) dan penilaian saham (*valuation*). Peramalan keuangan adalah sebuah inisiatif dimana perusahaan berusaha untuk menyiapkan strategi baru guna menyambut periode yang baru. Teknik *forecasting* yang paling baik yakni peramalan yang komprehensif (*comprehensive forecast*), dimana ia menggabungkan tiga unsur dalam laporan keuangan (*earning*, arus kas, dan neraca) ke dalam satu peramalan keuangan.

Subramanyam (2014) menjelaskan bahwa ada sebelas langkah yang harus dilakukan untuk membuat sebuah peramalan yang komprehensif, yakni sebagai berikut : (1) peramalan penjualan; (2) peramalan ATO (*asset turnover ratio*) dan menghitung NOA (*net operating asset*); (3) merevisi perkiraan penjualan (*optional*); (4) peramalan *profit margin* dan menghitung NOPAT; (5) peramalan pendapatan operasional lainnya yang merupakan penghasilan yang tidak biasa (*optional*); (6) menghitung FCF (*free cash flow*) yang bisa dicari dengan melakukan perhitungan NOPAT – perubahan NOA; (7) peramalan *net dividend payout*; (8) menghitung pembayaran bersih kepada kreditur; (9) peramalan biaya

utang dan saldo utang; (10) menghitung pendapatan yang komprehensif; dan (11) melakukan perhitungan ekuitas.

2.2.5 Penilaian Saham

Penilaian saham (*valuation*) merupakan bagian dari analisis prospektif. Menurut Subramanyam (2014), tujuan utama dari analisis fundamental adalah menentukan nilai intrinsik dari suatu perusahaan. Sedangkan menurut Wijayanti et al. (2003) dan Dyatmiko (2019), analisis fundamental digunakan untuk menentukan apakah nilai intrinsik saham berada pada kondisi *undervalued*, *overvalued*, atau dalam kondisi yang wajar.

Menurut Sunariyah (2001 : 152) nilai intrinsik adalah nilai yang tercermin dalam fakta (*justified by the fact*) seperti aktiva, pendapatan, dividen, dan prospek perusahaan. Sedangkan Suad Husnan (1998 : 288) menyebutkan bahwa nilai intrinsik menunjukkan *present value* atau nilai kini dari arus kas yang diterima dari saham tersebut.

Apabila nilai intrinsik lebih besar daripada harga pasar saham saat ini, maka saham tersebut dinilai *undervalued* atau harganya terlalu rendah, sehingga akan disarankan untuk melakukan pembelian saham (*buy*) atau tetap menyimpan saham tersebut jika saham tersebut sudah dimiliki sebelumnya. Apabila nilai intrinsik perusahaan lebih kecil daripada harga pasar saham saat ini, maka saham tersebut dinilai *overvalued* atau harganya terlalu tinggi, sehingga disarankan untuk melakukan penjualan saham (*sell*) atas saham perusahaan tersebut yang sudah dimiliki sebelumnya. Dan apabila nilai intrinsik sama dengan harga pasar saham

saat ini, maka saham tersebut dinilai wajar dan berada dalam kondisi yang seimbang.

Ada beberapa metode yang dapat dilakukan untuk melakukan penilaian saham. Beberapa di antaranya adalah *price multiple* atau yang disebut sebagai penilaian relatif, *discounted divided model* (DDM), *discounted abnormal earning* (DAE), *discounted abnormal operating earning*, dan *discounted cash flow* (DCF).

Lavalle (2016) menjelaskan bahwa penilaian relatif adalah teknik dimana analis keuangan memperkirakan suatu nilai intrinsik dari suatu aset dengan cara membandingkannya dengan perusahaan sejenis. Harga pasar (*market price*) merupakan komponen utama dalam metode valuasi ini, misalkan menggunakan P/ER (*price/earnings per share*), P/BV (*price/book value per share*), P/S (*price/sales per share*), dan P/CF (*price/cash flow per share*).

Metode *discounted cash flow* (DCF) adalah metode valuasi yang menggunakan konsep *time value of money*. Metode ini memperhitungkan seluruh arus uang yang mengalir di perusahaan baik itu laba maupun dividen perusahaan. Teori yang mendasari metode ini adalah seluruh uang yang mengalir di perusahaan pada masa yang akan datang (*future value*).

2.3 Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu membahas mengenai penelitian-penelitian yang sudah dilakukan sebelumnya terkait analisis fundamental untuk menghitung nilai intrinsik saham. Penelitian yang dilakukan oleh Aprilia et al. (2016) mengenai

pengambilan keputusan investasi berdasarkan penilaian harga saham yang dilakukan dengan metode *price earning ratio* (PER) pada saham di sektor pertambangan. Penelitian tersebut mengambil beberapa perusahaan sebagai sampel yaitu PT . Elnusa Tbk. (ELSA), PT. Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk. (PTBA), PT Radiant Utama Interinsco Tbk. (RUIS), dan PT Timah (Persero) Tbk. (TINS). Hasil dari penelitian tersebut yakni nilai intrinsik saham dari perusahaan-perusahaan sampel berada dalam kondisi yang *undervalued* atau nilai intrinsiknya yang lebih besar dibandingkan dengan harga pasarnya sampai akhir Desember 2015. Oleh karena itu saran yang diberikan oleh penulis terkait keputusan investasi pada sektor pertambangan adalah pembelian saham (*buy*).

Penelitian lain dilakukan oleh Wulandari et al. (2016) yang mengambil judul “Analisis Fundamental Menggunakan Pendekatan *Price Earnings Ratio* untuk Menilai Harga Intrinsik Saham untuk Pengambilan Keputusan Investasi Saham”. Studi tersebut dilakukan pada perusahaan yang sahamnya masuk indeks LQ45 periode 2010-2012 di BEI. Hasil dari penelitian yang menggunakan metode *Price Earnings Ratio* (PER) tersebut yaitu harga saham dari 10 perusahaan dalam kondisi *undervalued* dan 16 perusahaan lainnya dalam kondisi *overvalued*. Analisis fundamental dengan pendekatan PER digunakan oleh investor yang berorientasi pada investasi jangka panjang dan lebih mengutamakan perolehan dividen, sedangkan bagi investor yang lebih mengutamakan *capital gain*, disarankan untuk melakukan analisis teknikal dengan melihat pergerakan harga saham.

Masih menggunakan pendekatan yang sama yakni pendekatan dengan *Price Earnings Ratio* (PER), Anung, M. R. R. et al. (2016) juga melakukan penelitian yang serupa pada saham emiten yang terdaftar dalam Jakarta Islamic Index untuk periode 2012-2015. Berdasarkan penelitian tersebut, diperoleh hasil bahwa harga saham pada PT. AKR Corporindo, Tbk, PT Astra International, Tbk, dan PT Unilever Indonesia, Tbk berada dinilai terlalu mahal, karena nilai intrinsiknya lebih kecil dibandingkan dengan harga pasarnya (*overvalued*). Sedangkan nilai intrinsik saham pada PT United Tractors, Tbk dinilai terlalu murah (*undervalued*). Penilaian saham menggunakan pendekatan *Price Earnings Ratio* sudah banyak dilakukan pada penelitian-penelitian sebelumnya.

Selain menggunakan pendekatan PER dalam penilaian saham perusahaan, penelitian sebelumnya juga banyak yang menggunakan metode lain. Seperti yang dilakukan oleh Wijaya, A. P. (2015) yang menggunakan *Dividend Discount Model* (DDM) dan PER dalam melakukan analisis fundamental terhadap perusahaan sub sektor semen yang terdaftar dalam BEI periode 2011-2013. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan INTP, SMCB, dan SMGR. Berdasarkan hasil dari penelitian yang menggunakan model tingkat pertumbuhan dividen konstan tersebut, nilai intrinsik saham pada INTP, SMCB, dan SMGR berada dalam kondisi yang *undervalued*. Sehingga keputusan investasi yang disarankan adalah pembelian saham tersebut dan menahan saham tersebut bagi investor yang sudah memilikinya. Analisis fundamental dengan pendekatan DDM sesuai bagi investor-investor yang berorientasi pada penerimaan dividen. Sedangkan bagi

investor yang ingin menilai kewajaran saham dari sisi *earning per share*-nya maka dapat menggunakan pendekatan PER seperti yang sebelum-sebelumnya.

Brilliand, D. P. E. et al. (2016) melakukan penelitian yang serupa yakni melakukan analisis fundamental menggunakan metode *Dividend Discounted Model* (DDM) dan PER pada perusahaan multinasional sub sektor semen yang terdaftar di BEI periode 2013-2015. Perusahaan yang diteliti sama dengan perusahaan yang diteliti oleh Wijaya, A. P. (2015), hanya berbeda pada periodisasinya. Berdasarkan penelitian ini, untuk periode 2013-2015, nilai intrinsik saham pada INTP, SMGR, dan SMCB berada pada kondisi *undervalued*, sehingga direkomendasikan bagi investor untuk membeli saham tersebut.

Penelitian serupa juga dilakukan oleh Yuliah, Y. et al. (2019) yang mengambil judul penelitian “Analisis Nilai Saham dengan *Dividend Discount Model* (DDM)”. Studi kasus pada perusahaan tekstil dan garmen yang terdaftar di BEI tahun 2018. Perusahaan tekstil dan garmen yang membagikan dividen pada tahun 2018 sebanyak 5 perusahaan (BELL, PBRX, RICY, SRIL, dan TRIS), sedangkan 13 perusahaan lainnya memutuskan untuk tidak membagikan dividen pada tahun tersebut. Berdasarkan analisis dan pembahasan yang dilakukan, diperoleh kesimpulan bahwa nilai intrinsik saham BELL dan RICY lebih rendah dari nilai pasar yang artinya berada dalam kondisi *overvalued*, sedangkan nilai intrinsik saham pada perusahaan PBRX, SRIL, dan TRIS lebih tinggi dibandingkan dengan harga pasarnya, dan dapat dikatakan bahwa saham-saham tersebut berada dalam kondisi *undervalued*.

Penelitian terdahulu terkait dengan analisis fundamental nilai intrinsik saham juga dilakukan dengan metode *Discounted Cash Flow* (DCF) seperti yang telah dilakukan oleh Islami, G. R. (2020). Penelitian tersebut dilakukan pada perusahaan pertambangan periode 2015-2019. Perusahaan sektor pertambangan di BEI pada tahun 2015-2019 tercatat sebanyak 47 perusahaan, namun penelitian ini hanya mengambil sampel sebanyak 14 perusahaan yang telah difilter sebelumnya. Valuasi harga saham dilakukan dengan metode *Discounted Cash Flow* (DCF) dengan pendekatan *Free Cash Flow to Firm* (FCFF). Hasil dari penelitian tersebut yakni 13 dari 14 perusahaan yang menjadi sampel memiliki harga saham yang *undervalued*, dan terdapat 1 perusahaan yang *overvalued*. Pada penelitian ini, penulis menyebutkan adanya keterbatasan penelitian yaitu : (1) penggunaan FCFF dengan pendekatan arus kas operasi yang komponen perhitungannya sangat terbatas, sehingga keakuratan dari hasil penelitian kurang maksimal; dan (2) hanya menggunakan 14 perusahaan dari 47 perusahaan sektor pertambangan di BEI.

Penulisan karya tulis tugas akhir ini mengambil studi kasus pada PT Kalbe Farma Tbk dengan 2020 sebagai tahun dasarnya. Terdapat beberapa penelitian terdahulu terkait analisis fundamental pada PT Kalbe Farma Tbk. Iryani, D (2014) telah melakukan penelitian dengan judul “Analisis Fundamental dengan Pendekatan *Price Earnings Ratio* (PER) untuk Menilai Kewajaran Harga Saham dan Keputusan Investasi” dengan studi kasus pada sektor farmasi yang *listing* di BEI periode 2011-2013. PT Kalbe Farma Tbk merupakan salah satu perusahaan yang bergerak di sektor farmasi. Hasil dari penelitian tersebut adalah kondisi

saham *undervalued* pada PT Kalbe Farma, Tbk dan PT. Merek, Tbk. Sedangkan nilai saham pada PT. Tempo Scan Pasific, Tbk dinilai *overvalued*. Sehingga saran yang diberikan pada investor yang tertarik pada saham di PT Kalbe Farma Tbk adalah pembelian saham tersebut atau melakukan *buy*.

Selanjutnya penelitian serupa dilakukan oleh Lutfiana, A. et al. (2019) yang membuat analisis fundamental dengan pendekatan *Price Earnings Ratio* (PER) pada perusahaan sub sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI. Peneliti menggunakan sumber berupa laporan keuangan perusahaan tahun 2015 sampai 2017. Perusahaan-perusahaan yang dianalisis adalah PT. Delta Djakarta Tbk, PT. Indofood Sukses Makmur Tbk, PT. Kalbe Farma Tbk, PT. Multi Bintang Indonesia Tbk, PT. Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk, dan PT Tempo Scan Pasific Tbk. Dari penelitian tersebut diperoleh hasil bahwa nilai saham pada perusahaan PT. Delta Djakarta Tbk, PT. Multi Bintang Indonesia Tbk, dan PT Tempo Scan Pasific Tbk berada dalam kondisi *undervalued*, sedangkan sisanya berada dalam kondisi *correctly valued* atau yang biasa disebut dengan wajar. Sehingga rekomendasi yang diberikan bagi saham-saham yang wajar adalah melakukan penahanan saham (*hold*).

Sundara, R. J. et al. (2022) melakukan penelitian terkait analisa valuasi harga saham secara fundamental dengan pendekatan PER. Studi kasus ini dilakukan pada emiten industri konsumsi periode 31 Desember 2020. Perusahaan yang dijadikan sampel adalah GGRM, HMSP, ICBP, INDF, KLBF, dan UNVR yang semuanya menghasilkan nilai intrinsik yang sama dengan nilai pasarnya atau

harga saham berada dalam kondisi *correctly valued*, sehingga direkomendasikan untuk melakukan penahanan saham (*hold*).

Penelitian terdahulu atas analisis fundamental pada PT Kalbe Farma juga dilakukan dengan metode *Discounted Cash Flow* seperti yang dilakukan oleh Dailah dan Hendrawan (2021). Penelitian tersebut dilakukan pada perusahaan sub sektor farmasi pada tahun 2013-2020. Penelitian tersebut menggunakan dua metode yaitu DCF dan *relative valuation*. Pada penelitian tersebut dilakukan *forecasting* untuk tahun 2021-2025 yang menghasilkan penilaian harga saham PT Kalbe Farma Tbk dalam kondisi yang *undervalued*.

2.4 Pengembangan Hipotesis

Konsep pasar efisien pertama kali dikemukakan dan dipopulerkan oleh Fama (1970). Suatu pasar dapat dikatakan efisien apabila baik investor individu maupun institusi, akan mampu memperoleh *abnormal return*, setelah disesuaikan dengan risiko dan dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Pasar dikatakan efisien jika harga dalam pasar tersebut telah mencerminkan semua informasi yang relevan.

Seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya, terdapat tiga bentuk pasar modal yang efisien, yaitu efisiensi bentuk yang lemah (*weak form efficiency*), efisiensi bentuk setengah kuat (*semi strong form efficiency*), dan efisiensi bentuk kuat (*strong form efficiency*).

Berdasarkan beberapa penelitian yang telah dilakukan, beberapa di antaranya menghasilkan kesimpulan bahwa efisiensi pasar modal di Indonesia berbentuk lemah (*weak form efficiency*). Efisiensi pasar modal berbentuk lemah merupakan bentuk pasar modal yang harga pasarnya menggambarkan semua informasi masa lalu yang relevan, tidak termasuk informasi yang dipublikasikan (*public information*) dan informasi yang tidak dipublikasikan (*privat information*).

Hase, G. J. (2018) membuat suatu penelitian dengan judul “Pengujian Efisiensi Pasar Modal Indonesia Periode Juni 2009 – Juni 2015. Studi tersebut dilakukan pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Pengujian dilakukan tiga kali yakni pengujian *return* harian dari IHSG, pengujian *return* mingguan dari IHSG, dan pengujian *return* bulanan dari IHSG. Teknik yang digunakan dalam melakukan analisis ini diantaranya uji runtun, uji auto korelasi, dan uji unit akar. Berdasarkan penelitian tersebut diperoleh kesimpulan bahwa pasar modal Indonesia dikatakan efisien dalam bentuk yang lemah (*weak form efficiency*). Kesimpulan tersebut dibuat berdasarkan dua dari tiga pengujian yang dilakukan memperoleh hasil bahwa harga saham pada pasar modal Indonesia bergerak acak atau mengikuti pola *random walk*.

Penerapan model *Garch* (*Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity*) untuk menguji efisiensi pasar bentuk lemah periode 2016-2018 telah dilakukan oleh Yulianti, E. & Jayanti, D. (2020). Berdasarkan penelitian tersebut, diperoleh kesimpulan bahwa untuk periode 2015-2018 pergerakan *return* mengikuti pola *random walk*. Sehingga, direkomendasikan

untuk para investor untuk tidak menggunakan data-data pergerakan saham pada masa lalu sebagai bahan pertimbangan keputusan investasinya.

Pengujian serupa pernah dilakukan pada pasar modal syariah di Indonesia. Sulistiyani, T. (2022) melakukan pengujian efisiensi pasar modal syariah bentuk lemah dan setengah kuat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil yang diperoleh dari penelitian tersebut adalah pasar modal syariah termasuk efisien dalam bentuk lemah jika basis data yang diambil adalah informasi harga tahun 2014. Sedangkan jika menggunakan informasi kenaikan harga BBM pada tahun 2014, hasil yang diperoleh dari penelitian tersebut yakni pasar modal syariah termasuk efisien dalam bentuk yang setengah kuat.

Apabila masih terdapat perbedaan antara harga pasar dengan harga intrinsik suatu saham, maka pasar dikatakan belum mencapai efisiensi yang sempurna (Sari, 2020). Oleh karena itu, hipotesis yang dikembangkan pada penelitian ini adalah :

- H0 : Nilai intrinsik saham PT Kalbe Farma Tbk. sama dengan harga pasarnya.
- H1 : Nilai intrinsik saham PT Kalbe Farma Tbk. tidak sama dengan harga pasarnya.