



Contents lists available at [Elora Center](#)

Lentera Negeri

Journal homepage: <https://lentera.eloracenter.org/lentera>



Evaluasi kinerja investasi saham di bursa efek indonesia menggunakan metode capital asset pricing model

Elisabeth Riupassa^{*)}, Ennis Sarenah Kriekhoff, Albertus Lalaun

Politeknik Negeri Ambon, Indonesia

Article Info

Article history:

Received Aug 10th, 2026

Revised Aug 27th, 2026

Accepted Sep 22th, 2026

Keyword:

Capital asset pricing model,
Return saham,
Risiko sistematis,
Beta,
Kinerja investasi

ABSTRACT

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kinerja saham sektor perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menggunakan Capital Asset Pricing Model (CAPM). Penelitian menggunakan desain kuantitatif komparatif dengan teknik purposive sampling. Sampel terdiri atas saham PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk (BBRI), PT Bank Mandiri (Persero) Tbk (BMRI), dan PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk (BBNI), yang dipilih berdasarkan ketersediaan data harga penutupan bulanan secara lengkap selama periode penelitian. IHSG digunakan sebagai representasi return pasar. Data berupa harga penutupan bulanan periode Desember 2024–Desember 2025 diperoleh dari WalletInvestor. Analisis dilakukan dengan menghitung return aktual, beta, expected return berdasarkan CAPM, dan selisih antara return aktual dan expected return. Hasil penelitian menunjukkan bahwa return IHSG sebesar 22,13%, sedangkan return BBRI, BMRI, dan BBNI masing-masing sebesar -1,52%, -1,52%, dan 9,46%. Beta masing-masing saham sebesar 1,56, 1,30, dan 0,98, sementara expected return CAPM sebesar 31,57%, 27,19%, dan 21,79%. Seluruh saham menghasilkan return aktual di bawah expected return CAPM, dengan BBNI menunjukkan kinerja relatif terbaik. Temuan ini menunjukkan bahwa risiko sistematis yang lebih tinggi tidak selalu menghasilkan return aktual yang lebih tinggi dan bahwa CAPM memiliki keterbatasan dalam menjelaskan return aktual pada periode pengamatan.



© 2026 The Authors.

This is an open access article under the CC BY-NC-SA license
(<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0>)

Corresponding Author:

Elisabeth Riupassa,

seil.riupassa@gmail.com

Introduction

Pasar modal memiliki peran strategis dalam mendukung aktivitas investasi dan pembiayaan perusahaan melalui mekanisme perdagangan berbagai instrumen keuangan, termasuk saham (Putri et al., 2025; Sari et al., 2022). Bagi investor, saham menjadi salah satu alternatif investasi yang menawarkan peluang memperoleh return melalui kenaikan harga maupun pembagian dividen (Ilham & Kalimah, 2025). Namun, peluang memperoleh return tersebut selalu disertai dengan risiko yang perlu dipertimbangkan secara cermat. Perubahan kondisi ekonomi, kebijakan moneter, kinerja perusahaan, sentimen investor, serta dinamika pasar global dapat menyebabkan perubahan harga saham dan tingkat return yang diterima investor (Aridwianto et al., 2025; Yulianti et al., 2026). Kondisi tersebut menunjukkan adanya kesenjangan antara kondisi ideal dalam pengambilan keputusan investasi, yaitu memperoleh return yang sepadan dengan risiko yang ditanggung, dengan kondisi aktual pasar yang ditandai oleh fluktuasi harga dan ketidakpastian return. Oleh karena itu, evaluasi investasi perlu mempertimbangkan tidak hanya besarnya return aktual, tetapi juga tingkat risiko sistematis yang melekat pada suatu saham.

Dalam konteks Bursa Efek Indonesia (BEI), dinamika pasar saham dapat diamati melalui pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang merepresentasikan kondisi pasar secara umum (Ganefi et al., 2023; Sa'adah & Hidayat, 2024). Fluktuasi IHSG menunjukkan bahwa kondisi pasar mengalami perubahan dari waktu ke waktu, sementara masing-masing saham memiliki karakteristik return dan sensitivitas yang berbeda terhadap perubahan pasar (Riwu et al., 2024; Sholehah et al., 2026; Sunarya, 2020). Penelitian (Yulianto & Nurmalasari, 2026) menunjukkan bahwa inflasi dan suku bunga berpengaruh signifikan terhadap IHSG, sedangkan nilai tukar tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Secara simultan, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar berpengaruh terhadap IHSG selama periode Januari 2020 hingga Desember 2024, dengan adjusted R-squared sebesar 28,77%. Temuan tersebut memperlihatkan bahwa kinerja pasar saham Indonesia dipengaruhi oleh perubahan kondisi makroekonomi dan bahwa sebagian variasi pergerakan IHSG masih dipengaruhi oleh faktor lain di luar model. Dengan demikian, perubahan kondisi pasar tersebut perlu dilihat lebih lanjut pada tingkat individual saham, khususnya dalam kaitannya dengan risiko sistematis dan return yang diterima investor.

Salah satu pendekatan yang dapat digunakan untuk menganalisis hubungan antara risiko dan return adalah Capital Asset Pricing Model (CAPM). Model CAPM menjelaskan bahwa expected return suatu aset dipengaruhi oleh tingkat pengembalian bebas risiko, risiko sistematis yang diukur melalui beta, dan premi risiko pasar (Heikal, 2022; Rusdi et al., 2022). Beta menunjukkan tingkat sensitivitas return suatu saham terhadap perubahan return pasar. Semakin tinggi beta, semakin besar risiko sistematis yang harus ditanggung investor, sehingga secara teoritis semakin tinggi pula return yang diharapkan (Rasyad, 2022; Sukardi, 2020). Dengan karakteristik tersebut, CAPM dapat digunakan untuk mengestimasi expected return sekaligus mengevaluasi apakah return aktual suatu saham telah memberikan kompensasi yang sesuai terhadap risiko sistematisnya.

Penerapan CAPM dalam evaluasi investasi memungkinkan investor membandingkan actual return dengan expected return untuk menentukan posisi relatif suatu saham. Saham dengan actual return yang lebih tinggi daripada expected return dapat dikategorikan sebagai undervalued, sedangkan saham dengan actual return yang lebih rendah daripada expected return dapat dikategorikan sebagai overvalued (Gultom & Syafrina, 2022; Putra et al., 2023). Perbandingan tersebut memberikan perspektif yang berbeda dari sekadar mengamati perubahan harga saham karena memasukkan unsur risiko sistematis ke dalam evaluasi kinerja. Dengan demikian, saham dengan return aktual yang tinggi belum tentu menjadi pilihan investasi yang lebih baik apabila return tersebut diperoleh dengan tingkat risiko sistematis yang juga tinggi.

Meskipun CAPM telah banyak digunakan dalam penelitian pasar modal, penerapannya pada pasar emerging seperti Indonesia masih menghadapi persoalan kontekstual. Karakteristik pasar yang dipengaruhi oleh perubahan kondisi makroekonomi, volatilitas harga, tingkat likuiditas, dan sentimen investor dapat menyebabkan hubungan antara risiko sistematis dan return aktual tidak selalu sepenuhnya mengikuti prediksi teoritis CAPM. Penelitian terdahulu di BEI telah menunjukkan bahwa CAPM dapat digunakan untuk mengestimasi expected return dan mengidentifikasi saham undervalued maupun overvalued (Gultom & Syafrina, 2022; Putra et al., 2023). Namun, hasil evaluasi kinerja saham dapat berbeda menurut periode pengamatan dan karakteristik kelompok saham yang dianalisis (Ria, 2022; Urwah et al., 2024). Hal ini menunjukkan bahwa hasil penerapan CAPM pada suatu periode belum tentu dapat secara langsung menggambarkan kondisi pada periode lainnya. Dengan kata lain, masih terdapat kebutuhan untuk menguji kembali relevansi hubungan risiko-return CAPM pada kondisi pasar dan kelompok saham yang lebih spesifik.

State of the art penelitian mengenai pasar modal Indonesia menunjukkan bahwa sebagian penelitian lebih banyak menjelaskan dinamika IHSG berdasarkan faktor makroekonomi, sedangkan penelitian CAPM lebih berfokus pada pengukuran risiko sistematis dan estimasi expected return saham. Temuan mengenai pengaruh faktor makroekonomi terhadap IHSG menunjukkan bahwa kondisi pasar berubah mengikuti lingkungan ekonomi yang dihadapi investor, sementara penelitian CAPM menunjukkan bahwa karakteristik risiko masing-masing saham juga perlu dipertimbangkan dalam mengevaluasi kinerja investasi. Namun, kedua perspektif tersebut belum sepenuhnya menjelaskan bagaimana kinerja saham-saham unggulan BEI tercermin melalui hubungan antara actual return, risiko sistematis, dan expected return pada periode pasar tertentu. Kesenjangan tersebut menjadi penting karena penggunaan data dan periode pengamatan yang berbeda dapat menghasilkan estimasi beta, expected return, serta klasifikasi kinerja saham yang berbeda.

Selain itu, penelitian terdahulu masih menunjukkan keterbatasan dalam memberikan evaluasi yang terintegrasi terhadap kinerja saham berdasarkan beberapa komponen utama CAPM. Sebagian penelitian menitikberatkan pada pengaruh faktor ekonomi terhadap indeks pasar, sementara penelitian lainnya berfokus pada klasifikasi saham berdasarkan perbandingan actual return dan expected return (Dwijaya et al.,

2024). Kondisi tersebut menyisakan ruang penelitian untuk mengintegrasikan actual return, beta, expected return, dan selisih antara actual return dan expected return dalam mengevaluasi kinerja saham secara lebih sistematis (Erlangga et al., 2026). Penggunaan saham yang tergabung dalam IDX30 menjadi relevan karena indeks tersebut memiliki jumlah konstituen yang terbatas dan terdiri atas saham-saham dengan karakteristik perdagangan yang relatif aktif, sehingga dapat memberikan gambaran yang lebih terarah mengenai hubungan risiko dan return pada saham unggulan di BEI.

Periode tahun 2025 juga memberikan konteks empiris yang berbeda dari penelitian yang menggunakan periode Januari 2020 hingga Desember 2024. Setelah periode tersebut, evaluasi terhadap saham IDX30 diperlukan untuk mengetahui apakah hubungan risiko-return yang diprediksi oleh CAPM tetap menunjukkan pola yang konsisten dalam kondisi pasar yang lebih baru. Penggunaan data bulanan memungkinkan perubahan return saham dan return pasar diamati secara sistematis sehingga beta sebagai ukuran risiko sistematis dan expected return masing-masing saham dapat diestimasi berdasarkan kondisi pasar selama periode penelitian. Pendekatan ini sekaligus memungkinkan identifikasi saham yang memberikan actual return di atas atau di bawah tingkat return yang secara teoritis dipersyaratkan berdasarkan risiko sistematisnya.

Novelty penelitian ini terletak pada evaluasi terintegrasi kinerja saham IDX30 selama tahun 2025 melalui analisis actual return, beta, expected return berdasarkan CAPM, dan perbedaan actual return terhadap expected return untuk menguji kesesuaian hubungan risiko-return pada saham unggulan Bursa Efek Indonesia dalam periode pasar setelah 2020–2024. Dengan fokus pada kelompok saham IDX30 dan periode pengamatan tahun 2025, penelitian ini memberikan pembaruan kontekstual terhadap studi CAPM sebelumnya yang menggunakan kelompok saham dan periode pengamatan berbeda. Penelitian ini tidak hanya menghitung expected return, tetapi juga menghubungkan ukuran risiko sistematis dengan kinerja aktual saham untuk memberikan evaluasi yang lebih komprehensif mengenai posisi investasi masing-masing saham.

Berdasarkan research gap tersebut, penelitian ini bertujuan untuk mengevaluasi kinerja investasi saham yang tergabung dalam IDX30 di Bursa Efek Indonesia menggunakan metode Capital Asset Pricing Model selama periode penelitian tahun 2025. Secara khusus, penelitian ini menganalisis tingkat actual return saham, risiko sistematis yang direpresentasikan oleh beta, expected return berdasarkan CAPM, serta perbedaan antara actual return dan expected return. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan bukti empiris mengenai hubungan risiko dan return pada saham IDX30 serta mengidentifikasi saham yang memiliki kinerja relatif baik atau kurang baik berdasarkan prediksi CAPM. Secara praktis, temuan penelitian dapat menjadi bahan pertimbangan bagi investor dalam memilih alternatif investasi dengan mempertimbangkan keseimbangan antara return yang diperoleh dan risiko sistematis yang ditanggung.

Method

Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan deskriptif kuantitatif dengan metode Capital Asset Pricing Model (CAPM) untuk mengevaluasi kinerja saham perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). CAPM digunakan untuk menganalisis hubungan antara risiko sistematis yang direpresentasikan oleh beta saham dan return yang diharapkan. Kinerja saham dievaluasi dengan membandingkan return aktual dengan return yang diharapkan berdasarkan CAPM.

Periode pengamatan mencakup Januari–Desember 2025. Data Desember 2024 digunakan sebagai periode dasar untuk menghitung return Januari 2025. Analisis menggunakan data harga saham bulanan dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai representasi return pasar.

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah seluruh saham yang terdaftar di BEI selama periode penelitian. Sampel dipilih menggunakan teknik purposive sampling dan terdiri atas tiga saham perbankan, yaitu PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk (BBRI), PT Bank Mandiri (Persero) Tbk (BMRI), dan PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk (BBNI).

Kriteria pemilihan sampel meliputi: (1) saham terdaftar di BEI selama tahun 2025; (2) memiliki data harga bulanan yang lengkap dari Desember 2024 hingga Desember 2025; (3) memiliki data yang dapat digunakan untuk menghitung return dan beta terhadap IHSG; dan (4) merupakan perusahaan perbankan utama yang relevan untuk evaluasi kinerja sektor perbankan. Pemilihan tiga saham tersebut dimaksudkan

sebagai evaluasi terfokus dan tidak untuk merepresentasikan seluruh saham yang terdaftar di BEI secara statistik.

Sumber dan Pengumpulan Data

Penelitian menggunakan data kuantitatif sekunder berupa harga penutupan saham yang telah disesuaikan (adjusted closing price) BBRI, BMRI, dan BBNI serta data IHSG bulanan yang diperoleh dari WalletInvestor. Data mencakup Desember 2024 sampai Desember 2025, dengan Desember 2024 sebagai periode dasar dan dua belas observasi bulanan selama tahun 2025. Tingkat bebas risiko (risk-free rate/ R_f) menggunakan BI-Rate. Rata-rata BI-Rate selama tahun 2025 sebesar 5,27%. BI-Rate tercatat sebesar 5,75% pada Januari–April, 5,50% pada Mei–Juni, 5,25% pada Juli, 5,00% pada Agustus, dan 4,75% pada September–Desember 2025.

Teknik Analisis Data

Analisis dilakukan melalui empat tahap, yaitu perhitungan return saham dan pasar, estimasi serta pengujian beta, perhitungan return berdasarkan CAPM, dan evaluasi kinerja saham. Pertama, return bulanan masing-masing saham dan return pasar dihitung menggunakan rumus:

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

Keterangan: R_{it} adalah return saham i pada periode t , P_{it} adalah harga penutupan yang telah disesuaikan pada periode t , dan P_{it-1} adalah harga pada periode sebelumnya.

Return pasar tahunan dihitung berdasarkan perubahan IHSG dari Desember 2024 hingga Desember 2025 dengan rumus:

$$R_m = (IHSG \text{ Desember } 2025 - IHSG \text{ Desember } 2024) / IHSG \text{ Desember } 2024$$

Berdasarkan data IHSG, return pasar tahun 2025 sebesar 22,13%. Kedua, risiko sistematis diukur menggunakan beta dengan rumus:

$$\beta_i = Cov(R_i, R_m) / Var(R_m)$$

Beta juga dianalisis melalui regresi linear sederhana dengan persamaan:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Signifikansi beta diuji menggunakan statistik t dan nilai p pada tingkat signifikansi 5%. Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk menunjukkan proporsi variasi return saham yang dapat dijelaskan oleh pergerakan return pasar. Pengujian beta menggunakan dua belas observasi return bulanan sehingga menghasilkan 10 derajat kebebasan. Ketiga, return yang diharapkan berdasarkan CAPM dihitung menggunakan rumus:

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

Keterangan: $E(R_i)$ adalah return yang diharapkan dari saham i , R_f adalah tingkat bebas risiko, β_i adalah beta saham, dan R_m adalah return pasar. Selisih antara return pasar dan tingkat bebas risiko ($R_m - R_f$) merupakan premi risiko pasar.

Keempat, return aktual dibandingkan dengan return yang diharapkan berdasarkan CAPM. Selisih keduanya dihitung dengan rumus:

$$D_i = R_i - E(R_i)$$

Nilai D_i positif menunjukkan bahwa return aktual lebih tinggi daripada return yang disyaratkan CAPM, sedangkan nilai D_i negatif menunjukkan bahwa return aktual lebih rendah daripada return yang disyaratkan CAPM. Saham dengan return aktual lebih tinggi daripada return CAPM diklasifikasikan sebagai undervalued, sedangkan saham dengan return aktual lebih rendah diklasifikasikan sebagai overvalued. Klasifikasi tersebut hanya didasarkan pada kriteria CAPM dan tidak dimaksudkan sebagai penilaian terhadap nilai fundamental saham.

Prosedur Analisis

Prosedur penelitian dilakukan melalui tahapan pemilihan sampel, pengumpulan data harga saham dan IHSG, perhitungan return bulanan, estimasi dan pengujian beta, penentuan rata-rata BI-Rate sebagai tingkat bebas risiko, perhitungan return CAPM, perbandingan return aktual dengan return CAPM, serta klasifikasi dan evaluasi kinerja saham. Karena penelitian hanya menggunakan tiga saham yang dipilih secara purposive, hasil penelitian diinterpretasikan sebagai evaluasi terhadap BBRI, BMRI, dan BBNI dan tidak dimaksudkan sebagai representasi statistik seluruh saham yang terdaftar di BEI.

Results and Discussions

Perkembangan Return Saham dan IHSG

Penelitian ini mengevaluasi kinerja tiga saham perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk (BBRI), PT Bank Mandiri (Persero) Tbk (BMRI), dan PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk (BBNI), dengan menggunakan Capital Asset Pricing Model (CAPM). Periode pengamatan mencakup Januari sampai Desember 2025, dengan harga penutupan Desember 2024 digunakan sebagai periode dasar untuk menghitung return Januari 2025. IHSG digunakan sebagai proksi return pasar. Berdasarkan data harga penutupan yang telah disesuaikan, IHSG meningkat dari 7.079,90 pada Desember 2024 menjadi 8.646,94 pada Desember 2025. Dengan demikian, return pasar selama periode penelitian dihitung sebagai berikut:

$$R_m = (8.646,94 - 7.079,90) / 7.079,90 = 22,13\%$$

Hasil tersebut menunjukkan bahwa pasar saham Indonesia secara keseluruhan menghasilkan return positif sebesar 22,13% selama tahun 2025. Berbeda dengan kinerja pasar, ketiga saham perbankan menunjukkan kinerja yang lebih rendah. Harga BBRI menurun dari 3.490,68 pada Desember 2024 menjadi 3.437,63 pada Desember 2025, sehingga menghasilkan return sebesar -1,52%. BMRI juga mengalami penurunan dari 4.663,11 menjadi 4.592,01 dengan return sebesar -1,52%. Sementara itu, BBNI meningkat dari 3.647,09 menjadi 3.992,05 dan menghasilkan return sebesar 9,46%.

Tabel 1. Return Saham dan IHSG Tahun 2025

Instrumen	Harga Desember 2024	Harga Desember 2025	Return 2025
IHSG	7.079,90	8.646,94	22,13%
BBRI	3.490,68	3.437,63	-1,52%
BMRI	4.663,11	4.592,01	-1,52%
BBNI	3.647,09	3.992,05	9,46%

Hasil pada Tabel 1 menunjukkan bahwa tidak satu pun dari tiga saham perbankan yang diteliti mampu menghasilkan return yang lebih tinggi daripada return pasar. BBNI merupakan saham dengan return aktual tertinggi, yaitu 9,46%, sedangkan BBRI dan BMRI menghasilkan return negatif masing-masing sebesar -1,52%.

Estimasi Risiko Sistematis dan Statistik Inferensial

Risiko sistematis masing-masing saham diestimasi melalui regresi return bulanan saham terhadap return bulanan IHSG selama Januari–Desember 2025. Model regresi yang digunakan adalah:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Beta (β) menunjukkan sensitivitas return saham terhadap perubahan return pasar. Pengujian statistik dilakukan untuk mengetahui apakah beta yang diperoleh berbeda secara signifikan dari nol. Karena terdapat 12 observasi return bulanan dan dua parameter yang diestimasi, derajat bebas regresi adalah 10.

Tabel 2. Hasil Estimasi Regresi CAPM

Saham	Beta (β)	Standard Error	t-statistic	p-value	R ²	95% CI Beta
BBRI	1,5634	0,5174	3,022	0,0129	0,4773	0,4107–2,7162
BMRI	1,3003	0,4602	2,826	0,0180	0,4440	0,2750–2,3256
BBNI	0,9818	0,3835	2,560	0,0284	0,3959	0,1273–1,8362

Hasil regresi pada Tabel 2 menunjukkan bahwa ketiga saham memiliki beta positif dan signifikan secara statistik pada tingkat signifikansi 5%. BBRI memiliki beta sebesar 1,5634 dengan t-statistic 3,022 dan p-value 0,0129. Dengan demikian, hipotesis bahwa beta BBRI sama dengan nol ditolak. Interval kepercayaan 95% beta BBRI berada pada rentang 0,4107 hingga 2,7162. BMRI memiliki beta sebesar 1,3003 dengan standard error 0,4602. Nilai t-statistic sebesar 2,826 dan p-value sebesar 0,0180 menunjukkan bahwa beta BMRI signifikan secara statistik pada tingkat 5%. Interval kepercayaan 95% beta BMRI berada pada rentang 0,2750 hingga 2,3256. BBNI memiliki beta sebesar 0,9818 dengan standard error 0,3835. Nilai t-statistic sebesar 2,560 dan p-value sebesar 0,0284 juga menunjukkan bahwa beta BBNI signifikan secara statistik pada tingkat 5%. Interval kepercayaan 95% beta BBNI berada pada rentang 0,1273 hingga 1,8362.

Secara relatif, BBRI memiliki risiko sistematis paling tinggi dengan beta 1,5634, diikuti BMRI dengan beta 1,3003 dan BBNI dengan beta 0,9818. Beta BBRI dan BMRI yang lebih besar dari satu menunjukkan

bahwa return kedua saham tersebut secara relatif lebih sensitif terhadap perubahan return pasar. Sebaliknya, beta BBNI yang mendekati satu menunjukkan sensitivitas yang relatif sejalan dengan pergerakan pasar. Nilai R^2 menunjukkan kemampuan return pasar dalam menjelaskan variasi return masing-masing saham. Pada BBRI, R^2 sebesar 0,4773 menunjukkan bahwa 47,73% variasi return BBRI dapat dijelaskan oleh return IHSG dalam model regresi. Pada BMRI, nilai R^2 sebesar 0,4440 menunjukkan bahwa 44,40% variasi return dapat dijelaskan oleh return pasar. Sementara itu, R^2 BBNI sebesar 0,3959 menunjukkan bahwa 39,59% variasi return BBNI dapat dijelaskan oleh return IHSG. Dengan demikian, terdapat bagian variasi return yang tidak dijelaskan oleh faktor pasar dalam model CAPM.

Perhitungan Expected Return Berdasarkan CAPM

Risk-free rate yang digunakan dalam penelitian ini adalah rata-rata BI-Rate selama tahun 2025 sebesar 5,27%. Berdasarkan return pasar sebesar 22,13%, market risk premium yang digunakan dalam model adalah:

$$R_m - R_f = 22,13\% - 5,27\% = 16,86\%$$

Expected return masing-masing saham kemudian dihitung menggunakan persamaan CAPM, dengan menggunakan beta hasil estimasi regresi, diperoleh expected return sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 3.

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

Tabel 3. Expected Return Berdasarkan CAPM

Saham	Risk-Free Rate	Beta	Market Risk Premium	Expected Return CAPM
BBRI	5,27%	1,5634	16,86%	31,63%
BMRI	5,27%	1,3003	16,86%	27,20%
BBNI	5,27%	0,9818	16,86%	21,83%

Hasil perhitungan menunjukkan bahwa BBRI memiliki expected return tertinggi sebesar 31,63%. Nilai tersebut berkaitan dengan beta BBRI yang juga merupakan beta tertinggi di antara ketiga saham. BMRI memiliki expected return sebesar 27,20%, sedangkan BBNI memiliki expected return sebesar 21,83%. Pola tersebut menunjukkan hubungan positif antara beta dan return yang dipersyaratkan dalam kerangka CAPM: semakin tinggi risiko sistematis, semakin tinggi return yang dipersyaratkan investor.

Perbandingan Actual Return dan Expected Return

Untuk mengevaluasi posisi masing-masing saham berdasarkan CAPM, actual return dibandingkan dengan expected return. Deviasi return dihitung dengan persamaan dan hasil perbandingan actual return dan expected return disajikan pada Tabel 4

$$D_i = R_i - E(R_i)$$

Tabel 4. Perbandingan Actual Return dan Expected Return

Saham	Actual Return	Expected Return CAPM	Deviasi ($R_i - E(R_i)$)	Klasifikasi
BBRI	-1,52%	31,63%	-33,15%	Overvalued
BMRI	-1,52%	27,20%	-28,72%	Overvalued
BBNI	9,46%	21,83%	-12,37%	Overvalued

Tabel 4 menunjukkan bahwa actual return seluruh saham berada di bawah expected return yang dipersyaratkan CAPM. BBRI menghasilkan actual return sebesar -1,52%, sementara expected return CAPM mencapai 31,63%, sehingga terdapat deviasi negatif sebesar -33,15%. BMRI menghasilkan actual return sebesar -1,52% dibandingkan expected return sebesar 27,20%, dengan deviasi sebesar -28,72%. Sementara itu, BBNI menghasilkan actual return sebesar 9,46% dibandingkan expected return sebesar 21,83%, sehingga menghasilkan deviasi negatif sebesar -12,37%.

Berdasarkan kriteria CAPM yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu saham dikategorikan undervalued apabila actual return lebih tinggi daripada expected return dan overvalued apabila actual return lebih rendah daripada expected return, ketiga saham termasuk dalam kategori overvalued selama periode pengamatan. Meskipun demikian, terdapat perbedaan kinerja relatif di antara ketiga saham. BBNI menunjukkan kinerja aktual paling baik karena menghasilkan return tertinggi sebesar 9,46% dan memiliki deviasi negatif paling kecil sebesar -12,37%. Sebaliknya, BBRI memiliki deviasi negatif terbesar sebesar -33,15%, diikuti BMRI sebesar -28,72%.

Ringkasan Hasil Penelitian

Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan tiga temuan utama. Pertama, return IHSG sebesar 22,13% lebih tinggi dibandingkan return ketiga saham perbankan yang diteliti. Kedua, seluruh saham memiliki beta positif dan signifikan secara statistik, dengan BBRI memiliki risiko sistematis tertinggi, diikuti BMRI dan BBNI. Ketiga, actual return ketiga saham berada di bawah expected return CAPM sehingga berdasarkan kriteria penelitian seluruh saham dikategorikan overvalued. Temuan tersebut juga menunjukkan bahwa tingginya risiko sistematis tidak secara otomatis menghasilkan actual return yang lebih tinggi. BBRI memiliki beta tertinggi, tetapi menghasilkan actual return terendah bersama BMRI. Sebaliknya, BBNI memiliki beta terendah dan menghasilkan actual return tertinggi di antara ketiga saham. Hasil ini menjadi dasar untuk pembahasan lebih lanjut mengenai hubungan risiko sistematis dan return, keterbatasan CAPM dalam menjelaskan realized return, serta perbandingannya dengan temuan penelitian terdahulu.

Kinerja Return Saham Dibandingkan dengan Return Pasar

Hasil penelitian menunjukkan adanya perbedaan yang cukup besar antara return pasar dan return tiga saham perbankan yang dianalisis selama tahun 2025. IHSG menghasilkan return sebesar 22,13%, sedangkan BBRI dan BMRI masing-masing menghasilkan return sebesar -1,52% dan BBNI sebesar 9,46%. Dengan demikian, peningkatan return pasar tidak secara otomatis diikuti oleh peningkatan return seluruh saham individual. BBNI merupakan saham dengan kinerja relatif terbaik karena menghasilkan actual return tertinggi di antara ketiga saham, meskipun masih berada 12,67 poin persentase di bawah return pasar.

Temuan tersebut menunjukkan bahwa return pasar merupakan faktor penting dalam pembentukan return saham, tetapi bukan satu-satunya determinan. Dalam pendekatan CAPM, systematic risk direpresentasikan melalui beta yang menunjukkan sensitivitas return saham terhadap perubahan return pasar. Penelitian (Urwah et al., 2024) pada saham sektor perbankan Indonesia menunjukkan bahwa CAPM dapat digunakan untuk mengidentifikasi perbedaan antara actual return dan expected return serta mengelompokkan saham berdasarkan efisiensi investasinya. Dengan demikian, perbedaan antara return pasar dan return saham individual merupakan fenomena yang dapat terjadi meskipun saham berada dalam sektor yang sama.

Bukti empiris yang lebih spesifik pada sektor perbankan Indonesia juga memperlihatkan bahwa hubungan antara market risk dan stock return tidak selalu menghasilkan pola yang seragam. (Serepina & Siswantini, 2022), yang menganalisis 40 perusahaan perbankan Indonesia selama 2016–2020, menemukan bahwa CAPM mampu mengidentifikasi saham efisien, tetapi model Fama-French Three-Factor memberikan informasi tambahan dalam menjelaskan excess return saham perbankan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa market factor tetap relevan, tetapi karakteristik perusahaan dan faktor tambahan juga dapat berkontribusi terhadap variasi return.

Temuan tersebut semakin relevan dengan hasil penelitian ini karena BBRI, BMRI, dan BBNI menunjukkan actual return yang berbeda meskipun ketiganya merupakan perusahaan perbankan besar dan sama-sama memiliki hubungan positif dengan IHSG. Dengan demikian, perbedaan return saham dalam penelitian ini lebih tepat dipahami sebagai hasil interaksi antara systematic market risk dan faktor lain yang tidak dimasukkan dalam CAPM satu faktor.

Risiko Sistematis, Beta, dan Realized Return

Hasil estimasi regresi menunjukkan bahwa ketiga saham memiliki beta positif dan signifikan secara statistik pada tingkat 5%. BBRI memiliki beta sebesar 1,5634 dengan t-statistic 3,022 dan p-value 0,0129. BMRI memiliki beta sebesar 1,3003 dengan t-statistic 2,826 dan p-value 0,0180, sedangkan BBNI memiliki beta sebesar 0,9818 dengan t-statistic 2,560 dan p-value 0,0284. Dengan demikian, risiko sistematis yang diukur melalui beta memiliki hubungan positif dan signifikan dengan return saham selama periode observasi.

BBRI memiliki beta tertinggi sehingga menjadi saham yang paling sensitif terhadap perubahan return IHSG. BMRI juga memiliki beta di atas satu, sedangkan BBNI mempunyai beta yang mendekati satu. Akan tetapi, urutan beta tersebut tidak diikuti oleh urutan actual return. BBRI memiliki beta tertinggi tetapi menghasilkan return aktual -1,52%, sedangkan BBNI memiliki beta terendah tetapi menghasilkan return aktual tertinggi sebesar 9,46%. Temuan tersebut sejalan dengan penelitian Silaban et al. (2023) yang menunjukkan adanya variasi beta yang cukup besar pada saham perbankan Indonesia. Dalam penelitian tersebut, beta historis BBNI, BBRI, dan BMRI masing-masing mencapai 2,10434, 1,42862, dan 1,28249. Penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa perbedaan beta menghasilkan perbedaan expected return, tetapi hasilnya tetap bergantung pada data historis dan kondisi pasar yang digunakan.

Hasil penelitian ini juga konsisten dengan penelitian (Ardhaswara & Suarjaya, 2023), yang menganalisis 40 saham subsektor perbankan Indonesia dan menemukan variasi beta yang cukup besar, termasuk

keberadaan saham dengan beta di bawah nol, beta di bawah satu, dan beta di atas satu. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara beta dan expected return tidak selalu menghasilkan pola yang seragam dalam periode pengamatan tertentu.

Oleh karena itu, beta tidak dapat ditafsirkan sebagai jaminan bahwa saham dengan beta tinggi akan menghasilkan actual return yang lebih tinggi dalam setiap periode. Beta terutama menunjukkan sensitivitas saham terhadap risiko pasar, sedangkan actual return merupakan hasil realisasi selama periode tertentu. Perbedaan antara keduanya menjadi semakin mungkin ketika kondisi pasar mengalami perubahan atau ketika terdapat faktor risiko lain di luar market factor.

Kemampuan CAPM dalam Menjelaskan Return Saham

Nilai R^2 memberikan informasi tambahan mengenai kemampuan market return dalam menjelaskan variasi return masing-masing saham. R^2 BBRI sebesar 0,4773 menunjukkan bahwa 47,73% variasi return BBRI dapat dijelaskan oleh return IHSG dalam model. Untuk BMRI, R^2 sebesar 0,4440 menunjukkan bahwa 44,40% variasi return dijelaskan oleh pasar, sedangkan pada BBNI R^2 sebesar 0,3959 menunjukkan proporsi sebesar 39,59%. Hasil tersebut menunjukkan bahwa market return merupakan faktor penting dalam menjelaskan return saham, tetapi bukan satu-satunya faktor. Proporsi variasi yang tidak dijelaskan oleh model menunjukkan adanya kemungkinan pengaruh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam CAPM.

Bukti empiris pada perbankan Indonesia mendukung interpretasi tersebut. (Serepina & Siswantini, 2022) membandingkan CAPM dengan Fama-French Three-Factor Model pada 40 perusahaan perbankan Indonesia dan menemukan bahwa kedua pendekatan berpengaruh terhadap excess return, tetapi model multifaktor memberikan informasi tambahan dibandingkan pendekatan CAPM tunggal. Hasil tersebut memperkuat argumentasi bahwa market beta saja belum tentu cukup untuk menjelaskan seluruh variasi return saham perbankan.

Penelitian (Markowski, 2024) memberikan bukti yang lebih baru dari emerging markets. Studi tersebut menemukan bahwa model CAPM unconditional tidak secara konsisten menjelaskan cross-sectional return, sedangkan beta dan higher-order co-moments menjadi signifikan ketika kondisi pasar naik dan turun dianalisis secara terpisah. Temuan tersebut menunjukkan bahwa explanatory power CAPM dapat bergantung pada kondisi pasar dan karakteristik distribusi return. Dengan demikian, R^2 di bawah 50% pada ketiga saham dalam penelitian ini tidak berarti bahwa CAPM tidak berguna. Sebaliknya, hasil tersebut menunjukkan bahwa CAPM memiliki explanatory power parsial dan dapat digunakan sebagai benchmark untuk systematic risk, tetapi belum cukup untuk menjelaskan keseluruhan variasi realized return.

Hubungan Beta dengan Expected Return CAPM

Hasil perhitungan CAPM menunjukkan bahwa BBRI mempunyai expected return sebesar 31,63%, BMRI sebesar 27,20%, dan BBNI sebesar 21,83%. Pola tersebut konsisten dengan hubungan dasar CAPM, yaitu semakin tinggi systematic risk yang direpresentasikan oleh beta, semakin tinggi return yang dipersyaratkan. BBRI mempunyai beta tertinggi sebesar 1,5634 dan sekaligus memiliki expected return tertinggi sebesar 31,63%. BMRI mempunyai beta sebesar 1,3003 dengan expected return 27,20%, sedangkan BBNI memiliki beta sebesar 0,9818 dengan expected return 21,83%. Dengan demikian, hubungan antara beta dan expected return dalam penelitian ini sesuai dengan prediksi teoritis CAPM.

Hasil tersebut konsisten dengan penelitian (Silaban et al., 2023), yang menemukan bahwa perbedaan beta pada saham perbankan Indonesia menghasilkan perbedaan expected return. Dalam studi tersebut, BBNI, BBRI, dan BMRI memiliki beta lebih dari satu berdasarkan data historis, yang menunjukkan karakteristik saham agresif terhadap pergerakan pasar. Namun, expected return tidak boleh disamakan dengan realized return. Expected return merupakan return yang dipersyaratkan berdasarkan systematic risk dan market premium, sedangkan realized return merupakan return yang benar-benar diperoleh investor selama periode tertentu. Oleh karena itu, saham dengan expected return tertinggi tidak harus menjadi saham dengan actual return tertinggi.

Penelitian (Wiguna, 2025) memberikan bukti bahwa CAPM tetap dapat memiliki kemampuan prediktif dalam konteks pasar saham Indonesia. Pada saham syariah dalam IDX Sharia Growth periode 2022–2024, beta dan model CAPM menunjukkan kemampuan yang kuat dalam mengestimasi return, meskipun beberapa saham menghasilkan actual return yang berbeda dari return yang diprediksi.

Deviasi Actual Return dan Expected Return

Perbandingan actual return dengan expected return menghasilkan deviasi negatif pada seluruh saham. BBRI mempunyai actual return -1,52% dibandingkan expected return 31,63%, sehingga deviasinya sebesar -33,15%. BMRI mempunyai deviasi -28,72%, sedangkan BBNI memiliki deviasi -12,37%. Berdasarkan

kriteria CAPM yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu actual return yang lebih rendah daripada expected return, ketiga saham dikategorikan sebagai saham tidak efisien atau overvalued dalam kerangka evaluasi CAPM. Namun, istilah overvalued harus dipahami secara terbatas sebagai hasil perbandingan antara actual return dan required return CAPM, bukan sebagai bukti bahwa harga pasar saham secara fundamental lebih tinggi daripada intrinsic value perusahaan.

Interpretasi tersebut konsisten dengan penelitian Ardhaswara dan Suarjaya (2023), yang menggunakan perbandingan actual return dan expected return CAPM untuk menentukan saham yang dikategorikan undervalued atau overvalued. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa klasifikasi berdasarkan CAPM sangat bergantung pada hubungan antara return aktual dan return yang dipersyaratkan model selama periode penelitian.

Penelitian (Urwah et al., 2024) juga menunjukkan bahwa pendekatan CAPM dapat menghasilkan klasifikasi efisien dan tidak efisien pada saham sektor perbankan Indonesia. Studi tersebut menemukan 18 emiten efisien dan 16 emiten tidak efisien berdasarkan perbandingan actual return dengan expected return. Dengan demikian, deviasi negatif yang ditemukan pada ketiga saham dalam penelitian ini tidak harus ditafsirkan sebagai kegagalan CAPM. Hasil tersebut lebih tepat menunjukkan adanya perbedaan antara required return berdasarkan systematic risk dan realized return selama periode observasi.

Perbandingan dengan Penelitian pada Sektor Perbankan Indonesia

Temuan penelitian ini dapat dikontekstualisasikan dengan penelitian terbaru pada sektor perbankan Indonesia. (Silaban et al., 2023) menggunakan saham-saham dalam Infobank15 dan menemukan bahwa BBNI, BBRI, dan BMRI memiliki beta historis masing-masing sebesar 2,10434, 1,42862, dan 1,28249. Penelitian tersebut memperlihatkan bahwa saham perbankan memiliki tingkat sensitivitas terhadap pasar yang berbeda-beda.

Penelitian yang dilakukan oleh (Urwah et al., 2024) juga menemukan heterogenitas kinerja saham perbankan berdasarkan CAPM. Dari saham yang dianalisis, 18 saham dikategorikan efisien dan 16 saham tidak efisien. Temuan tersebut menunjukkan bahwa berada dalam subsektor perbankan yang sama tidak berarti seluruh saham mempunyai karakteristik risk-return yang sama.

Selanjutnya penelitian (Dwijaya et al., 2024) memberikan bukti tambahan melalui analisis saham BUMN di Indonesia. Dengan periode lima tahun, penelitian tersebut menemukan bahwa saham BUMN memiliki systematic risk yang relatif tinggi dan secara aktif merespons perubahan harga pasar. Pada sektor keuangan, BBRI dikategorikan tidak efisien, BBNI efisien, dan BMRI tidak efisien berdasarkan perbandingan return aktual dan expected return CAPM. Hasil tersebut menarik karena menunjukkan pola yang berbeda-beda bahkan pada saham yang sama ketika periode dan desain penelitian berubah. Oleh karena itu, hasil penelitian tahun 2025 yang menemukan ketiga saham berada di bawah expected return CAPM perlu dipahami sebagai temuan yang spesifik terhadap periode observasi, bukan sebagai karakteristik permanen BBRI, BMRI, atau BBNI.

Penelitian terbaru (Styawan et al., 2026) bahkan menemukan bahwa BBNI dikategorikan undervalued karena actual return lebih tinggi daripada return yang diprediksi CAPM. Temuan ini berbeda dengan penelitian sekarang, di mana BBNI justru memiliki actual return 9,46%, tetapi masih berada di bawah expected return 21,83%. Perbedaan tersebut semakin menegaskan bahwa klasifikasi CAPM dapat berubah sesuai periode, risk-free rate, market return, dan data saham yang digunakan.

Perbandingan dengan Evidence Emerging Markets

Evidence terbaru dari emerging markets menunjukkan bahwa hubungan antara beta dan return tidak selalu stabil. (Markowski, 2024) menemukan bahwa pengujian CAPM konvensional secara unconditional tidak selalu signifikan, sedangkan beta dan co-kurtosis menjadi lebih relevan ketika kondisi pasar naik dan turun diperhitungkan. Penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa hasil pengujian CAPM sensitif terhadap outlier dan market shocks.

Hasil penelitian (Hematizadeh & Tajaddini, 2024) juga menunjukkan bahwa hubungan antara faktor risiko dan return di emerging markets bersifat state-dependent. Dengan menggunakan State-Dependent International CAPM, mereka menemukan bahwa informasi dari faktor lokal dan faktor Amerika Serikat berubah menurut kondisi volatilitas pasar. Illiquidity menjadi faktor lokal yang signifikan, sedangkan respons terhadap pasar AS lebih terlihat pada kondisi bullish. Temuan tersebut relevan dengan penelitian ini karena periode 2025 hanya terdiri atas 12 observasi bulanan. Hubungan antara return saham dan IHSG yang terlihat dalam satu tahun dapat dipengaruhi oleh kondisi pasar tertentu dan belum tentu menggambarkan hubungan jangka panjang.

Bukti regional juga menunjukkan heterogenitas. Lalu (Susila et al., 2025) membandingkan saham sektor keuangan di enam negara ASEAN menggunakan CAPM dan menemukan bahwa tidak semua saham sektor keuangan berada dalam kategori efisien. Saham di Filipina dan Singapura seluruhnya dikategorikan tidak efisien, sedangkan Thailand menunjukkan hasil yang berbeda, dan negara-negara lainnya memperlihatkan hasil yang bervariasi. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kinerja saham sektor keuangan sangat bergantung pada karakteristik pasar dan negara. Dengan demikian, hasil penelitian ini konsisten dengan evidence emerging markets yang menunjukkan bahwa explanatory power CAPM bersifat kontekstual. Market beta tetap penting, tetapi kondisi pasar, liquidity, higher-order moments, dan faktor lokal dapat memberikan informasi tambahan.

Analisis Kinerja Relatif BBRI, BMRI, dan BBNI

Perbedaan ketiga saham memberikan temuan penting mengenai hubungan antara systematic risk dan realized return. BBRI memiliki beta tertinggi sebesar 1,5634 tetapi actual return sebesar -1,52%. BMRI memiliki beta sebesar 1,3003 dan actual return -1,52%, sedangkan BBNI memiliki beta terendah sebesar 0,9818 tetapi actual return tertinggi sebesar 9,46%.

Dengan demikian, BBNI dapat disebut sebagai saham dengan kinerja relatif terbaik dalam sampel berdasarkan actual return dan besarnya deviasi negatif terhadap expected return CAPM. Namun, kesimpulan tersebut hanya berlaku untuk periode penelitian dan indikator yang digunakan. Hal tersebut tidak berarti BBNI merupakan saham terbaik secara fundamental ataupun akan selalu menghasilkan return tertinggi. Temuan tersebut diperkuat oleh hasil penelitian (Dwijaya et al., 2024), yang menunjukkan bahwa saham BBRI, BBNI, dan BMRI dapat memiliki klasifikasi CAPM yang berbeda dalam satu periode pengamatan. BBRI dan BMRI dalam penelitian tersebut termasuk tidak efisien, sedangkan BBNI termasuk efisien.

Pada saat yang sama, (Styawan et al., 2026) menemukan BBNI sebagai saham undervalued dalam sampel lima saham perbankan Indonesia. Temuan ini berbeda dengan penelitian sekarang dan menunjukkan bahwa kinerja relatif saham dapat berubah ketika periode observasi dan parameter CAPM berubah. Karena penelitian ini tidak memasukkan ukuran perusahaan, book-to-market, liquidity, momentum, kondisi makroekonomi, maupun faktor fundamental bank, tidak dapat disimpulkan secara empiris bahwa faktor tertentu menyebabkan BBNI mengungguli BBRI dan BMRI. Perbedaan tersebut hanya dapat dinyatakan sebagai pola empiris yang ditemukan selama periode observasi.

Implikasi Teoretis

Secara teoretis, penelitian ini memberikan tiga implikasi utama. Pertama, beta yang positif dan signifikan pada ketiga saham memberikan dukungan terhadap proposisi dasar CAPM bahwa systematic risk berkaitan dengan required return. Kedua, perbedaan antara actual return dan expected return menunjukkan bahwa hubungan tersebut tidak cukup untuk menjelaskan seluruh realized return. Ketiga, hasil penelitian mendukung posisi CAPM sebagai single-factor benchmark, bukan sebagai model yang secara eksklusif menjelaskan seluruh variasi return saham.

Temuan (Serepina & Siswantini, 2022) menunjukkan bahwa model multifaktor dapat memberikan informasi tambahan pada saham perbankan Indonesia. Penelitian tersebut menemukan bahwa CAPM dan Fama-French Three-Factor Model sama-sama berkaitan dengan excess return, tetapi model multifaktor memberikan perspektif tambahan dalam mengevaluasi saham perbankan. Penelitian (Hematizadeh & Tajaddini, 2024; Markowski, 2024) semakin memperkuat pandangan bahwa asset pricing dapat bersifat conditional dan state-dependent. Dengan demikian, explanatory power CAPM standar perlu dipahami berdasarkan kondisi pasar, karakteristik risiko, dan periode observasi.

Implikasi Praktis

Bagi investor, hasil penelitian menunjukkan bahwa beta saja tidak cukup untuk menentukan saham dengan realized return tertinggi. BBRI memiliki beta paling tinggi dan consequently required return paling tinggi, tetapi actual return selama 2025 justru negatif. Sebaliknya, BBNI mempunyai beta lebih rendah tetapi menghasilkan actual return tertinggi dalam sampel. CAPM tetap dapat digunakan sebagai benchmark untuk memperoleh required return berdasarkan systematic risk. Namun, hasil penelitian menunjukkan bahwa investor tidak sebaiknya menginterpretasikan beta tinggi sebagai jaminan actual return tinggi.

Hasil penelitian pada bank digital Indonesia juga menunjukkan adanya perbedaan kinerja antarbank. Dalam penelitian (Santoso & Sasmiharti, 2025) juga menemukan bahwa tujuh dari delapan saham bank digital yang dianalisis dikategorikan efisien berdasarkan CAPM, sedangkan satu saham dikategorikan tidak efisien. Hal tersebut memperlihatkan bahwa bahkan dalam subsektor yang relatif homogen, hasil evaluasi CAPM dapat berbeda antarperusahaan. Oleh karena itu, investor sebaiknya menggunakan CAPM sebagai

salah satu alat evaluasi dan melengkapinya dengan analisis fundamental, liquidity, kondisi makroekonomi, dan model multifaktor ketika mengambil keputusan investasi.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, sampel hanya terdiri atas tiga perusahaan, yaitu BBRI, BMRI, dan BBNI. Ukuran sampel yang kecil membatasi external validity dan generalisasi hasil terhadap seluruh sektor perbankan Indonesia. Kedua, periode pengamatan hanya mencakup Januari–Desember 2025. Periode satu tahun dapat menyebabkan hasil beta dan hubungan return dengan pasar sensitif terhadap kondisi pasar tertentu. Penelitian (Markowski, 2024) menunjukkan bahwa hasil pengujian CAPM dapat berubah ketika kondisi pasar dan market shocks diperhitungkan. Ketiga, estimasi beta menggunakan 12 observasi return bulanan. Jumlah observasi tersebut relatif terbatas untuk menarik kesimpulan mengenai hubungan jangka panjang antara systematic risk dan return. Keempat, CAPM yang digunakan merupakan single-factor model yang hanya memasukkan market return sebagai faktor risiko. Nilai R^2 sebesar 47,73% untuk BBRI, 44,40% untuk BMRI, dan 39,59% untuk BBNI menunjukkan bahwa sebagian variasi return tidak dijelaskan oleh market factor. Kelima, penelitian tidak memasukkan faktor lain seperti size, book-to-market, momentum, liquidity, downside risk, kondisi makroekonomi, maupun karakteristik spesifik bank. Hal ini menjadi keterbatasan penting karena penelitian (Serepina & Siswantini, 2022) menunjukkan bahwa pendekatan multifaktor dapat memberikan informasi tambahan dalam menjelaskan excess return saham perbankan Indonesia. Keenam, klasifikasi overvalued dalam penelitian ini merupakan klasifikasi berdasarkan perbandingan actual return dan CAPM expected return. Klasifikasi tersebut tidak sama dengan penilaian intrinsic value perusahaan dan tidak dapat digunakan sebagai bukti bahwa harga saham secara fundamental terlalu mahal.

Rekomendasi Penelitian Mendatang

Penelitian selanjutnya perlu memperpanjang periode observasi agar mencakup beberapa tahun dan berbagai kondisi pasar. Perpanjangan periode akan meningkatkan jumlah observasi dan memungkinkan estimasi beta yang lebih stabil. Kedua, penelitian mendatang dapat memperluas sampel dengan memasukkan seluruh perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI atau membandingkan bank BUMN dan bank swasta. Perluasan sampel akan meningkatkan external validity dan memungkinkan pengujian cross-sectional yang lebih kuat. Ketiga, penelitian selanjutnya dapat membandingkan CAPM dengan multifactor models. Evidence dari (Serepina & Siswantini, 2022) menunjukkan bahwa Fama-French Three-Factor Model dapat memberikan informasi tambahan terhadap excess return saham perbankan Indonesia. Keempat, penelitian selanjutnya dapat menggunakan conditional CAPM atau state-dependent CAPM. (Hematizadeh & Tajaddini, 2024) menunjukkan bahwa hubungan antara faktor risiko dan return di emerging markets dapat berubah menurut kondisi volatilitas dan keadaan pasar. Kelima, penelitian berikutnya dapat memasukkan downside beta atau downside CAPM. Dalam penelitian (Markowski, 2024) menunjukkan bahwa downside risk dan higher-order moments dapat memberikan informasi tambahan dalam menjelaskan return emerging markets, terutama ketika kondisi pasar naik dan turun dianalisis secara terpisah. Keenam, penelitian mendatang dapat memasukkan faktor spesifik perbankan seperti capital adequacy ratio, non-performing loans, net interest margin, loan-to-deposit ratio, profitabilitas, dan ukuran perusahaan. Pendekatan tersebut akan membantu menjelaskan secara empiris mengapa actual return BBNI berbeda dari BBRI dan BMRI.

Secara keseluruhan, penelitian ini menunjukkan bahwa CAPM tetap relevan sebagai benchmark untuk menghubungkan systematic risk dengan required return. Namun, perbedaan yang cukup besar antara actual return dan expected return pada BBRI, BMRI, dan BBNI menunjukkan bahwa CAPM satu faktor belum mampu menjelaskan seluruh realized return selama 2025. Temuan tersebut konsisten dengan penelitian terbaru yang menunjukkan bahwa explanatory power CAPM dapat berubah menurut periode, kondisi pasar, karakteristik risiko, dan faktor tambahan yang digunakan dalam model. Dengan demikian, CAPM sebaiknya diposisikan sebagai titik awal evaluasi risiko-return, bukan sebagai satu-satunya dasar dalam menentukan kinerja atau nilai saham.

Conclusions

Penelitian ini bertujuan untuk mengevaluasi kinerja saham perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menggunakan Capital Asset Pricing Model (CAPM), khususnya dengan menganalisis hubungan antara risiko sistematis, expected return, dan actual return selama tahun 2025. Hasil penelitian menunjukkan bahwa CAPM memberikan bukti adanya hubungan positif antara risiko sistematis dan tingkat return yang disyaratkan, tetapi kemampuannya dalam menjelaskan actual return masih terbatas. Deviasi negatif yang konsisten antara actual return dan expected return CAPM pada saham BBRI, BMRI, dan BBNI

menunjukkan bahwa beta pasar saja belum mampu menangkap seluruh proses pembentukan return pada sektor perbankan Indonesia selama periode pengamatan. Kondisi tersebut tidak semata-mata menunjukkan bahwa saham mengalami overvaluation, tetapi mengindikasikan bahwa actual return dipengaruhi oleh kondisi pasar dan faktor risiko lain yang tidak tercakup dalam CAPM sebagai model satu faktor. Temuan ini sejalan dengan penelitian terbaru yang menunjukkan bahwa pendekatan multifaktor, risiko downside, dan model yang mempertimbangkan kondisi pasar tertentu dapat memberikan kemampuan penjelasan tambahan, khususnya pada pasar negara berkembang. Kontribusi penelitian ini terletak pada temuan bahwa hubungan antara risiko pasar dan expected return yang dihasilkan CAPM tidak selalu menghasilkan kemampuan prediksi yang akurat terhadap actual return dalam periode pengamatan yang relatif pendek. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya perlu memperluas periode dan jumlah sampel, membandingkan CAPM dengan Fama-French Three-Factor Model atau Five-Factor Model, serta melakukan analisis sensitivitas terhadap penggunaan risk-free rate dan periode estimasi beta. Pendekatan tersebut dapat memberikan pemahaman yang lebih kuat mengenai apakah deviasi return yang ditemukan merupakan fenomena sementara akibat kondisi pasar atau mencerminkan keterbatasan model CAPM dalam menjelaskan return saham di Bursa Efek Indonesia.

References

- Ardhaswara, I. D. M. A., & Suarjaya, A. A. G. (2023). Penerapan Metode Capital Asset Pricing Model dalam Menentukan Keputusan Investasi Saham. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 12(9), 1718–1728. <https://doi.org/10.24843/EEB.2023.v12.i09.p04>
- Aridwianto, A. F., Artasevia, D. A., Vianisa, N. M., Gumay, S., Lestari, V. A., & Maruddani, D. A. I. (2025). Optimasi Portofolio Capital Asset Pricing Model (Capm) Pada Indeks Bisnis-27. *J. Gaussian*, 14(2), 547–553. <https://doi.org/10.14710/j.gauss.14.2.547-553>
- Dwijaya, I. K. B., Kasim, M. Y., & Fitrianingsih, S. D. (2024). Measuring the Efficiency of State-Owned Stocks Using Capital Asset Pricing Model (CAPM). *Jurnal Nusantara Aplikasi Manajemen Bisnis*, 9(1), 152–167. <https://doi.org/10.29407/nusamba.v9i1.21162>
- Erlangga, B., Safitri, N., & Putri, A. (2026). Penerapan Capm Dalam Penilaian Risiko Saham Di Pasar Modal Indonesia. *Journal of Islamic Economics and Finance*, 2(3), 516–526. <https://doi.org/10.70248/joieaf.v2i3.3326>
- Ganefi, H. S., Prasetyono, A., & Amalia, M. R. (2023). Penilaian saham secara fundamental menggunakan metode dividend discount model dan price earning ratio untuk keputusan investasi. *Jurnal Riset Ekonomi Dan Bisnis*, 16(1), 68–80. <https://doi.org/10.26623/jreb.v16i1.6367>
- Gultom, E., & Syafrina, N. (2022). Penerapan Capital Asset Pricing Model Terhadap Keputusan Investasi Saham. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 12(1), 91–104. <https://doi.org/10.32502/jimn.v12i1.5325>
- Heikal, J. (2022). Investment Decision Using Capital Asset Pricing Model (CAPM) in Indonesia's Banking Sector. *Journal of Economics, Finance and Accounting Studies*, 4(4), 19–27. <https://doi.org/10.32996/jefas.2022.4.4.3>
- Hematizadeh, R., & Tajaddini, R. (2024). A State-Dependent International CAPM for Partially Integrated Markets: Using Local and US Risk Factors. *Global Finance Journal*, 62. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2024.101023>
- Ilham, M. A., & Kalimah, S. (2025). Analisis Penerapan Capital Asset Pricing Model dalam Pengambilan Keputusan Investasi Saham di Jakarta Islamic Index 70. *JIOSE: Journal of Indonesian Sharia Economics*, 4(1), 81–94. <https://doi.org/10.35878/jiose.v4i1.1397>
- Markowski, L. (2024). Conventional and Downside CAPM with Higher-Order Moments: Evidence from Emerging Markets. *Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 19(1), 93–138. <https://doi.org/10.24136/eq.2043>
- Putra, Y. P., Setiorini, H., & Suhendra, C. (2023). Analisis Keakuratan Capital Asset Pricing Model Dan Arbitrage Pricing Theory Dalam Memprediksi Return Saham (Studi Pada Perusahaan LQ 45 Di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2020). *EKOMBIS REVIEW: Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Bisnis*, 11(1), 839–848. <https://doi.org/10.37676/ekombis.v11i1.3254>
- Putri, F. A., Nurman, N., Aslam, A. P., Ramli, A., & Anwar, A. (2025). Penggunaan Capital Asset Pricing Model (CAPM) untuk Menilai Kelayakan Investasi pada Saham Indeks IDX30 di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2019-2023. *Jurnal Manajemen Dan Bisnis Ekonomi*, 3(2), 1–17. <https://doi.org/10.54066/jmbe-itb.v3i2.3025>
- Rasyad, M. I. (2022). Analysis of capital asset pricing model (CAPM) on health sector stocks as a growing sector during the pandemic. *Jurnal Ilmiah Econosains*, 20(1), 13–22. <https://doi.org/10.21009/2012022.2>

- Ria, R. (2022). Penggunaan model Capital Asset Pricing Model (CAPM) dalam pengambilan keputusan investasi pada saham Jakarta Islamic Index (JII). *Jurnal Ekonomi Kiat*, 33(2), 57–66. [https://doi.org/10.25299/kiat.2022.vol34\(1\).11555](https://doi.org/10.25299/kiat.2022.vol34(1).11555)
- Riwu, Y. F., Natonis, S. A., Kamuri, K. J., Faah, Y. S., & Manongga, I. R. A. (2024). Analisis Perbandingan Kinerja Dan Risiko Portofolio Optimal Saham Kompas 100 Menggunakan Single Index Model Dan Capital Asset Pricing Model Periode 2020-2023. *Bisman (Bisnis Dan Manajemen): The Journal of Business and Management*, 7(1), 112–123. <https://doi.org/10.36815/bisman.v7i1.3054>
- Rusdi, N. R., Tawe, A., Nurman, N., & Anwar, A. (2022). Analisis Capital Asset Pricing Model (Capm) Dalam Menentukan Keputusan Investasi Saham. *Indonesian Journal of Research in Economy*, 1(2), 125–136. <https://doi.org/10.51574/ijre.v1i2.517>
- Sa'adah, L., & Hidayat, T. (2024). Analisis Risiko dan Return Menggunakan Metode CAPM Terhadap Keputusan Investasi pada Indeks LQ45 Periode 2018-2022. *Jurnal Manajemen Dan Bisnis Ekonomi*, 2(1), 271–282. <https://doi.org/10.54066/jmbe-itb.v2i1.1165>
- Santoso, A., & Sasmiharti, S. (2025). Pengukuran Kinerja Saham Bank Digital di Indonesia dengan Model CAPM. *Eqien: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 14(3), 766–778. <https://doi.org/10.34308/eqien.v14i03.2047>
- Sari, M. L., Atmadjaja, Y. V. I., & Ferawati, I. W. (2022). Analysis of Share Investment Decision Making Using The Capital Asset Pricing Model (CAPM) Method in Companies Registered In IDX30 2018-2021 Period. *INVEST: Jurnal Inovasi Bisnis Dan Akuntansi*, 3(2), 184–193. <https://doi.org/10.55583/invest.v4i1.457>
- Serepina, S., & Siswantini, T. (2022). Analisis Capital Asset Pricing Model dengan Fama and French Three Factors Model terhadap Excess Return Saham Perbankan di Indonesia. *Jurnal Manajemen*, 14(2). <https://doi.org/10.30872/jmmn.v14i2.11195>
- Sholehah, I., Zamrizal, N. A., Rohman, D. F., & Yusmanianti, Y. (2026). ANALISIS RISIKO DAN RETURN STUDI APLIKASI CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM) PADA INDEKS LQ45. *Journal of Islamic Economics and Finance*, 2(3), 381–396. <https://doi.org/10.70248/joieaf.v2i3.3314>
- Silaban, A., Dharmawan, I. G. B. A., & Nilakusmawati, D. P. E. (2023). Analisis Keputusan Investasi pada Saham Perbankan Menggunakan CAPM dan CAPM-Monte Carlo. *Matematika*, 12(2). <https://doi.org/10.24843/MTK.2023.v12.i02.p413>
- Styawan, D. S., Azizah, I. N., & Lesmana, A. S. (2026). Asset Pricing Analysis of Five Indonesian Banking Stocks Using the Capital Asset Pricing Model. *Journal of Economics and Social Sciences (JESS)*, 5(2), 115–124. <https://doi.org/10.59525/jess.1999>
- Sukardi, H. A. (2020). Analisis Investasi Saham Pada Perusahaan Peraih Penghargaan Property Award 2018 Yang Listed Di BEI Dengan Menggunakan Capital Asset Pricing Model. *Jurnal Ekonomi*, 14, 54–64. <https://doi.org/10.36787/jei.v14i1.211>
- Sunarya, I. W. (2020). Penerapan Asset Pricing Model (CAPM) Terhadap Keputusan Investasi Pada Indeks LQ45 Periode 2017-2019. *Jurnal Muara Ilmu Ekonomi Dan Bisnis*, 4(1), 40–53. <https://doi.org/10.24912/jmieb.v4i1.7529>
- Susila, M. R., Nugroho, W. C., & Arini, D. (2025). A Comparative Analysis of Investment Feasibility in the Financial Sector Stocks Across ASEAN Countries Using the CAPM. *E-Jurnal Akuntansi*, 35(9). <https://doi.org/10.24843/EJA.2025.v35.i09.p17>
- Urwah, K. N., Farida, I., & Faozi, A. Z. (2024). Analisis Capital Asset Pricing Model (CAPM): Dasar pengambilan keputusan investasi saham pada perusahaan sektor perbankan. *Owner: Riset Dan Jurnal Akuntansi*, 8(1), 333–344. <https://doi.org/10.33395/owner.v8i1.1850>
- Wiguna, A. A. (2025). Evaluation of the CAPM Model in Estimating Sharia Stock Returns on the IDX Sharia Growth 2022–2024. *Southeast Asia Journal of Graduate of Islamic Business and Economics*, 4(3), 168–180. <https://doi.org/10.37567/sajgibe.v4i3.4584>
- Yulianti, E., Khairunnisa, A., Budianto, P. O., Humaira, S. A., & Hafidz, M. (2026). Analisis Pembentukan Portofolio Dan Pengambilan Keputusan Investasi Pada Saham Sub Sektor Food And Beverage Periode 2021–2025 Dengan Metode Capital Asset Pricing Model (CAPM). *Jurnal Akademik Ekonomi Dan Manajemen*, 3(2), 853–868. <https://doi.org/10.61722/jaem.v3i2.10775>
- Yulianto, Y., & Nurmalasari, N. (2026). Pengaruh inflasi, suku bunga, dan nilai tukar terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Indonesia. *Kompeten: Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Bisnis*, 4(4), 1466–1474. <https://doi.org/10.57141/kompeten.v4i4.237>