

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Pasar Modal

2.1.1 Perkembangan Pasar Modal di Indonesia

Pasar modal Indonesia ada pada jaman pemerintah Hindia Belanda yang mendirikan Bursa Efek di Jakarta pada tahun 1912. Efek-efek yang diperdagangkan pada bursa ini meliputi saham dan obligasi yang diterbitkan perusahaan milik Belanda yang beroperasi di Indonesia, obligasi pemerintah Hindia Belanda dan efek-efek Belanda lain. Pendirian Bursa Efek oleh pemerintah Hindia Belanda pada masa itu bertujuan untuk memobilisasi dana dalam rangka membiayai perkebunan milik Belanda yang pada saat itu sedang dikembangkan di Indonesia secara besar-besaran.

Bursa efek tak hanya didirikan di Jakarta, tapi juga diikuti dengan pendirian di daerah Semarang dan Surabaya pada tahun 1925. Bursa efek yang didirikan ini berkembang cukup pesat karena adanya pengalaman sebelumnya pada bursa efek di Belanda. Namun, perkembangan dari bursa efek yang didirikan pemerintah Hindia Belanda ini terhenti karena adanya Perang Dunia Kedua. Pada tahun 1950, bursa efek aktif kembali ditandai dengan dikeluarkannya obligasi Pemerintah RI. Pemerintah memantapkan keberadaan bursa efek dengan mengeluarkan undang-undang darurat tentang Bursa No.13 Tahun 1951, yang selanjutnya ditetapkan dengan undang-undang No. 15 Tahun 1952. Penyelenggaraan bursa efek dilakukan oleh Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek-Efek (PPUE) dimana Bank Indonesia terlibat sebagai penasihatnya. Untuk lebih memantapkan pelaksanaan pasar modal di Indonesia, maka dikeluarkanlah Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

Pengaktifan kembali bursa efek pada masa itu tidak memberikan perkembangan yang signifikan. Keadaan tersebut berlangsung hingga dekade 1970-an. Pada tanggal 10 Agustus 1977, pemerintah akhirnya memulai usahanya

untuk mengaktifkan kembali pasar modal di Indonesia, dengan membentuk Badan Pelaksana Pasar Modal (BAPEPAM). Pada tahun 1991, nama Badan Pelaksana Pasar Modal berubah nama menjadi Badan Pengawas Pasar Modal. Tujuan diaktifkannya kembali pasar modal ini adalah untuk memacu pertumbuhan ekonomi melalui mobilisasi dana untuk memenuhi pembiayaan pembangunan agar tidak tergantung pada sektor perbankan. Usaha pengaktifan kembali pasar modal kali ini cukup berhasil, ditandai dengan 23 perusahaan telah melakukan emisi saham dan 1 perusahaan melakukan emisi obligasi dengan nilai emisi mencapai Rp 117 miliar pada tahun 1983.

Pemerintah melakukan banyak usaha untuk menarik minat perusahaan agar mau melakukan emisi. Usahnya antara lain pemberian keringanan atas pajak perseroan (Pps) sebesar 10% - 20% selama 5 tahun sejak perusahaan tersebut *go public*, dan meniadakan pajak pendapatan bagi para WNI yang membeli saham melalui pasar modal atas *capital gain* yang didapatkan, pajak bunga, dividen, royalti, dan pajak kekayaan atas nilai saham atau bukti kepemilikan modal. Namun sayangnya, pada tahun 1983-1987 pasar modal Indonesia kembali lesu. Hal ini bisa terlihat pada periode tersebut, jumlah perusahaan yang melakukan emisi saham tidak berubah yakni 23 perusahaan, sedangkan jumlah perusahaan yang melakukan emisi obligasi meningkat hanya 3 perusahaan. Kelesuan pada pasar modal di periode ini disebabkan oleh ketatnya persyaratan dan tata cara emisi. Adapun ketentuan-ketentuan emisi tersebut meliputi:

- a. Rasio laba bersih dengan modal sendiri untuk tahun terakhir minimal 10%.
- b. Penetapan harga saham diteliti BAPEPAM.
- c. Pemeriksaan secara ketat dan intensif oleh BAPEPAM terhadap emiten.

Untuk memacu kembali pasar modal, pemerintah melakukan deregulasi di sektor keuangan dan perbankan termasuk pasar modal. Deregulasi yang dianggap sangat mempengaruhi perkembangan pasar modal antara lain adalah Pakto 27, 1988 dan Pakdes 20, 1988. Sebelum itu telah dikeluarkan Paket 24 Desember

1987 yang berkaitan dengan usaha pengembangan pasar modal meliputi pokok-pokok sebagai berikut:

- a. Kemudahan syarat *go public* antara lain laba tidak harus mencapai 10%.
- b. Diperkenalkannya Bursa Paralel.
- c. Penghapusan *fee* pendaftaran dan pencatatan di Bursa yang sebelumnya dipungut BAPEPAM.
- d. Investor asing boleh membeli saham yang *go public*.
- e. Saham boleh diterbitkan atas unjuk.
- f. Batasan fluktuasi harga saham di Bursa Efek sebesar 4% dari kurs sebelumnya ditiadakan.
- g. Proses emisi harus sudah diselesaikan BAPEPAM dalam waktu selambat-lambatnya 30 hari sejak dilengkapinya persyaratan.

Dalam Pakto 27, 1988 yang berkaitan dengan usaha pengembangan pasar modal antara lain adalah dinaikkannya pajak atas bunga deposito atau tabungan secara final sebesar 15%. Dengan adanya ketentuan tersebut maka, perpajakan di pasar uang dan pasar modal diperlakukan sama. Sementara itu, Pakdes 88 memberikan kemudahan kepada perusahaan swasta untuk menyelenggarakan Bursa Efek swasta dan diperkenalkannya *company listing* yang memungkinkan perusahaan-perusahaan dapat mencatatkan seluruh saham yang ditempatkan dan disetor penuh di Bursa. Deregulasi yang dilakukan pemerintah membawa hasil yang baik. Hal ini ditunjukkan oleh meningkatnya minat emiten maupun investor terhadap pasar modal di Indonesia, hal ini tercermin dalam peningkatan emisi saham maupun obligasi serta naiknya kapitalisasi dana.

Pada tanggal 22 Mei 1995, pasar modal di Indonesia mulai menggunakan sistem otomatisasi perdagangan yang dilaksanakan dengan sistem komputer JATS (*Jakarta Automated Trading System*). Selanjutnya pada tahun 2000 BEJ mulai mengaplikasikan Sistem Perdagangan Tanpa Warkat (*scripless trading*) dan pada tahun 2002 BEJ mengaplikasikan sistem perdagangan jarak jauh (*remote trading*). Pada tahun 2007, akhirnya Bursa Efek Surabaya yang sudah merger dengan Bursa

Paralel pada tahun 1995 kembali melakukan penggabungan dengan Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan berubah nama Bursa Efek Indonesia (BEI).

2.1.2 Instrumen Pasar Modal

Instrumen pasar modal meliputi surat-surat berharga yang biasa diperjual belikan melalui pasar modal. Instrumen pasar modal yang sekarang ini diperjual belikan di Bursa Efek Indonesia adalah saham, obligasi, dan *rights*.

- **Saham**

Saham adalah surat bukti atau tanda kepemilikan bagian modal pada suatu perseroan terbatas. Saham dapat diterbitkan dengan cara atas nama atau atas unjuk. Saham dapat dibedakan menjadi 2 bentuk, yaitu saham preferen (*preferred stock*) dan saham biasa (*common stock*). Perbedaan antara kedua jenis saham tersebut antara lain:

Saham biasa (*common stock*) :

- a. Dividen dibayarkan sepanjang perusahaan memperoleh laba.
- b. Memiliki hak suara.
- c. Hak memperoleh pembagian kekayaan perusahaan setelah semua kewajiban perusahaan dilunasi.

Saham Preferen (*preferred stock*)

- a. Memiliki hak paling dahulu memperoleh dividen.
- b. Tidak memiliki hak suara.
- c. Dapat mempengaruhi manajemen perusahaan terutama dalam pencalonan pengurus.
- d. Memiliki hak pembayaran maksimum sebesar nilai nominal saham lebih dahulu setelah kreditor apabila perusahaan dilikuidasi.
- e. Kemungkinan dapat memperoleh tambahan dari pembagian laba perusahaan disamping penghasilan yang diterima secara tetap.

Saham biasa dapat dibedakan dalam berbagai jenis antara lain sebagai berikut:

- a. Saham unggul (*blue chips*). Yaitu saham yang diterbitkan oleh perusahaan besar dan terkenal yang lebih lama memperlihatkan kemampuannya memperoleh keuntungan dan pembayaran dividen.
- b. *Growth stock*. Yaitu saham yang dikeluarkan oleh perusahaan yang baik penjualannya, perolehan laba, dan pangsa pasarnya mengalami perkembangan yang sangat cepat dari rata-rata industri.
- c. *Emerging growth stock*. Yaitu saham yang dikeluarkan oleh perusahaan yang relatif lebih kecil dan memiliki daya tahan meskipun dalam kondisi ekonomi yang kurang mendukung. Harga jenis saham ini biasanya berfluktuasi.
- d. *Income stock*. Yaitu saham yang membayar dividen melebihi jumlah rata-rata pendapatan.
- e. *Cyclical stock*. Yaitu saham perusahaan yang keuntungannya berfluktuasi dan sangat dipengaruhi oleh siklus usaha dan kondisi ekonomi.
- f. *Defensif stock*. Yaitu saham perusahaan yang dapat bertahan dan tetap stabil dari suatu periode atau kondisi yang tidak menentu dan resesi.
- g. *Speculative stock*. Pada dasarnya saham biasa yang diperdagangkan di Bursa Efek merupakan *speculative stock*, karena ketika investor membeli saham, mereka tidak mengetahui dengan pasti tingkat pengembalian yang mereka peroleh.

- **Right**

Right merupakan hak yang diberikan kepada pemegang saham lama untuk membeli tambahan saham baru yang diterbitkan oleh suatu perusahaan.

- **Obligasi**

Obligasi adalah bukti utang dari emiten yang dijamin oleh penanggung yang mengandung janji pembayaran bunga atau janji lainnya serta pelunasan pokok pinjaman yang dilakukan pada saat jatuh tempo.

2.2 Investasi

Investasi adalah upaya untuk menunda konsumsi di masa sekarang dan menempatkan dananya pada suatu aset selama periode tertentu untuk mendapatkan tingkat pengembalian (*return*) tertentu di masa yang akan datang. Investor akan terlebih dahulu menentukan tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) atas investasinya di masa yang akan datang. Tentu saja tingkat pengembalian yang investor harapkan tidak sepenuhnya dapat tercapai. Hal ini disebabkan banyaknya ketidakpastian dalam berinvestasi. Atas berbagai ketidakpastian yang mungkin terjadi inilah, maka investor terlebih dahulu harus melakukan analisis investasi agar dapat meminimumkan risiko atas ketidakpastian yang terjadi. Analisis yang perlu dilakukan dapat meliputi analisis fundamental maupun analisis teknikal.

Analisis fundamental dapat mencakup analisis terhadap keadaan perekonomian dari suatu negara yang dapat mempengaruhi kinerja dari perusahaan. Setelah analisis perekonomian, investor harus menganalisis kondisi industri dari perusahaan yang akan dipilih. Terakhir, investor harus menganalisis kondisi dari perusahaan tersebut. Untuk melihat kondisi perusahaan, investor dapat menganalisis rasio-rasio keuangan dari perusahaan yang bersangkutan.

Investor di pasar modal umumnya dapat dikategorikan menjadi dua, yaitu investor yang melakukan transaksi dengan tujuan mendapatkan keuntungan dari perdagangan saham (*capital gain*) yaitu mendapatkan keuntungan dari selisih pembelian dan penjualan saham. Investor jenis ini memiliki tujuan investasi jangka pendek. Kategori investor yang kedua adalah investor yang mengharapkan dividen sebagai sumber penghasilan atau pengembalian mereka. Investor jenis ini menggunakan investasi untuk tujuan jangka panjang.

Investor yang berinvestasi pada saham perlu mengamati peristiwa yang bisa mempengaruhi perubahan harga saham. Perubahan harga saham dapat disebabkan oleh adanya permintaan dan penawaran saham di pasar maupun oleh peristiwa yang berkaitan dengan perusahaan. Perubahan harga saham yang terus

menerus dari waktu ke waktu akan ditangkap oleh para investor sebagai informasi yang dapat mempengaruhi investor dalam berinvestasi.

Suatu informasi atau peristiwa dapat memberikan dampak, jika informasi tersebut dapat mempengaruhi investor untuk melakukan transaksi yang pada akhirnya mampu mempengaruhi perubahan harga saham dan volume perdagangan pada suatu pasar modal. Informasi yang ada akan menuai reaksi sesuai dengan ekspektasi dan analisis dari investor. Reaksi yang terjadi dapat bersifat sementara maupun jangka panjang. Jika terdapat informasi suatu perusahaan mampu menghasilkan laba yang bagus, maka sinyal ini dapat digunakan oleh investor untuk memprediksi arus kas perusahaan di masa mendatang. Untuk itu, setiap emiten diwajibkan untuk mempublikasikan kinerja perusahaan dalam bentuk laporan keuangan dan besarnya dividen yang dikeluarkan. Dengan dipublikasikannya laporan keuangan suatu perusahaan, investor dapat melihat kondisi perusahaan dan selanjutnya menganalisis perusahaan untuk tujuan pemilihan investasi.

Di dalam pasar modal terdapat konsep efisiensi pasar yang menyebutkan bahwa harga saham yang ada merupakan cerminan dari seluruh informasi yang tersedia, sehingga informasi yang ada akan direspon oleh para investor. Terdapat tiga kategori konsep efisiensi pasar, yaitu (Elton, et al:2007)

1. *Weak form* dimana informasi mengenai harga saham di masa lalu mencerminkan atau dapat menjelaskan harga saham sekarang.
2. *Semistrong form* dimana informasi publik mengenai perusahaan mencerminkan kondisi harga saham sekarang.
3. *Strong form* dimana informasi baik yang berupa publik atau privat dari satu perusahaan mencerminkan kondisi harga saham sekarang.

Informasi yang baik mengenai suatu perusahaan, menyebabkan harga saham akan meningkat, demikian pula sebaliknya jika terdapat informasi yang kurang baik terhadap perusahaan, maka akan menurunkan harga saham perusahaan tersebut.

2.3 Tingkat Pengembalian (*Return*) Saham

Capital Market Theory menjelaskan perilaku investor dalam melakukan pengambilan keputusan berinvestasi. Investor akan mempertimbangkan 2 faktor penting dalam mengambil keputusan berinvestasi, yaitu besarnya tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dan risiko. Tingkat pengembalian dari suatu saham dapat diperoleh dari dividen yang dibayarkan oleh perusahaan dan *capital gain* dari selisih harga jual dan harga jual beli saham.

Chris Brooks dalam bukunya *Introductory Econometrics for Finance* menjelaskan 2 metode perhitungan *return* yang diperoleh dari perubahan harga saham, yaitu *simple returns* dan *continuously compounded returns*. Adapun formula perhitungan untuk masing-masing metode adalah sebagai berikut:

Simple returns:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (2.1)$$

Continuously compounded returns:

$$r_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \quad (2.2)$$

Keterangan:

R_t = *Simple returns* pada periode t

r_t = *Continuously compounded returns* pada periode t

P_t = Harga saham pada periode t

P_{t-1} = Harga saham pada periode t-1

Investor akan mengambil keputusan untuk membeli suatu saham jika suatu saham diprediksi akan meningkat, sehingga investor tersebut akan mendapatkan

tingkat pengembalian yang melebihi standar minimum *return* yang mereka tetapkan. Ketika saham diprediksi akan naik dan akan menghasilkan tingkat pengembalian yang menguntungkan bagi investor, maka permintaan terhadap saham akan meningkat yang pada akhirnya akan meningkatkan harga saham tersebut. Sebaliknya jika suatu saham diprediksi tidak akan memberikan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor, maka permintaan akan suatu saham akan menurun. Para investor akan cenderung menjual saham yang mereka anggap tidak mampu memenuhi tingkat pengembalian yang mereka harapkan. Hal ini dapat menyebabkan harga saham turun.

2.4 Risiko (*Risk*)

Pertimbangan investor dalam berinvestasi selain pertimbangan dari sisi besarnya tingkat pengembalian yang akan diterima, investor juga mempertimbangkan risiko yang mereka hadapi. Risiko adalah ketidakpastian mengenai tingkat pengembalian di masa yang akan datang (Bodie et al: 2007). Risiko yang dihadapi investor erat kaitannya dengan fluktuasi harga dari suatu saham. Risiko yang mungkin dihadapi investor antara lain (Dahlan Siamat: 2001):

a. Risiko bisnis (*business risk*)

Risiko bisnis adalah risiko yang terjadi karena menurunnya kemampuan memperoleh laba sehingga akan mengurangi kemampuan perusahaan membayar bunga dan dividen, sehingga dapat memicu menurunnya harga saham.

b. Risiko tingkat bunga (*interest risk*)

Naiknya tingkat suku bunga akan menekan harga surat-surat berharga di pasar modal termasuk saham. Investor akan lebih memilih untuk menanamkan dananya pada deposito atau tabungan. Risiko naiknya tingkat suku bunga akan menurunkan harga-harga di pasar modal.

c. Risiko pasar (*market risk*)

Apabila keadaan pasar sedang *bullish* maka pada umumnya harga saham di pasar modal akan mengalami peningkatan, begitu pula sebaliknya jika kondisi pasar sedang lesu (*bearish*) maka harga saham di pasar modal akan mengalami penurunan. Perubahan psikologi pasar inilah yang menyebabkan perubahan harga pada instrumen pasar modal terlepas dari adanya perubahan fundamental atas kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba.

d. Risiko likuiditas (*liquidity risk*)

Risiko likuiditas adalah risiko yang berkaitan dengan kemampuan surat berharga untuk dapat segera diperjual belikan tanpa mengalami kerugian yang signifikan.

Pada umumnya, risiko dihitung dari penyimpangan tingkat pengembalian aktual yang diterima dengan tingkat pengembalian yang diharapkan sebagai akibat terjadinya kemungkinan sukses atau gagalnya investasi yang dilakukan. Risiko dari suatu saham bisa diukur dari varian atau standar deviasi. Dengan adanya risiko dari ketidakpastian dalam berinvestasi pada saham, maka para investor tidak hanya harus mempertimbangkan tingkat pengembalian yang akan mereka terima tetapi juga harus mempertimbangkan risiko yang akan mereka hadapi dalam pencapaian tingkat pengembalian tersebut.

Risiko investasi dapat dibagi juga menjadi dua, yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsytemaatik risk*). Risiko sistematis merupakan risiko yang dihadapi oleh semua pelaku ekonomi. Risiko sistematis ini dipengaruhi oleh faktor makro yang mempengaruhi semua perusahaan. Sedangkan risiko tidak sistematis merupakan risiko yang dihadapi oleh sebagian kecil perusahaan atau kelompok perusahaan tertentu saja. Risiko tidak sistematis dipengaruhi oleh faktor mikro yang terdapat pada perusahaan atau industri tertentu seperti adanya perubahan struktur modal, perubahan struktur aktiva, penurunan penjualan, sehingga risiko ini hanya mempengaruhi perusahaan itu

saja. Risiko tidak sistematis ini bisa diminimumkan dengan melakukan diversifikasi.

2.5 Inflasi

Inflasi adalah gejala kenaikan harga barang-barang yang bersifat umum dan terus menerus (Pratama Rahardja, Mandala Manurung: 2004). Kenaikan harga suatu komoditas belum dikatakan inflasi jika kenaikan tersebut tidak menyebabkan harga-harga secara umum naik. Kenaikan harga yang bersifat umum juga belum akan menimbulkan inflasi jika terjadinya hanya sesaat. Karena itu perhitungan inflasi dilakukan dalam rentang waktu minimal bulanan. Sebab dalam sebulan akan terlihat apakah kenaikan harga bersifat umum dan terus menerus. Rentang waktu yang lebih panjang untuk menghitung inflasi biasanya dalam kurun waktu triwulanan dan tahunan. Ada beberapa indikator makroekonomi yang digunakan untuk mengetahui laju inflasi selama satu periode tertentu, yaitu (Pratama Rahardja, Mandala Manurung: 2004):

a. Indeks harga konsumen

Indeks harga konsumen (IHK) adalah angka indeks yang menunjukkan tingkat harga barang dan jasa yang harus dibeli konsumen dalam satu periode tertentu. IHK dihitung berdasarkan harga barang dan jasa yang dikonsumsi masyarakat dalam satu periode tertentu. Inflasi dapat diperoleh dengan rumus :

$$Inflasi = \frac{IHK - IHK_{t-1}}{IHK_{t-1}} \quad (2.3)$$

b. Indeks harga perdagangan besar (*wholesale price index*)

Berbeda dengan metode perhitungan IHK yang melihat inflasi dari segi konsumen, indeks harga perdagangan (IHPB) melihat inflasi dari segi produsen. IHPB menunjukkan tingkat harga yang diterima produsen pada berbagai tingkat produksi. Prinsip menghitung inflasi berdasarkan data IHPB adalah:

$$\text{Inflasi} = \frac{IHPB - IHPB_{t-1}}{IHPB_{t-1}} \quad (2.4)$$

c. Indeks harga implisit (*GDP Deflator*)

Perhitungan inflasi menggunakan IHK dan IHPB mempunyai keterbatasan, karena hanya memperhitungkan beberapa ratus barang dari beberapa puluh kota saja. Padahal barang yang diproduksi dan dikonsumsi tidak hanya barang yang diperhitungkan saja, namun masih banyak barang yang mungkin belum dimasukkan dalam perhitungan padahal barang tersebut diproduksi dan dikonsumsi. Kegiatan ekonomi juga tidak terjadi di beberapa kota saja, melainkan di seluruh pelosok tanah air. Untuk itu, untuk mendapatkan gambaran inflasi yang mendekati keadaan sebenarnya, maka para ekonom menggunakan indeks harga implisit (*GDP deflator*) atau disingkat IHI. Untuk menghitung IHI kita dapat menggunakan rumus berikut ini:

$$\text{IHI} = (\text{Harga tahun } t : \text{Harga tahun } t-1) \times 100\% \quad (2.5)$$

Prinsip perhitungan inflasi berdasarkan IHI adalah sebagai berikut:

$$\text{Inflasi} = \frac{\text{IHI} - \text{IHI}_{t-1}}{\text{IHI}_{t-1}} \quad (2.6)$$

Berdasarkan faktor penyebabnya inflasi dapat dibagi menjadi 2, yaitu:

a. Inflasi tekanan permintaan (*Demand-pull inflation*)

Inflasi tekanan permintaan (*Demand-pull inflation*) adalah inflasi yang terjadi karena dominannya tekanan permintaan agregat. Tekanan permintaan menyebabkan *output* perekonomian bertambah, sehingga memicu harga secara umum yang mengakibatkan adanya inflasi.

b. Inflasi biaya produksi (*Cost-push inflation*)

Inflasi biaya produksi (*Cost-push inflation*) terjadi karena kenaikan biaya produksi.

Inflasi yang disebabkan oleh kedua faktor tersebut akan berdampak pada sektor riil. Inflasi biaya produksi akan menyebabkan *excess supply*, hal ini sesuai dengan prinsip permintaan jika harga naik, maka permintaan akan berkurang sehingga perusahaan akan mengurangi kapasitas produksinya dan tentunya ini akan berdampak pada menurunnya volume penjualan dan akan menurunkan laba perusahaan sehingga nilai ekuitas perusahaan yang dalam hal ini adalah nilai saham menjadi turun juga. Dengan demikian, inflasi mempunyai pengaruh negatif terhadap tingkat pengembalian. Artinya, jika inflasi meningkat, maka tingkat pengembalian saham akan menurun dan sebaliknya, jika inflasi mengalami penurunan, maka tingkat pengembalian saham akan meningkat.

2.6 Suku Bunga

Menurut Paul Samuelson, tingkat suku bunga adalah biaya yang harus dibayar pengguna dana terhadap pemilik dana. Tingkat suku bunga merupakan ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan perusahaan atas penggunaan dana dari investor. Untuk itu, perusahaan harus mempertimbangkan tingkat suku bunga yang ada untuk memutuskan dalam investasi. Perusahaan yang memutuskan pembiayaan investasinya menggunakan banyak *leverage*, maka kenaikan pada suku bunga akan menaikkan biaya modalnya. Kenaikan biaya modal ini tentunya akan menurunkan keuntungan perusahaan. Penurunan pada keuntungan perusahaan menyebabkan banyak investor untuk menjual sahamnya karena dengan adanya penurunan keuntungan perusahaan akan menyebabkan dividen yang akan dibayarkan kepada investor menurun. Karena banyaknya saham perusahaan yang akan dijual, maka akan menurunkan harga dari saham tersebut, sehingga tingkat pengembalian dari saham juga akan menurun.

Suku bunga dapat dibedakan menjadi dua, yaitu suku bunga nominal dan suku bunga riil. Suku bunga nominal adalah tingkat suku bunga yang di dalamnya

masih terkandung unsur inflasi, sedangkan suku bunga riil adalah suku bunga yang telah disesuaikan dengan inflasi. Hubungan antara suku bunga riil, suku bunga nominal dan inflasi dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$NI = RI + I \quad (2.7)$$

NI = Suku bunga nominal

RI = Suku bunga riil

I = Tingkat inflasi

Keynes menerangkan hubungan antara tingkat suku bunga terhadap keputusan investasi. Keynes menyebutkan bahwa tingkat suku bunga dan keputusan investasi mempunyai pengaruh negatif. Tingkat suku bunga yang tinggi menarik para investor untuk menginvestasikan dananya untuk disimpan di bank, dengan kata lain banyak para investor yang akan menjual sahamnya sehingga harga saham akan menurun. Hal sebaliknya akan terjadi jika tingkat suku bunga mengalami penurunan. Investor akan cenderung menginvestasikan dananya pada saham daripada harus disimpan di bank yang menawarkan tingkat pengembalian yang kecil. Hal ini tentunya akan mengakibatkan permintaan terhadap saham akan meningkat sehingga harga saham juga turut meningkat.

Hubungan antara suku bunga dan sektor riil dijelaskan pula oleh Fisher dan Donbusch yang dijelaskan melalui kurva IS dan LM. Apabila terjadi kenaikan suku bunga maka biaya investasi akan meningkat dan jumlah pengeeluaran investasi akan menurun sehingga penghasilan perusahaan akan menurun. Penurunan pada penghasilan perusahaan akan menyebabkan penghasilan untuk pemegang saham akan menurun. Penurunan pada nilai ekuitas akan menyebabkan harga saham menurun.

Faktor suku bunga dalam berinvestasi menjadi pedoman yang penting dalam pengambilan keputusan. Secara umum dapat dijelaskan bahwa tingkat suku bunga memiliki hubungan negatif terhadap kinerja saham. Di Indonesia perubahan tingkat suku bunga dipengaruhi oleh kebijakan moneter pemerintah

Universitas Indonesia

lewat penentuan SBI. Untuk itu pergerakan SBI dapat menentukan keputusan berinvestasi para investor. Bila pemerintah menetapkan kenaikan tingkat suku bunga melebihi *expected return* dari maka investor akan cenderung menjual saham dan berinvestasi pada deposito atau tabungan yang akan memberikan mereka imbal hasil yang lebih tinggi. Begitu pula sebaliknya jika pemerintah menetapkan menurunkan suku bunga dibawah *expected return*, maka investor akan memilih membeli saham daripada berinvestasi pada sekuritas berpenghasilan tetap seperti deposito atau tabungan.

2.7 Nilai Tukar

Nilai tukar (kurs) adalah nilai mata suatu negara yang diukur dengan nilai mata uang negara lain (Madura: 2006). Turunnya nilai mata uang suatu negara terhadap mata uang negara lain disebut depresiasi, sedangkan naiknya nilai mata uang suatu negara terhadap mata uang negara lain disebut apresiasi. Nilai tukar valuta asing menjadi penting karena adanya perdagangan perdagangan terbuka sehingga nilai tukar dapat mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan. Posisi keuangan perusahaan ini pada akhirnya akan mempengaruhi nilai ekuitas suatu perusahaan. Pengaruh nilai tukar pada pasar modal di Indonesia tercermin dari diperbolehkannya investor asing menanamkan dananya pada saham di Bursa Efek Indonesia. Para investor asing tentunya akan memperhatikan perubahan nilai tukar karena perubahan nilai tukar dapat mempengaruhi *return* yang mereka terima.

Terdapat beberapa pendekatan mengenai hubungan antara harga saham dan nilai tukar (Shapiro: 1996), yaitu:

a. Pendekatan Neraca Pembayaran

Permintaan dan penawaran pada pasar valuta asing dipengaruhi oleh perdagangan barang dan jasa serta transaksi modal antar negara. Jika ekspor lebih besar, maka neraca pembayaran surplus atau positif sehingga permintaan akan mata uang domestik meningkat sehingga terjadi apresiasi terhadap mata uang domestik. Meningkatnya nilai mata uang domestik akan meningkatkan daya beli masyarakat sehingga meningkatkan pendapatan suatu perusahaan

sehingga akan menaikkan nilai perusahaan yang pada akhirnya akan menaikkan harga saham perusahaan tersebut.

b. Pendekatan Moneter

Dilihat dari pendekatan moneter, permintaan dan penawaran pada pasar valuta asing dipengaruhi oleh faktor-faktor moneter seperti jumlah uang beredar, perbedaan suku bunga dan inflasi dari kedua negara. Banyaknya mata uang domestik yang beredar akan menyebabkan kenaikan harga barang domestik, sehingga akan mendorong terjadinya depresiasi mata uang. Penurunan nilai mata uang domestik ini akan menurunkan pendapatan perusahaan yang berarti akan menurunkan harga saham dari perusahaan tersebut.

2.8 Penelitian Terdahulu

Pada tahun 1986, Ross dan Roll pernah melakukan penelitian terhadap harga saham di NYSE (*New York Stock Exchange*) dengan menggunakan model *vector Autoregressive* (VAR). Data yang digunakan adalah tahun 1956-1984. Variabel independen yang digunakan adalah faktor makroekonomi yang meliputi pergerakan industri, inflasi, konsumsi, dan harga minyak. Hasil dari penelitian ini menunjukkan semua variabel makro tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Pada tahun 1992 Schwert dan Fama juga melakukan penelitian mengenai hubungan antara tingkat suku bunga Treasury Bill (T-Bill), inflasi dan *return* saham. Penelitian ini dilakukan di NYSE selama 23 bulan terhitung sejak bulan Januari 1969 hingga November 1970. Hasil dari penelitian mereka menyatakan bahwa perubahan yang terjadi pada tingkat suku bunga dan inflasi mempunyai pengaruh yang sama terhadap *return* saham.

Dimitros Tsoukalas pada tahun 2003 melakukan penelitian yang mengenai pengaruh faktor makroekonomi (*industrial production, money supply, consumer price index dan exchange rate*) terhadap harga saham pada *emerging Cypriot equity market*, hasilnya semua variabel makro memiliki pengaruh terhadap harga saham. Fifield dkk (2002) melakukan penelitian mengenai pengaruh variabel makroekonomi terhadap *return* saham pada *emerging stock market*, dengan

periode penelitian 1987-1996. Variabel makroekonomi digolongkan kedalam 2 kategori yaitu variabel makro lokal (meliputi: GDP , inflasi, jumlah uang beredar, dan suku bunga) dan variabel makro global (meliputi: produksi industri dunia dan inflasi dunia). Dengan menggunakan metode regresi, maka diperoleh hasil bahwa baik variabel makro lokal maupun variabel makro global keduanya mempunyai pengaruh terhadap *return* saham.

Penelitian mengenai faktor makroekonomi yang mempengaruhi performa suatu saham juga banyak dilakukan di Indonesia. Pada tahun 2003, Mudji Utami dan Mudjilah Rahayu melakukan penelitian mengenai peranan profitabilitas, suku bunga, inflasi, dan nilai tukar dalam mempengaruhi pasar modal Indonesia selama krisis. Penelitian ini menggunakan sampel saham yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia yang terdiri dari 30 perusahaan dimana penentuan sampelnya dilakukan dengan *purposive sampling*. Penelitian dilakukan pada periode tahun 1998 hingga tahun 2000. Penelitian ini membuktikan bahwa perubahan profitabilitas, suku bunga, inflasi, dan nilai tukar secara signifikan mempunyai pengaruh negatif terhadap perubahan harga saham badan usaha selama periode tersebut. Secara parsial hanya suku bunga dan nilai tukar yang mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap harga saham.

Pada tahun 2005, Muhammad Nazir melakukan penelitian mengenai pengaruh suku bunga, inflasi, nilai tukar, dan IHSG terhadap *return* saham. Data yang digunakan adalah saham dari sektor properti pada periode januari tahun 2000 hingga November tahun 2004. Dengan menggunakan regresi linear berganda, didapatkan hasil bahwa suku bunga SBI, nilai tukar dan inflasi mempunyai hubungan negatif dengan *return* saham properti sedangkan IHSG mempunyai hubungan positif dengan *return* saham properti.

2.9 Index Model

Index model merupakan model yang memaparkan hubungan antara tingkat pengembalian saham dengan berbagai faktor yang mempengaruhinya. Dalam *single index model* seperti yang terdapat dalam model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), tingkat pengembalian suatu saham hanya dipengaruhi oleh

Universitas Indonesia

tingkat pengembalian pasar (*return market*). Dalam *single index model* hubungan tingkat pengembalian saham dan tingkat pengembalian pasar dapat dimodelkan sebagai berikut:

$$R_i = \beta_0 + \beta_1 R_m + e_i \quad (2.8)$$

Keterangan:

- R_i = tingkat pengembalian saham
 β_0 = intersep
 β_1 = sensitivitas tingkat pengembalian saham terhadap tingkat pengembalian pasar
 R_m = tingkat pengembalian pasar
 e_i = *error term*

Teori CAPM dianggap oleh sebagian ahli mempunyai kekurangan. Tingkat pengembalian suatu saham tidak hanya dipengaruhi oleh tingkat pengembalian pasar saja. Untuk itu dikembangkanlah model *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang menjelaskan bahwa tingkat pengembalian saham tidak hanya ditentukan oleh tingkat pengembalian pasar, namun ditentukan oleh faktor makroekonomi yang terkait. *Multi index model* dapat mengembangkan model dari APT sebagai berikut:

$$R_i = \beta_0 + \beta_{i1}F_1 + \beta_{i2}F_2 + \dots + \beta_{in}F_n + e_i \quad (2.9)$$

Keterangan :

- R_i = tingkat pengembalian saham i
 β_0 = intersep
 β_{in} = sensitivitas tingkat pengembalian saham i terhadap faktor surprise
 F_n = faktor surprise
 e_i = *error term*

2.10 Kerangka Pemikiran dan Pengembangan Hipotesis

a. Yang berkaitan dengan Inflasi

Hubungan inflasi dan tingkat pengembalian saham secara teoritis adalah negatif, apabila inflasi naik maka besarnya tingkat pengembalian saham akan menurun, begitu pula sebaliknya. Berdasarkan teori dan beberapa penelitian terdahulu maka peneliti membangun hipotesis sebagai berikut:

H_0 : Faktor inflasi tidak berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham

H_1 : Faktor inflasi berpengaruh negatif terhadap tingkat pengembalian saham

b. Yang berkaitan dengan suku bunga

Secara teoritis, hubungan suku bunga dan tingkat pengembalian saham adalah negatif, apabila suku bunga naik maka tingkat pengembalian saham akan menurun, begitu pula sebaliknya. Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu maka peneliti membangun hipotesis sebagai berikut :

H_0 : Faktor suku bunga tidak berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham

H_1 : Faktor suku bunga berpengaruh negatif terhadap tingkat pengembalian saham

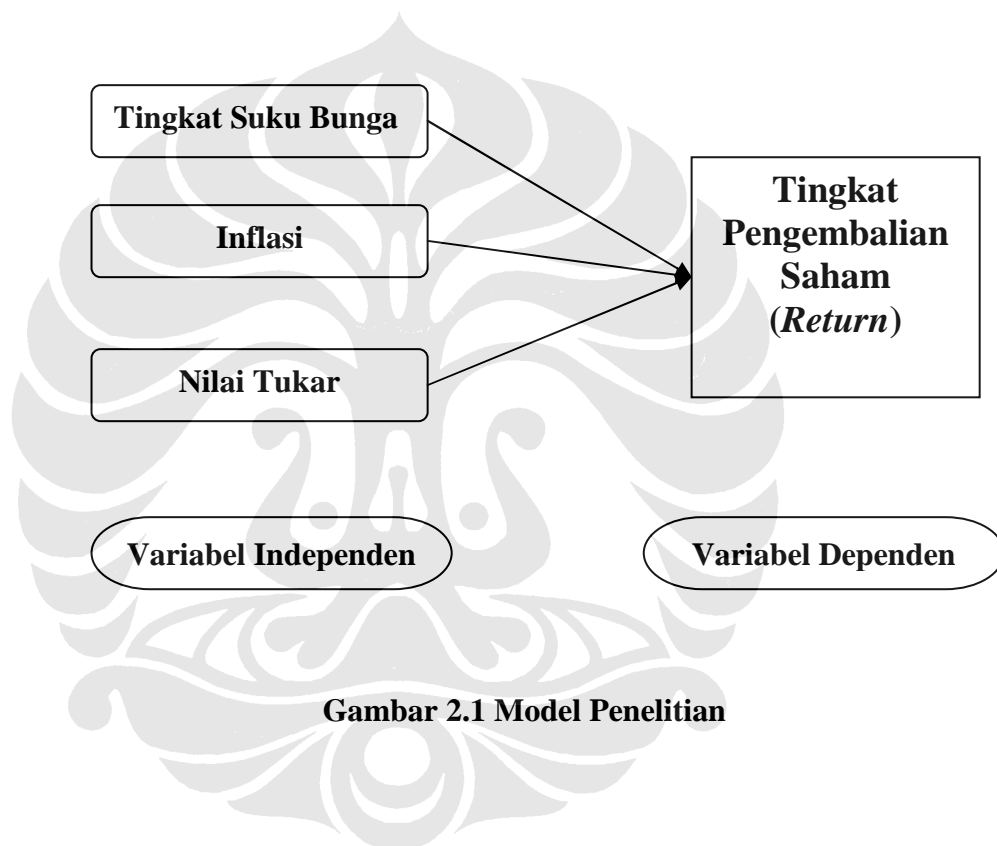
c. Yang berkaitan dengan Nilai Tukar

Hubungan nilai tukar dan tingkat pengembalian saham secara teoritis adalah negatif, apabila nilai tukar meningkat maka besarnya tingkat pengembalian saham akan menurun, begitu pula sebaliknya. Berdasarkan teori dan beberapa penelitian terdahulu maka peneliti membangun hipotesis sebagai berikut:

H_0 : Faktor nilai tukar tidak berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham

H₁ : Faktor nilai tukar berpengaruh negatif terhadap tingkat pengembalian saham

Dari beberapa teori dan penelitian sebelumnya belum ada yang menegaskan mengenai faktor makroekonomi apa saja yang mempengaruhi tingkat pengembalian saham, untuk itu dalam penelitian ini peneliti ingin mengetahui faktor makroekonomi yang mempengaruhi tingkat pengembalian saham dengan mengembangkan *multi index model* yang dimodelkan sebagai berikut:



Gambar 2.1 Model Penelitian