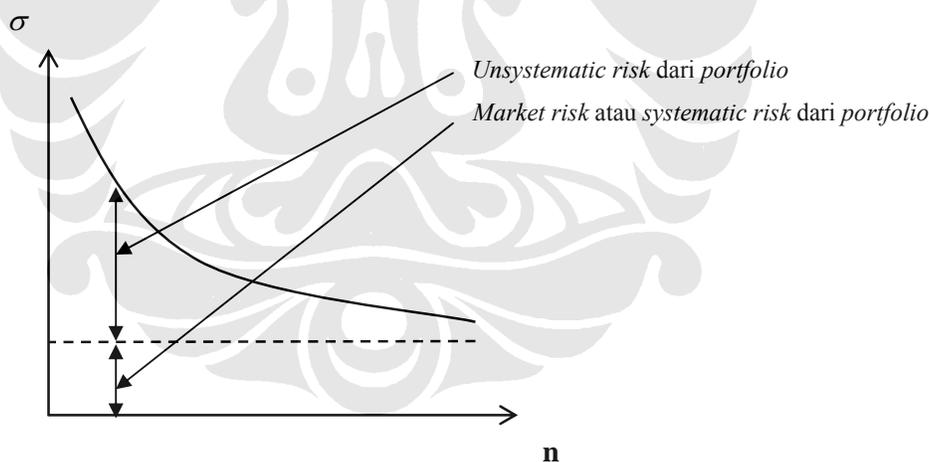


BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Investor melakukan diversifikasi dengan tujuan untuk meminimumkan risiko total investasi. Secara garis besar, risiko total yang dihadapi investor terdiri dari dua bagian. Pertama, *market risk* yang biasa juga disebut *systematic risk* atau *nondiversifiable risk* adalah risiko yang berhubungan dengan keadaan perekonomian secara keseluruhan. Kedua, *unique risk* yang biasa juga disebut *firm-specific risk*, *nonsystematic risk*, atau *diversifiable risk* adalah risiko yang dapat dikurangi dengan melakukan diversifikasi (Bodie, Kane, dan Markus, 2004: 170-171). Dengan melakukan diversifikasi yang sangat baik, investor dapat meminimumkan *unsystematic risk* hingga mendekati nol sehingga investor hanya perlu menanggung *systematic risk*. Gambar 1.1 mengilustrasikan konsep risiko total.



Gambar 1.1 Hubungan risiko dengan jumlah aset dalam portofolio

(Diadaptasi dari Bodie, Kane, dan Marcus, 2004: 170)

σ adalah risiko dan n adalah jumlah aset dalam portofolio.

Unique risk dapat dikurangi dengan melakukan diversifikasi. Hal ini bisa terjadi karena *unique risk* suatu aset akan dihilangkan dengan *unique risk* aset lain sehingga diharapkan antar *unique risk* pada aset individu dalam portofolio tersebut dapat saling meniadakan. Lain hal dengan *market risk*, risiko ini tidak

bisa berkurang dengan diversifikasi. Perubahan kondisi makroekonomi akan mempengaruhi kinerja seluruh perusahaan dalam negara tersebut. Apabila seluruh perusahaan terpengaruh, hal ini tentu juga mempengaruhi seluruh aset investasi yang tersedia.

Secara teoritis, investor dapat meminimalkan *unsystematic risk* dari portofolionya dengan memasukan seluruh aset berisiko atau setidaknya hampir seluruh aset berisiko yang tersedia di pasar. Portofolio yang mencakup seluruh aset berisiko yang berada di pasar disebut *market portfolio* atau portofolio pasar (Bodie, Kane, dan Marcus, 2004: 221). Investor sudah tidak perlu lagi memikirkan *unique risk* apabila memiliki portofolio pasar. Namun seperti yang dijelaskan di atas, investor masih harus menghadapi *systematic risk* yang tidak bisa hilang dengan melakukan diversifikasi. Oleh sebab itu, investor harus memperhitungkan kondisi makroekonomi dengan hati-hati sebab variabilitas dari aset-aset dalam portofolionya tetap tergantung dari perubahan kondisi makroekonomi meskipun seluruh *unsystematic risk* sudah hilang atau mendekati nol.

Analisis makroekonomi penting karena perubahan yang terjadi pada variabel-variabel utamanya sebagian besar berpengaruh searah atau berbanding lurus dengan perubahan nilai dari aset-aset individu dalam portofolio. Apabila kondisi makroekonomi sedang bagus maka pengaruh pada seluruh nilai aset secara individu juga bagus sehingga nilai portofolio meningkat. Hal ini juga berlaku sebaliknya. Namun, pengaruh perubahan makroekonomi yang berbanding lurus terhadap aset-aset berisiko dalam portofolio tidak mutlak. Ada saja, meskipun sangat sedikit sehingga pengaruhnya dapat diabaikan, aset-aset yang nilainya bergerak berbanding terbalik terhadap kondisi makroekonomi. Karena hampir tidak ada sekuritas di pasar yang tidak terpengaruh, penentuan nilai portofolio yang mendekati nilai portofolio pasar hanya akan tergantung pada perubahan kondisi makroekonomi.

Menurut fundamentalis, aset-aset dalam portofolio memiliki nilai intrinsik dasar yang nilai tersebut sepanjang waktu tergantung pada pergerakan perekonomian (Reilly dan Brown, 2003: 198). Oleh karena itu, investor menentukan nilai intrinsik dari aset-aset dalam portofolio investasinya dengan

mempertimbangkan variabel-variabel penentu nilai intrinsik yang salah satunya adalah variabel makroekonomi. Alasan mengapa kondisi makroekonomi dapat mempengaruhi pasar saham adalah apabila perusahaan beroperasi di negara dengan kondisi makroekonomi buruk, maka kemungkinan besar perusahaan tersebut sulit memperoleh pendapatan yang besar sehingga kinerja keuangan dari perusahaan tersebut kurang baik. Hal ini tentu akan mempengaruhi harga saham perusahaan di pasar saham. Kondisi makroekonomi yang buruk tentu berlaku bagi hampir seluruh perusahaan sehingga nilai portofolio juga berkinerja buruk.

Portofolio yang sering dijadikan acuan yang dianggap dapat mendekati nilai portofolio pasar adalah indeks pasar saham. Hal ini karena indeks pasar saham memuat seluruh sekuritas dalam bentuk saham-saham perusahaan dalam suatu negara yang kinerjanya terpengaruh perubahan kondisi makroekonomi. Kondisi makroekonomi suatu negara dapat mempengaruhi kinerja dari perusahaan-perusahaan yang pada akhirnya mempengaruhi indeks pasar saham. Oleh sebab itu, penting bagi investor untuk mengetahui variabel-variabel makroekonomi yang mungkin secara signifikan mempengaruhi pergerakan indeks pasar saham. Dengan pemilihan variabel-variabel makroekonomi yang tepat, investor dapat melihat pengaruh variabel makroekonomi terhadap kinerja portofolio. Dengan meneliti interaksi antara variabel makroekonomi dan portofolio saham, investor dapat membuat keputusan yang akurat dalam berinvestasi.

Banyak penelitian yang membuktikan secara empiris bahwa perubahan variabel-variabel makroekonomi berpengaruh terhadap pergerakan pasar saham seperti penelitian Henry (2002), Levine dan Zervos (1996), Phelps, Zoega, Bentolila, dan Scott (2001), Nelson (1976), Pearce (1984), Litzenberger dan Tuttle (1970), Hamburger dan Kochin (1972), Tanner dan Trapani (1977). Lalu timbul pertanyaan, variabel-variabel makroekonomi apa saja yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan sehingga mempengaruhi indeks pasar saham? Seberapa konsisten pengaruh tiap-tiap variabel makroekonomi mempengaruhi indeks pasar saham dari waktu ke waktu?

1.2 Perumusan Masalah

Penelitian-penelitian sebelumnya membuktikan secara empiris pengaruh variabel-variabel makroekonomi terhadap pasar saham. Pertumbuhan ekonomi berhubungan positif atau berbanding lurus dengan imbal hasil saham yang pada akhirnya akan berhubungan positif terhadap indeks pasar saham (Henry, 2002). Levine dan Zervos (1996) juga menemukan hal yang sama. Phelps, Zoega, Bentolila, dan Scott (2001) menyatakan bahwa ada hubungan negatif yang kuat atau berbanding terbalik antara imbal hasil saham dan pertumbuhan jumlah pengangguran. Namun ada perbedaan signifikansi di setiap pasar saham dalam merespon pergerakan dari jumlah pengangguran. Nelson (1976) mengatakan bahwa imbal hasil saham berbanding lurus dengan inflasi. Pearce (1984) menyatakan bahwa hubungan antara imbal hasil saham dan inflasi berubah-ubah sepanjang waktu. Henry (2002) juga mengemukakan bahwa negara dengan angka inflasi yang tinggi atau setidaknya pernah mengalaminya (lebih dari 40% pertahun *year on year*) maka angka inflasinya berpengaruh besar terhadap pasar saham. Litzenger dan Tuttle (1970) menemukan hubungan positif atau berbanding lurus antara suku bunga riil dan imbal hasil saham yang diinginkan investor untuk portofolio yang terdiversifikasi dengan sangat baik. Namun secara umum, menurut Hamburger dan Kochin (1972) hubungan antara pasar saham dan suku bunga adalah negatif. Henry (2002) menemukan bahwa pasar modal bereaksi positif dan signifikan secara statistik ketika negara dimana pasar modal tersebut berada mencoba menstabilkan atau meredam inflasi yang tinggi dengan cara memperbaiki nilai tukar. Tanner dan Trapani (1977) menemukan bahwa pertumbuhan yang tidak terantisipasi terhadap peredaran uang mempengaruhi perubahan harga saham dengan pengaruh yang cepat sekali terjadi.

Pengaruh perubahan kondisi makroekonomi terhadap pasar saham yang dikemukakan para ahli di atas bisa saja tidak konsisten sepanjang waktu. Variabel makroekonomi tertentu dalam periode tertentu bisa saja memperlihatkan sesuatu yang berbeda pada periode lainnya. Pada periode tertentu bisa saja ada variabel makroekonomi yang signifikan mempengaruhi pasar saham sedangkan dalam periode lainnya tidak signifikan mempengaruhi. Variabel-variabel tersebut bisa juga memperlihatkan pengaruh positif pada periode tertentu dan pengaruh negatif

pada periode lainnya. Mengetahui kenyataan di atas, penulis ingin mengangkat beberapa masalah dalam penelitian ini:

1. Bagaimana konsistensi signifikansi dari masing-masing variabel makroekonomi dalam mempengaruhi indeks pasar saham?
2. Bagaimana konsistensi tanda koefisien dari masing-masing variabel makroekonomi dalam mempengaruhi indeks pasar saham?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini secara garis besar ada dua. Pertama menganalisis seberapa konsisten signifikansi masing-masing variabel makroekonomi dalam mempengaruhi indeks pasar saham dari waktu ke waktu. Kedua menganalisis seberapa konsisten tanda koefisien (apakah positif atau berbanding lurus mempengaruhi pasar saham atau sebaliknya, apakah negatif atau berbanding terbalik mempengaruhi pasar saham) dari masing-masing variabel makroekonomi dalam mempengaruhi indeks pasar saham. Dengan melihat konsistensi signifikansi pengaruh dan tanda koefisien dari masing-masing variabel makroekonomi, investor dapat melihat variabel makroekonomi yang apabila berubah kemungkinan besar akan mempengaruhi pasar saham secara keseluruhan. Hal ini tentu berguna bagi investor karena dapat dijadikan landasan pengambilan keputusan investasi agar dapat memperoleh keuntungan yang besar dan konsisten.

Konsistensi signifikansi pengaruh dan tanda koefisien (menunjukkan variabel-variabel tersebut apakah berbanding lurus atau berbanding terbalik) variabel makroekonomi terhadap pasar saham berguna untuk memutuskan variabel makroekonomi mana yang harus menjadi fokus analisis investor ketika kondisi perekonomian berubah. Ketika sudah mengetahui variabel-variabel makroekonomi mana yang paling sering konsisten mempengaruhi pasar saham, investor bisa memfokuskan informasi-informasi dan atau peristiwa-peristiwa yang terjadi pada analisisnya. Informasi-informasi dan atau peristiwa-peristiwa yang berkaitan dengan kondisi makroekonomi menjadi lebih relevan karena mudah diolah karena investor bisa dengan efektif dan efisien mengklasifikasi informasi dan atau peristiwa tersebut karena sudah mengetahui fokus analisis yang akan dilakukannya. Informasi-informasi dan atau peristiwa-peristiwa yang menjadi

relevan yang akan mempengaruhi kondisi makroekonomi tadi akan lebih akurat dalam memprediksi pergerakan pasar saham. Dengan melakukan hal tersebut, investor bisa memprediksi kapan aset-aset pembentuk portofolionya dinilai murah (*undervalued*) atau (*overvalued*). Apabila mampu melakukan hal tersebut dengan standard deviasi yang kecil atau dengan kata lain cukup akurat dan berulang-ulang, investor akan punya alat yang dapat dijadikan landasan untuk pengambilan keputusan berinvestasi. Investor yang dapat melakukan hal tersebut secara konsisten akan mendapatkan imbal hasil yang sangat besar atau dari segi risiko dapat terhindar dari kerugian besar.

1.4 Hipotesis

Hipotesis yang penulis kemukakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. H_0 : Variabel makroekonomi konsisten signifikan mempengaruhi pasar saham.
 H_1 : Variabel makroekonomi tidak konsisten signifikan mempengaruhi pasar saham.
2. H_0 : Tanda koefisien variabel makroekonomi konsisten mempengaruhi pasar saham. H_1 : Tanda koefisien variabel makroekonomi tidak konsisten mempengaruhi pasar saham.

1.5 Ruang Lingkup Pembahasan

Penelitian ini hanya fokus pada konsistensi signifikansi dan tanda koefisien variabel independen terhadap variabel dependen. Pasar saham sebagai variabel dependen dan kondisi makroekonomi sebagai variabel independen. Proksi pasar saham yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return* IHSG. Variabel-variabel makroekonomi yang dipilih ada enam yaitu pertumbuhan ekonomi, pertumbuhan jumlah pengangguran, inflasi, suku bunga riil, *return* nilai tukar Rupiah terhadap Dolar Amerika Serikat, dan pertumbuhan jumlah uang beredar (M_1). Melihat konsistensi signifikansi dan tanda koefisien yang dimaksud adalah mengamati hasil *rolling regressions* dalam periode pengamatan tertentu apakah variabel makroekonomi selalu signifikan mempengaruhi dan bertanda koefisien sama. Periode pengamatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah

dari 1996-2007 dan menggunakan data bulanan. Total sampel tiap variabel yang digunakan dalam penelitian ini ada 144 data.

1.6 Sistematika Penulisan

Penelitian ini terdiri dari lima bab. Rincian mengenai bab dan sub bab penelitian ini adalah sebagai berikut. Bab 1 adalah Pendahuluan berisi sub bab sebagai berikut. Latar belakang mengapa penelitian ini dilakukan. Perumusan masalah menjelaskan apa yang menjadi pertanyaan yang harus dijawab dalam penelitian ini. Tujuan penelitian adalah menjawab pertanyaan yang timbul dalam perumusan masalah. Ruang lingkup pembahasan adalah pembatasan pembahasan atau cakupan penelitian agar tidak melenceng dari ide pokok penelitian. Sistematika penelitian adalah penjelasan alur dari penelitian ini. Bab 2 adalah Landasan Teori berisi sub bab mengenai teori-teori yang mendukung pengaruh variabel-variabel makroekonomi terhadap pergerakan indeks pasar saham. Bab 3 adalah Data dan Metodologi Penelitian yaitu berisi sub bab mengenai model keuangan yang digunakan penulis. Bab 4 adalah Pengujian Hipotesis dan Analisis Hasil Empiris berisi sub bab mengenai analisis permodelan beserta tabel hasil *rolling regressions* dan hasil analisis dari keseluruhan regresi. Bab 5 adalah Penutup berisi sub bab mengenai kesimpulan dan saran yaitu meringkas dan mengambil kesimpulan mengenai hasil analisis dan saran untuk penelitian selanjutnya.