

## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### 2.1 Arbitrage Pricing Theory (APT)

Capital Asset Pricing Model bukanlah satu-satunya teori yang mencoba menjelaskan bagaimana suatu aktiva ditentukan harganya oleh pasar. Dengan menggunakan APT, Chen, et all (1986) membuktikan bahwa variabel-variabel makroekonomi memiliki pengaruh sistematis terhadap tingkat pengembalian (*return*) pasar saham. Kekuatan ekonomi mempengaruhi tingkat diskonto (*discount rate*), kemampuan perusahaan untuk menggerakkan aliran kas (*cash flow*), dan pembayaran dividen di masa yang akan datang (*future dividen payouts*). Mekanisme seperti ini menunjukkan bahwa variabel-variabel makroekonomi merupakan faktor-faktor yang krusial di pasar ekuitas (Matsami dan Simkoh, 2000). Selain itu Ross (1976) merumuskan suatu teori yang disebut sebagai *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Seperti halnya CAPM, APT menggambarkan hubungan antara risiko dan ekspektasi imbal hasil, tetapi dengan menggunakan asumsi dan prosedur yang berbeda. Tiga asumsi yang mendasari model *Arbitrage Pricing Theory* (APT) adalah (Reilly, 2000); (1) Pasar modal dalam kondisi persaingan sempurna, (2) Para investor selalu lebih menyukai kekayaan yang lebih daripada kurang dengan kepastian, (3) Pendapatan asset dapat dianggap mengikuti k model faktor.

Dari asumsi yang menyatakan investor percaya bahwa pendapatan sekuritas akan ditentukan oleh sebuah model faktorial dengan k faktor risiko. Dengan demikian, dapat ditentukan pendapatan aktual untuk sekuritas i dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$R_{i,t} = a_i + b_{i1}F_{1t} + b_{i2}F_{2t} + \dots + b_{ik}F_{kt} + e_{it}$$

Keterangan :

$R_{i,t}$  = Tingkat pendapatan sekuritas i pada periode t

$a_i$  = Konstanta

$b_{ik}$  = Sensitivitas pendapatan sekuritas terhadap faktor k

$F_{kt}$  = Faktor k yang mempengaruhi pendapatan

$e_{it}$  = *random error*

## 2.2 Penelitian Terdahulu

Secara umum, penelitian mengenai variabel makro seperti tingkat bunga, jumlah uang beredar, kurs, dan inflasi terhadap harga saham telah banyak dilakukan dan hasil-hasil penelitian terdahulu mengenai analisis faktor-faktor makroekonomi yang mempengaruhi *return* saham ialah sebagai berikut :

Menurut Chandarin dan Teaney (2000) menghasilkan penelitian bahwa :

“Adanya korelasi antar nilai tukar mempengaruhi reaksi pasar (harga saham) dan laba nilai tukar mempengaruhi reaksi pasar saham”.

Sedangkan Setyastuti (2001) melakukan penelitian tentang hubungan dinamis antara indeks harga saham dengan nilai tukar hasilnya menunjukkan bahwa “pada periode sebelum krisis dan periode krisis, pengaruh nilai tukar terhadap indeks harga saham gabungan (IHSG) lebih kuat dibandingkan pengaruh IHSG terhadap nilai tukar”.

Sugeng Wahyudi (2004) dalam harian “Suara Merdeka” mengatakan bahwa “Diantara faktor strategis yang mempengaruhi kenaikan dan penurunan IHSG adalah perkembangan suku bunga sertifikat bank Indonesia (SBI). Makin rendah tingkat suku bunga SBI maka IHSG sebagai pencerminan harga saham akan kian meningkat”.

Amling (1989) berpendapat jika tingkat inflasi diperkirakan tinggi pada waktu mendatang maka hal ini akan berpengaruh buruk pada pasar modal. Sebaliknya tingkat inflasi yang rendah akan memberi tanda yang baik pada pasar modal. Penelitian yang dilakukan oleh Nelson (1976), pada periode Januari 1953 sampai dengan Juni 1974 memberikan kesimpulan bahwa tingkat pengembalian saham mempunyai hubungan negatif dengan inflasi, artinya apabila inflasi naik maka tingkat pengembalian saham mengalami penurunan.

Konstantinos Drakos (2003) meneliti risiko tingkat suku bunga terhadap tingkat pengembalian (*return*) saham dalam jangka panjang. Penelitiannya menyimpulkan bahwa risiko tingkat suku bunga dalam jangka panjang berpengaruh terhadap tingkat

pengembalian (*return*). Tandelilin (1997) meneliti mengenai faktor-faktor makro ekonomi seperti perubahan tingkat inflasi, tingkat suku bunga, dan nilai tukar dapat mempengaruhi risiko sistematis saham-saham di Indonesia.

Yourogou (1990), dan Flannery (1997) juga berpendapat bahwa suku bunga merupakan bagian dari risiko investasi pada sekuritas. Penelitian yang dilakukan Dayananda dan Ko (1994) menemukan bahwa tingkat suku bunga memiliki hubungan negatif terhadap tingkat pengembalian (*return*) pasar saham, tetapi tidak merupakan pengaruh yang signifikan. Sedangkan menurut penelitian yang dilakukan Hogan, dkk (1982) terdapat hubungan yang kuat antara tingkat bunga dan pengembalian saham (*return*).

Penelitian dari Sampora (2006) mengemukakan tingkat imbal hasil saham yang diharapkan atas rata-rata saham di Bursa Efek Jakarta secara signifikan dipengaruhi oleh suku bunga kredit, tingkat produksi agregat, inflasi, dan indeks bursa Dow Jones. Sakhowi (2001) menyatakan bahwa nilai tukar berpengaruh positif pada indeks saham.

Alexander dan Bailey (1999) menyatakan bahwa *return* saham akan dipengaruhi oleh dua karakter dasar, yaitu risiko sistematis dan likuiditas saham dan penelitian yang dilakukan oleh Kumiannya, Saputra dan Pwee Leng (2002) berhasil membuktikan bahwa risiko sistematis dan likuiditas saham yang diukur dengan besarnya *bid-ask spread* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham dari badan-badan usaha yang *go public* di Indonesia.

## **2.3 Faktor-faktor yang diduga berpengaruh pada *return* saham di Indonesia**

### **2.3.1 Kurs Nilai Tukar Rupiah Terhadap Dollar**

Madura (2003) menyebutkan bahwa nilai kurs adalah harga tukar dari satu mata uang ke mata uang lainnya dan valuta asing (*valas*) atau *Foreign Exchange* (FOREX) atau *foreign currency* adalah mata uang asing atau alat pembayaran lainnya yang digunakan untuk melakukan atau membiayai transaksi ekonomi keuangan internasional dan yang mempunyai catatan kurs resmi pada bank Sentral (Hamdy,1998,16). Lebih lanjut Madura (2000:100-106) mengungkapkan bahwa perubahan nilai tukar antar mata uang suatu negara terhadap negara lain dipengaruhi

oleh berbagai faktor yang terjadi di negara yang bersangkutan, yaitu tingkat inflasi, tingkat suku bunga diskonto, tingkat output, intervensi pemerintah di pasar valuta asing, harapan pasar atas nilai mata uang yang akan datang, atau intervensi dari berbagai faktor tersebut. Masih menurut Madura (2000:153-157) ada beberapa jenis sistem nilai tukar yang ditentukan oleh pemerintah, antara lain:

1. *Fixed exchange rate system*

Adalah sistem nilai tukar yang dibiarkan berfluktuasi di dalam batas sempit yang ditetapkan pemerintah. Jika nilai tukar mengalami perubahan yang terlalu besar maka pemerintah akan mengintervensi dan mengembalikannya ke batas semula.

2. *Freely floating exchange rate system*

Adalah sistem nilai tukar yang ditentukan oleh pasar tanpa campur tangan pemerintah sedikitpun.

3. *Pegged exchange rate system*

Adalah sistem nilai tukar dimana nilai tukar mata uang domestik ditentukan secara tetap terhadap suatu mata uang asing.

Dengan diberlakukannya sistem nilai tukar mengambang penuh/bebas (*freely floating system*) yang dimulai sejak Agustus 1997, posisi nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing (khususnya dolar AS) ditentukan oleh mekanisme pasar. Sejak masa itu naik turunnya nilai tukar (fluktuasi) ditentukan oleh kekuatan pasar. Seperti halnya negara lain, Indonesia dalam melakukan perdagangan internasional memerlukan devisa (*foreign exchange*) berupa mata uang kuat (*hard currency*) yaitu mata uang yang bisa diterima secara luas sebagai bukti pembayaran internasional (Kuncoro,1996:18). Mata uang yang tergolong dalam kategori tersebut adalah dolar AS, Poundsterling, Yen, dan Deutche. Dalam karya tulis ini penulis memilih dolar AS yang merupakan *hard currency* yang paling stabil dan paling diakui sebagai mata uang untuk transaksi Internasional oleh semua negara.

Salah satu ciri era globalisasi yang menonjol saat ini adalah adanya arus uang dan modal dalam bentuk valuta asing atau *foreign exchange* antara berbagai pusat keuangan di berbagai negara yang semakin besar dan cepat. Menurunnya nilai tukar

rupiah terhadap mata uang asing, khususnya Dolar AS, memiliki pengaruh negatif terhadap ekonomi dan pasar modal. Menurunnya nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing meningkatkan biaya impor bahan baku dan peralatan yang dibutuhkan oleh perusahaan sehingga dapat meningkatkan biaya produksi. Menurunnya nilai tukar juga mendorong meningkatnya suku bunga agar dapat mendorong lingkungan investasi yang menarik di dalam negeri. Jika perusahaan tidak memiliki pendapatan dari penjualan ekspor maka profitabilitas perusahaan akan menurun.

Menurut penelitian Manurung (1996) menyatakan nilai kurs mempengaruhi indeks dan Sakhawi (1999) menyatakan bahwa nilai kurs mempengaruhi tingkat pengembalian saham, sedangkan hasil penelitian lain mengungkapkan bahwa nilai kurs mempengaruhi tingkat pengembalian saham dan volatilitas pasar (Hermanto, 1998). Penelitian terdahulu yang menggunakan variabel kurs dengan pendekatan model APT adalah penelitian Ozcam (1997).

### **2.3.2 Harga Minyak**

Bahan bakar minyak (BBM) merupakan komoditas yang memegang peranan sangat vital dalam semua aktivitas ekonomi. Dampak langsung perubahan harga minyak ini adalah perubahan-perubahan biaya operasional yang mengakibatkan tingkat keuntungan kegiatan investasi langsung terkoreksi.

Terjadinya hubungan timbal balik antara naiknya biaya produksi dan turunnya daya beli masyarakat berarti memperlemah perputaran roda ekonomi secara keseluruhan di Indonesia. Kondisi ini dapat mempengaruhi iklim investasi secara keseluruhan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Dalam jangka pendek naiknya harga BBM tersebut disikapi oleh pelaku pasar, khususnya pelaku pasar modal sebagai pusat perputaran dan indikator investasi.

Kontroversi kenaikan harga minyak bermula dari tujuan pemerintah untuk menyeimbangkan biaya ekonomi dari BBM dengan perekonomian global. Meskipun perekonomian Indonesia masih terseok mengikuti perkembangan perekonomian dunia, akhirnya kebijakan kenaikan BBM tetap dilaksanakan mulai tanggal 1 Oktober 2005. Akibatnya, perilaku investasi di Indonesia sangat memungkinkan mengalami perubahan. Setiap peristiwa berskala nasional apalagi yang terkait langsung dengan

permasalahan ekonomi dan bisnis menimbulkan reaksi para pelaku pasar yang dapat berupa respon positif atau respon negatif tergantung pada apakah peristiwa tersebut memberikan stimulus positif atau negatif terhadap iklim investasi.

Berdasarkan penelitian Sihaloho (2006) menghasilkan kenaikan harga BBM berdampak pada fluktuasi *return* (*abnormal return*). Hal ini tampak pada *return* saham sebelum kenaikan harga BBM namun setelah kenaikan harga BBM *return* cenderung normal karena mendekati 0 dan sentimen negatif pelaku pasar terhadap kebijakan pemerintah menaikkan harga BBM menyebabkan nilai IHSG, indeks LQ 45 dan indeks saham sektor keuangan mengalami penurunan. Penelitian terdahulu yang menggunakan variabel harga minyak dengan pendekatan model APT adalah penelitian Burmeister dan Wall (1986), Chen and Jordan (1993), Altay (2003), Chan, Chen and Hsieh (1985), Clare Thomas (1994).

### **2.3.3 Jumlah Uang Beredar**

Selain variabel nilai tukar dollar AS terhadap rupiah, variabel makro yang juga diduga mempunyai pengaruh terhadap harga saham adalah jumlah uang beredar (M2). Menurut Sadono (1996:207), pengertian jumlah uang beredar secara umum adalah semua jenis uang yang berada dalam perekonomian, yaitu jumlah dari mata uang dalam peredaran ditambah dengan uang giral dalam bank-bank umum.

Masih menurut Sadono, pengertian uang beredar dibedakan berdasarkan dua pengertian, yaitu :

1) Pengertian yang terbatas.

Dalam pengertian ini uang beredar adalah mata uang dalam peredaran ditambah dengan uang giral yang dimiliki oleh perseorangan-perseorangan, perusahaan-perusahaan, dan badan-badan pemerintah. Jumlah uang beredar dalam hal ini ditunjukkan dengan simbol M1

2) Pengertian yang luas.

Dalam pengertian ini uang beredar meliputi mata uang dalam peredaran, uang giral, dan uang kuasi. Uang kuasi terdiri dari deposito berjangka, tabungan, dan rekening valuta asing milik swasta domestik. Jumlah uang beredar dalam hal ini dinamakan sebagai likuiditas perekonomian dan diberi simbol M2.

Penelitian-penelitian sebelumnya yang membahas mengenai hubungan uang beredar dengan tingkat pengembalian saham antara lain dilakukan oleh Sprinkel (1964), Palmer (1970), Homa dan Jaffe (1971), Hamburger dan Kochin (1972), Cooper (1976), dan secara umum hasil penelitian-penelitian tersebut mengungkapkan bahwa terdapat hubungan antara uang beredar dengan tingkat pengembalian saham

Sprinkel dan Manurung (2003) memberikan kesimpulan bahwa ada hubungan positif antara pertumbuhan uang beredar dengan harga saham, tetapi waktunya tidak selalu konsisten dan kelihatannya menjadi lebih pendek. Palmer dalam Manurung dan Panutur (2004) meneliti hubungan antara tingkat pertumbuhan uang beredar dan pergerakan harga saham dan memberikan kesimpulan bahwa secara umum perubahan dalam uang beredar membuat perubahan harga saham. Cooper dalam Manurung (2003) juga melakukan penelitian jumlah uang beredar dan harga saham untuk periode 1947 sampai 1970 dengan menggunakan data bulanan. Penelitian terdahulu yang menggunakan variabel jumlah uang beredar dengan pendekatan model APT adalah penelitian Beenstock and Chan (1988), Ozcam (1997), Altay (2003), Clare dan Thomas (1994), Saver (1994).

#### **2.4 Koefisien Faktor-Faktor Kurs, Harga Minyak, dan JUB**

Transaksi ekspor dan impor yang dilakukan di Indonesia menggunakan berbagai mata uang asing. US dollar merupakan mata uang yang paling sering digunakan dalam transaksi ekspor dan impor di Indonesia. Pengaruh perubahan kurs setiap perusahaan tentunya tidak sama, tergantung dari strategi dan kebijakan yang diambil perusahaan. Penelitian Dewi (2006) faktor kurs USD menghasilkan koefisien korelasi yang negatif antara *excess return* semua saham sampel dengan *risk premium* kurs, yang berarti depresiasi rupiah akan menurunkan *return* saham demikian juga apresiasi rupiah akan menaikkan *return* saham, ternyata tidak demikian halnya jika faktor kurs tersebut digunakan secara bersama-sama dengan faktor lainnya (IHSG) untuk memprediksi *return* saham.

Kenaikan harga BBM bukan saja memperbesar beban masyarakat kecil pada umumnya tetapi juga bagi dunia usaha pada khususnya. Hal ini dikarenakan terjadi

kenaikan pada pos-pos biaya produksi sehingga meningkatkan biaya produksi dan meningkatkan biaya secara keseluruhan dan mengakibatkan kenaikan harga pokok produksi yang akhirnya akan menaikkan harga jual produk dan berdasarkan penelitian Sihalo (2006) menghasilkan kenaikan harga BBM berdampak pada fluktuasi *return* (*abnormal return*). Hal ini tampak pada *return* saham sebelum kenaikan harga BBM namun setelah kenaikan harga BBM *return* cenderung normal karena mendekati 0 dan sentimen negatif pelaku pasar terhadap kebijakan pemerintah menaikkan harga BBM menyebabkan nilai IHSG, indeks LQ 45 dan indeks saham sektor keuangan mengalami penurunan.

Jumlah uang beredar dalam suatu kurun waktu tertentu sangat penting dalam perekonomian suatu negara. Jumlah uang beredar dapat menggeser kondisi perekonomian dari baik ke buruk atau sebaliknya dan salah satu kebijakan moneter yang diambil pemerintah untuk dapat mengendalikan laju inflasi adalah membatasi pertumbuhan jumlah uang beredar. Berdasarkan penelitian Hidayat (2009) menghasilkan jumlah uang beredar tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham.