

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Investasi

Investasi menurut Fabozzi (1995.hal 2) dapat diartikan sebagai cara penanaman modal baik secara langsung maupun tidak langsung yang bertujuan untuk mendapatkan keuntungan tertentu dari hasil penanaman modal tersebut. Sedangkan Reilly (2003.hal 5) mendefinisikan investasi secara lebih spesifik, yaitu sebagai pengalokasian saat ini atas sejumlah uang selama periode waktu tertentu untuk memperoleh pembayaran di masa depan yang akan memberi imbalan kepada investor atas : (1) waktu selama dana dialokasikan, (2) tingkat imbal yang diharapkan, dan (3) ketidakpastian dari pembayaran masa depan.

Fabozzi (1999) mengungkapkan terdapat lima langkah dalam manajemen investasi agar investasi dapat dikelola dengan baik, yaitu :

1. Menentukan tujuan investasi
2. Menetapkan kebijakan investasi
3. Memilih strategi portofolio
4. Memilih *asset*
5. Mengukur dan mengevaluasi kinerja *asset*

Setiap investasi dalam bentuk sekuritas maupun portofolio pastilah mempunyai risiko. Risiko ini merupakan gambaran dari ketidakpastian *return* yang dapat diberikan melalui investasi dari sekuritas tersebut. Risiko tersebut timbul karena tidak adanya suatu

kepastian bahwa sekuritas atau portofolio tersebut akan terus-terusan memperoleh *return* positif (*gain*), tetapi seorang investor juga dapat mengalami *loss*.

2.2 Teori Portofolio

Portofolio merupakan sekumpulan investasi, baik pada *riil assets* maupun *financial assets*. Teori portofolio menurut Reilly (2003.hal 210) menekankan pada usaha untuk mencari kombinasi investasi optimal yang memberikan tingkat pengembalian maksimal pada tingkat risiko tertentu. Tingkat pengembalian yang diharapkan dari suatu portofolio merupakan rata-rata tertimbang dari tingkat pengembalian berbagai aktiva keuangan di dalam portofolio tersebut. Sedangkan risiko portofolio ditunjukkan oleh besar kecilnya penyimpangan tingkat pengembalian yang diharapkan. Semakin besar simpangan tingkat pengembalian yang diharapkan berarti semakin besar tingkat risikonya. Untuk mengurangi risiko dari suatu portofolio, investor dapat melakukan diversifikasi. Fabozzi (1999.hal 48) mengemukakan bahwa diversifikasi adalah menyusun portofolio sedemikian rupa untuk mengurangi risiko suatu portofolio tanpa mengorbankan *return*. Markowitz memperkenalkan *Markowitz Efficient Portfolios* (MEP) yaitu suatu metode diversifikasi dengan merancang suatu portofolio agar memberikan *expected return* yang tinggi pada tingkat risiko yang telah ditentukan. Dalam MEP terdapat beberapa asumsi yang mendasarinya (Fabozzi,1999.hal 52):

1. Diasumsikan hanya terdapat dua parameter yang mempengaruhi keputusan investor yaitu *expected return* dan *variance*.
2. Diasumsikan bahwa setiap investor adalah *risk averse*, dimana jika dihadapkan pada dua investasi yang memberikan *expected return* yang sama tetapi

- memberikan risiko yang sama, maka investor akan memilih yang risikonya lebih rendah.
3. Diasumsikan bahwa investor ingin mendapatkan *expected return* yang sebesar-besarnya pada tingkat risiko yang telah ditentukan.
 4. Semua investor memiliki ekspektasi yang sama menyangkut *expected return*, *variance*, *covariance* untuk semua *risky assets*.
 5. Semua investor memiliki satu periode investasi yang sama.

2.3 Return saham

Return atas investasi saham adalah salah satu pertimbangan utama para investor dalam memilih sekuritas, *return* saham menurut Megginson (1997.hal 95) adalah *total gain or loss experienced on behalf of its owner over a given period of time*. *Return* saham terdiri dari :

1. Pendapatan dari *capital gain*
2. Penerimaan dividen, yaitu bagian dari laba perusahaan yang dibayarkan kepada investor

Dengan demikian *return* saham dapat diformulasikan sebagai berikut (Megginson,1997.hal 96) :

$$R_{i,t} = \{(P_{i,t} - P_{i,t-1}) + d_{i,t}\} / P_{i,t-1}$$

Dimana :

$P_{i,t}$ = Harga saham ke i / indeks pada periode t

$P_{i,t-1}$ = Harga saham ke i / indeks pada periode t-1

$d_{i,t}$ = Dividen saham ke i pada periode t

2.4 Risk

Megginson (1997.hal 93) mengatakan bahwa keputusan investasi yang dilakukan saat ini oleh investor dilakukan demi memperoleh *return* dimasa yang akan datang. Perolehan *return* dimasa yang akan datang ini mengandung unsur ketidakpastian karena tidak ada jaminan pasti bahwa para investor akan mendapatkan *return* yang memadai atas investasinya. Sebagai akibatnya faktor risiko menjadi bagian yang tidak terpisahkan dari investasi. Ada tiga karakteristik investor (Megginson,1997.hal 101) :

1. *Risk averse*, Para investor yang hanya mau mengambil tambahan risiko jika ia menerima tambahan *return* yang memadai
2. *Risk neutral*, investor menilai investasi yang berisiko hanya berdasarkan *return* yang diharapkan akan diperolehnya
3. *Risk taker*, investor yang hanya mempertimbangkan risiko tanpa mempertimbangkan *return* dari investasinya karena ia sangat menyukai risiko

Ketidakpastian dalam investasi membuat investor tidak hanya berpikir mengenai tingkat pembelian semata-mata saja, tetapi juga mempertimbangkan adanya risiko investasi. Risiko investasi terbagi menjadi 2 (Megginson,1997.hal 103) :

1. *Systematic risk*, risiko yang berkaitan dengan pasar keseluruhan dan tidak dapat dihindari oleh para investor yang melakukan investasi di pasar. Biasanya berkaitan dengan kondisi perekonomian yang tidak sesuai harapan. Risiko ini tidak dapat didiversifikasi walaupun dengan memiliki portofolio yang paling efisien. Contohnya *political risk*, *currency risk*, *inflation risk*, *market risk* dan *interest rate risk*.

2. *Non-systematic risk*, sering disebut juga dengan *firm-specific risk*, risiko yang timbul dari faktor internal dan eksternal atau faktor fundamental perusahaan. Dapat dikurangi dengan usaha diversifikasi risiko oleh investor dengan memegang portofolio yang efisien. Contohnya bisa pangsa pasar, kompetisi, produk, manajemen, dan juga *financial risk* perusahaan seperti solvabilitas, likuiditas, profitabilitas, dll.

2.5 Arbitrage Pricing Theory (APT)

Teori CAPM yang dikemukakan oleh Sharpe (64) dan Lintner (65) menunjukkan adanya hubungan yang linear antara *expected return* sekuritas dengan risiko, dimana dalam konsep CAPM merupakan risiko sistematis yang pergerakannya dipengaruhi oleh portofolio pasar. Tetapi Roll (77) menunjukkan bahwa sulit dan bahkan hampir tidak mungkin untuk mendapatkan apa yang disebut portofolio pasar. Menurut Roll, CAPM membutuhkan indeks pasar yang sesungguhnya untuk bersifat efisien. Masalahnya tidak ada satupun indeks pasar yang benar-benar masuk dalam indeks pasar efisien Markowitz yang digunakan untuk menguji CAPM. Karena harus memasukkan seluruh aktiva di dunia yang sebenarnya mustahil untuk dilakukan.

Karena adanya keterbatasan yang dimiliki oleh CAPM tersebut, Ross (76) mengemukakan teori yang disebut *Arbitrage Pricing Theory (APT)*. APT tidak membutuhkan identifikasi dari portofolio pasar. Tetapi sebagai gantinya dikemukakan adanya arbitrase yang berdasarkan prinsip dasar teori keuangan yaitu *law of one price*. Hukum ini menyatakan bahwa satu sekuritas harus memiliki harga yang sama apapun sarana yang digunakan dalam menciptakan sekuritas tersebut. APT berdasarkan tiga

asumsi (Reilly,2003.hal 281) : (1) pasar modal adalah persaingan sempurna. (2) investor menginginkan kesejahteraan yang lebih disertai dengan adanya suatu kepastian. (3) proses stokastik menghasilkan *return* asset yang bisa dijabarkan sebagai fungsi linier dari faktor risiko sebanyak k-faktor.

APT menekankan adanya hubungan linier antara tingkat pengembalian yang diharapkan dari asset dan kovarians dengan variabel acak lain. Namun berbeda dengan CAPM yang mengasumsikan risiko sebagai kovarians *return* asset dengan *return* pasar, APT mengasumsikan bahwa *return* asset terikat (memiliki hubungan linier) dengan faktor-faktor lain sebanyak n faktor (Jiang Wang,*lecture notes*,2003).

APT hanya berfokus pada risiko sistematis saja karena menggunakan tiga asumsi (Bodie,2007.hal 227) : (1) Tingkat pengembalian sekuritas dapat dijelaskan oleh faktor *model*, (2) Terdapat jumlah sekuritas yang memadai untuk mendiversifikasi *non-systematic risk*, (3) Pasar modal yang berfungsi dengan baik sehingga tidak memungkinkan adanya kesempatan untuk melakukan *arbitrage*. Karena itu maka dapat disimpulkan bahwa model ini menganggap bahwa risiko spesifik perusahaan tidak ada dan para investor dianggap telah memiliki portofolio saham yang sudah didiversifikasi dengan baik.

Kelebihan APT dibanding CAPM (Elton,2007.hal 374) :

1. Asumsi yang digunakan mengenai preferensi investor terhadap *risk and return* tidak seketat CAPM, dimana dalam CAPM *trade off* investor antara *risk and return* sepenuhnya berdasarkan *expected returns* dan standar deviasi dari *prospective investment*. Disisi lain APT hanya mensyaratkan batas-batas yang tidak terlalu ketat pada fungsi kegunaan investor.

2. Tidak ada asumsi yang dibuat mengenai distribusi dari *return* sekuritas.
3. APT tidak tergantung pada identifikasi pasar aktual sehingga teori ini dapat diuji.

Tantangan yang terjadi dalam penerapan APT adalah dalam menentukan jumlah faktor-faktor yang mempengaruhi *return* asset, karena tidak dibatasi jumlah variabel independennya. Faktor-faktor berikut adalah faktor yang cukup berpengaruh pada APT (Elton,2007.hal 376) :

1. Perubahan yang tidak diantisipasi dalam produksi industri
2. Perubahan yang tidak diantisipasi dalam selisih antara obligasi dengan rating rendah dan rating tinggi
3. Perubahan yang tidak diantisipasi dalam tingkat suku bunga
4. Perubahan yang tidak diantisipasi dalam tingkat inflasi

2.5.1 Inflasi

Ketika mencetak uang untuk mendanai pengeluaran, pemerintah meningkatkan jumlah uang beredar. Kenaikan jumlah uang beredar sebaliknya akan menyebabkan inflasi. Mankiw (2007.hal 385) mendefinisikan bahwa inflasi adalah suatu proses kenaikan harga-harga yang berlaku dalam suatu perekonomian. Tingkat inflasi yang lebih tinggi akan menyebabkan tingkat bunga nominal yang lebih tinggi, yang pada gilirannya menurunkan keseimbangan uang riil yang mengakibatkan daya beli masyarakat menurun.

Biaya yang timbul akibat terjadinya inflasi :

- 1) Biaya kulit sepatu, Karena masyarakat memegang keseimbangan uang riil yang lebih rendah maka mereka harus sering-sering ke bank untuk menarik uang, karena lebih sering berjalan ke bank akan membuat sepatu seseorang cepat rusak.

- 2) Biaya menu, karena semakin tinggi tingkat inflasi maka semakin sering restoran mencetak menu baru.
- 3) Biaya yang berasal dari undang-undang pajak. Banyak penggunaan tarif pajak tidak memperhitungkan efek inflasi

Dua penyebab naik dan turunnya inflasi (Mankiw,2007.hal 388) :

1). *Demand-pull inflation*. Inflasi terjadi apabila sektor perusahaan tidak mampu dengan cepat memenuhi kenaikan permintaan masyarakat di dalam pasar. Masalah kelangkaan di pasar akan terjadi dan hal ini akan mendorong terjadinya kenaikan harga-harga. Biasanya terjadi ketika perekonomian berada pada keadaan *full employment* dan pertumbuhan ekonomi berjalan dengan sangat cepat. Dalam periode ini permintaan masyarakat akan bertambah dengan pesat.

2). *Cost-push inflation*. Inflasi juga dapat naik dan turun karena guncangan penawaran. Guncangan penawaran yang memperburuk, seperti kenaikan harga minyak dunia akan mendorong keatas biaya produksi dan mendorong perusahaan-perusahaan untuk menaikkan harga sehingga menyebabkan inflasi naik.

Indikator yang digunakan untuk mengukur inflasi antara lain (Hera Susanti,1995) :

1. Indeks Harga Konsumen : IHK mengukur kenaikan biaya hidup rata-rata rumah tangga. IHK banyak digunakan sebagai indikator inflasi karena lebih cepat tersedia.
2. Indeks Harga Perdagangan Besar : Indeks ini mencakup perubahan harga pada tingkat produsen.
3. *GDP Deflator* : Indeks ini mencakup perubahan harga semua barang dan jasa yang diproduksi suatu Negara.

Adanya kenaikan inflasi adalah sinyal negatif bagi investor di pasar modal, karena inflasi akan meningkatkan pendapatan dan biaya-biaya bagi perusahaan. Jika peningkatan biaya melebihi peningkatan pendapatan karena inflasi, maka profitabilitas perusahaan akan menurun yang pada akhirnya akan menurunkan harga saham perusahaan.

2.5.2 Tingkat suku bunga

SBI merupakan salah satu kebijakan moneter yang digunakan oleh Bank Indonesia. SBI sendiri mengacu pada BI *rate* yang ditentukan oleh BI. Tujuan kebijakan moneter yang utama adalah untuk menciptakan stabilisasi ekonomi yang dapat diukur dengan kesempatan kerja, kestabilan harga, serta neraca pembayaran internasional yang seimbang.

Biasanya investor menggunakan tingkat suku bunga ini untuk dibandingkan dengan tingkat pengembalian yang akan didapat jika diinvestasikan di bidang lain (Manurung,1996). Karena SBI merupakan investasi yang bersifat *risk free*, sehingga investor akan melihat investasi mana yang lebih menguntungkan dan lebih aman. Bila BI menyatakan bahwa tingkat bunga akan naik, atau pemerintah mengumumkan akan menerbitkan ORI dengan suku bunga yang cukup tinggi, maka investor akan menjual sahamnya dan menggantinya dengan instrument dengan tingkat pengembalian tetap (*fixed income*) yang memberikan tingkat bunga yang lebih tinggi. Oleh karena itu bunga umumnya memiliki hubungan negatif atau terbalik dengan *return* saham. Hal tersebut diakibatkan kenaikan suku bunga akan menyebabkan berkurangnya nilai saat ini (*present value*) dari dividen saham karena naiknya biaya investasi yang selanjutnya berdampak pada menurunnya harga saham. Sebaliknya, penurunan pada tingkat suku bunga akan

mengurangi *opportunity cost* dari meminjam dana. Akibatnya terjadi peningkatan investasi pada pasar modal yang pada akhirnya meningkatkan harga saham.

2.5.3 Kurs

Kurs adalah harga dari suatu mata uang dibanding mata uang Negara lain (Mankiw,2007.hal 131). Para ekonom membedakan kurs menjadi 2 yaitu : kurs nominal (harga relatif dari mata uang dua Negara), dan kurs riil (harga relatif dari barang-barang diantara dua Negara. Kurs riil menyatakan tingkat di mana kita bisa memperdagangkan barang-barang dari suatu Negara untuk barang-barang dari Negara lain.

Ada dua jenis sistim kurs yang dapat dianut suatu negara, yaitu (Mankiw,2007.hal 344) :

1. Kurs tetap. Di bawah kurs tetap, bank sentral mengumumkan mata uang pada suatu kurs yang konstan dan siap untuk membeli dan menjual mata uang domestik untuk mempertahankan kurs sesuai dengan tingkat yang diumumkan. Esensi dari kurs tetap adalah komitmen bank sentral untuk membiarkan jumlah uang beredar menyesuaikan pada level berapapun akan menjamin kurs ekuilibrium sama dengan kurs yang diumumkan. Selain itu selama bank sentral siap membeli atau menjual mata uang asing pada kurs tetap, jumlah uang beredar menyesuaikan secara otomatis pada tingkat yang diperlukan.
2. Kurs mengambang, dimana kurs ditentukan oleh pasar (berdasarkan kekuatan permintaan dan penawaran) dan dibiarkan berfluktuasi dengan bebas untuk menanggapi kondisi perekonomian yang sedang berubah. Pada kasus ini, kurs menyesuaikan untuk mencapai keseimbangan simultan di pasar barang dan pasar

uang. Ketika sesuatu terjadi pada keseimbangan tersebut, kurs memungkinkan untuk bergerak ke nilai keseimbangan baru.

Risiko perubahan nilai tukar biasanya paling berpengaruh pada perusahaan yang sebagian besar bisnisnya dilakukan menggunakan mata uang asing. Perubahan pada nilai tukar pada akhirnya dapat mempengaruhi arus kas yang diterima oleh perusahaan.

2.5.4 Uang beredar

Uang adalah persediaan aset yang dapat dengan segera digunakan untuk melakukan transaksi. Ada tiga fungsi uang (Mankiw,2007.hal 77) :

- 1) sebagai penyimpan nilai atau kekayaan. Uang adalah cara mengubah daya beli dari masa kini ke masa depan.
- 2) Sebagai unit hitung. Uang berfungsi sebagai satuan pengukuran nilai ekonomis.
- 3) Sebagai *medium of exchange*. Uang adalah apa yang kita gunakan untuk membeli barang dan jasa.

Jumlah uang yang tersedia disebut jumlah uang beredar. Dalam suatu perekonomian uang beredar merupakan salah satu instrumen untuk menekan inflasi. Ukuran yang paling umum digunakan untuk mempelajari dampak uang terhadap perekonomian adalah M1. Dimana M1 adalah mata uang kartal (jumlah uang kertas dan uang logam yang beredar) ditambah deposito penerimaan, *traveler's check*, tabungan masyarakat yang terdapat di bank-bank umum, dan deposito yang dapat diuangkan dengan cek lainnya.

Bank Indonesia memiliki hak tunggal untuk mengeluarkan uang logam dan kertas dan juga memiliki otoritas untuk mengendalikan jumlah uang beredar. Hal tersebut dilakukan melalui tiga Instrumen kebijakan moneter (Mankiw,2007.hal 515) :

1) Operasi pasar terbuka, adalah pembelian dan penjualan obligasi pemerintah oleh bank sentral. Ketika bank sentral membeli obligasi dari publik, jumlah rupiah yang dibayarkan untuk obligasi itu akan meningkatkan basis moneter sekaligus meningkatkan jumlah uang beredar. Ketika bank sentral menjual obligasi kepada publik, jumlah rupiah yang diterima menurunkan basis moneter dan dengan demikian menurunkan jumlah uang beredar.

2) *Reserve requirements*. Peraturan bank sentral yang menuntut bank-bank untuk memiliki rasio deposito-cadangan minimum. Kenaikan dalam persyaratan cadangan akan meningkatkan rasio deposito-cadangan dan menurunkan penganda uang serta jumlah uang beredar.

3) *Discount Rate*. Tingkat bunga yang dikenakan bank sentral ketika memberi pinjaman kepada bank-bank. Bank meminjam dari bank sentral ketika cadangan mereka terlalu sedikit untuk memenuhi persyaratan cadangan. Semakin kecil tingkat diskonto, semakin murah cadangan yang dipinjamkan, dan semakin banyak bank yang meminjam dengan fasilitas *discount window* bank sentral. Jadi penurunan tingkat diskonto meningkatkan basis moneter dan jumlah uang beredar

Kelebihan uang beredar di dalam masyarakat akan menimbulkan *excess liquidity*, sehingga masyarakat akan mencari alternatif investasi untuk menyalurkan kelebihan dana tunai tersebut. Apabila masyarakat memilih untuk berinvestasi di saham maka akan menyebabkan harga saham menjadi naik. Sehingga terdapat hubungan positif antara pertumbuhan jumlah uang beredar dengan *return* saham.

2.6 Penelitian-penelitian sebelumnya

2.6.1 Penelitian hubungan inflasi dan *return* saham

Dalam studi mengenai hubungan antara *return* saham dengan inflasi, Gultekin (1983) menggunakan CPI (*consumer price index*) dan WPI (*wholeseller price index*) sebagai indikator dari tingkat inflasi yang diharapkan. Dalam penelitiannya Gultekin menggunakan data dari *Livington survey of expectation* untuk mendapatkan data ekspektasi tingkat inflasi. Dari hasil penelitiannya Gultekin menyimpulkan adanya hubungan negatif yang sangat erat antara *expected return* di pasar modal dengan tingkat inflasi yang diharapkan. Pada tahun yang sama, Solnik juga meneliti hubungan antara harga saham dan tingkat inflasi yang diharapkan dengan menggunakan Sembilan Negara sebagai sampel, yaitu AS, Jepang, Inggris, Perancis, Swiss, Jerman, Belgia, Belanda, dan Kanada. Periode penelitian dari Januari 1971 sampai Desember 1980 dengan menggunakan tingkat bunga sebagai *proxy* untuk tingkat inflasi yang diharapkan. Hasilnya menunjukkan bahwa inflasi berhubungan negatif dengan *return* saham.

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Engsted dan Tanggaard (2000) yang juga meneliti mengenai hubungan antara tingkat *expected return* pada saham dan obligasi dengan tingkat inflasi yang diharapkan pada jangka pendek dan panjang. Sama seperti Gultekin dan kebanyakan penelitian mengenai hubungan inflasi dan *return asset*, penelitian ini juga meneliti keberadaan *fisher effect*. Dimana dinyatakan bahwa tingkat pengembalian nominal yang diharapkan adalah sama dengan tingkat inflasi yang diharapkan ditambah dengan tingkat pengembalian riil. Objek penelitian yang digunakan adalah pasar saham Amerika dan Denmark dengan menggunakan metode *Vector-autoregressive* (VAR). Hasil dari penelitian ini adalah ditemukannya hubungan yang

semakin melemah pada pasar saham Amerika seiring dengan semakin panjangnya *time horizon* ekspektasi. Sedangkan sebaliknya pada pasar saham Denmark hubungan yang terjadi justru semakin kuat.

2.6.2 Penelitian hubungan tingkat suku bunga dan *return saham*

Gupta, Chevalier, dan Sayekt (1998) meneliti hubungan sebab-akibat pada pasar saham Jakarta, penelitian ini menggunakan JIBOR sebagai tingkat bunga. Periode waktu penelitian dibagi menjadi tiga sub-periode, yaitu Januari 1993-Maret 1995, April 1995-Juli 1997 dan Agustus 1997-Desember 1997. hasilnya ditemukan bahwa terjadi kausalitas pada sub-periode I dan III dengan hubungan yang positif.

Bernanke dan Kuttner (2005) meneliti mengenai dampak kebijakan penetapan suku bunga federal di Amerika terhadap *return* saham. Mereka menemukan bahwa peningkatan suku bunga sebesar 25 basis poin akan mengakibatkan harga-harga saham turun sebesar 1 %.

2.6.3 Penelitian hubungan kurs dan *return saham*

Yucel dan Kurt (2003) telah meneliti hubungan antara perubahan nilai tukar dengan harga saham pada perusahaan-perusahaan yang tercatat di pasar modal Turki. Turki, sama seperti Indonesia juga menganut sistem nilai tukar mengambang. Hasil dari penelitian terhadap 152 perusahaan (86 perusahaan *exporter* dan 66 perusahaan *non-exporter*) menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan *exporter* lebih terpengaruh dengan perubahan nilai tukar dibandingkan dengan perusahaan *non-exporter*. Perusahaan-perusahaan *exporter* juga memiliki koefisien *mean exposure* lebih tinggi dari keseluruhan nilai sampel. Nilai tukar juga berbanding terbalik dengan nilai perusahaan, hal ini dapat terjadi karena apabila terjadi depresiasi nilai tukar maka produk-produk

local akan secara relatif menjadi lebih murah dari produk luar negeri, dengan begitu produk lokal akan lebih diminati dan pada akhirnya akan meningkatkan ekspor, sehingga akan meningkatkan nilai dari perusahaan lokal yang pada akhirnya meningkatkan harga saham.

Untuk perusahaan multinasional, Ihrig dan Prior (2004) menggunakan model yang sama dengan Yucel dan Kurt untuk meneliti pengaruh perubahan kurs pada perusahaan tersebut. Hasilnya ternyata tidak berbeda jauh, terdapat 14,23% perusahaan multinasional (78 dari 548 perusahaan) yang dipengaruhi secara signifikan oleh perubahan kurs.

2.6.4 Penelitian hubungan jumlah uang beredar dan *return* saham

Conover, Jensen, dan Johnson (1999) telah meneliti dampak kebijakan moneter internasional pada *return* saham di Swedia. Mereka menemukan adanya hubungan yang signifikan antara kebijakan moneter yang diambil pemerintah dengan *return* saham. Kebijakan ekspansif menghasilkan *return* yang lebih besar dibanding kebijakan restriktif.

Thorbecke (1997) meneliti hubungan antara *return* pasar saham dengan kebijakan moneter pada tingkat domestik di Amerika. Thorbecke menyimpulkan bahwa kebijakan moneter ekspansif menimbulkan dampak nyata dengan meningkatkan arus kas di masa mendatang atau dengan menurunkan tingkat diskonto yang digunakan dalam menghitung arus kas. Selain itu Thorbecke juga menyimpulkan bahwa kebijakan moneter memiliki dampak yang lebih besar terhadap perusahaan kecil dibanding perusahaan besar.

James, Koreisha, dan Partch (1985) melakukan penelitian dengan menggunakan metode *Vector Autoregression Moving Average* (VARMA) untuk meneliti hubungan sebab-akibat antara *return* saham, pertumbuhan jumlah uang beredar, dan *expected inflation*. Mereka menyimpulkan bahwa *return* saham mencerminkan perubahan pada

monetary base. Manurung (1996) dalam penelitiannya di Bursa Efek Jakarta menyatakan bahwa tingkat bunga, nilai tukar dollar AS terhadap rupiah, inflasi dan perubahan jumlah uang beredar cukup signifikan mempengaruhi Indeks Harga Saham Gabungan.

