

I. LANDASAN TEORI

2.1. Sistem ekonomi dan keuangan

Dalam ilmu ekonomi dikenal suatu asumsi yang dikemukakan oleh seorang ahli ekonomi bernama J.M. Keynes, yang menyatakan bahwa motif seseorang memegang uang dapat terbagi antara lain :

1. Motif Transaksi

Motif menggunakan uang dalam bentuk apapun yang digunakan untuk melakukan pertukaran dalam memperoleh suatu bentuk barang atau jasa guna memenuhi kebutuhan jangka pendek.

2. Motif berjaga – jaga

Motif ini disebut juga motif menabung, yaitu penempatan uang untuk disimpan guna berjaga – jaga dalam memenuhi kebutuhan lain yang timbul pada masa yang akan datang serta kebutuhan jangka panjang lainnya.

3. Motif berspekulasi

Motivasi untuk menempatkan uang dalam suatu bentuk alat investasi dengan harapan akan berkembang dan menghasilkan nilai yang lebih tinggi pada masa yang akan datang.

Dalam hal mengakomodir keinginan dan harapan konsumen yang semakin bertambah, maka suatu sistem perekonomian harus menyediakan berbagai macam pasar yang dapat memenuhi keinginan dan harapan konsumen yang semakin meningkat dan semakin ketat tersebut. Salah satu cara yang dapat digunakan

adalah dengan mengorganisasikan sistem ekonomi dan keuangan ke dalam dua macam pasar, yaitu pasar untuk barang dan jasa serta pasar untuk asset keuangan.

2.1.1 Pasar Aset Keuangan

Menurut Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (2006 : 17) pasar finansial menunjukkan pertemuan antara permintaan dan penawaran akan aktiva finansial (financial assets) atau yang sering juga disebut sekuritas. Aktiva finansial menunjukkan secarik kertas (surat) yang mempunyai nilai pasar karena surat tersebut menunjukkan klaim atas aktiva riil perusahaan, contohnya adalah saham, obligasi, hutang bank, kewajiban sewa guna dan sebagainya.

Lebih jauh dijelaskan bahwa pasar asset keuangan selalu dibagi menjadi dua sub pasar, yaitu pasar uang (*money market*) dan pasar modal (*capital market*). Pasar uang merupakan pertemuan antara pihak yang bersurplus dana dengan pihak yang berdefisit dana dimana dananya berjangka pendek dan pada umumnya berkualitas tinggi untuk diperdagangkan (Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti : 2006).

Hasan Zein Mahmud (2009 : 2) mengidentifikasi beberapa ciri dari instrumen asset yang diperdagangkan dipasar uang, diantaranya adalah :

1. Berjangka pendek 1 tahun (umumnya 3 bulan)
2. Memiliki rentang likuiditas yang lebar
3. Memiliki varian rating yang lebar
4. Sensitif terhadap gejolak tingkat bunga
5. Investor dapat secara individu maupun institusi melalui *Money Market Funds*

Berdasarkan uraian tersebut, dapat disimpulkan bahwa ciri – ciri pasar uang adalah memperjualbelikan dana – dana dengan jangka waktu yang pendek, tidak terikat pada tempat tertentu, pada umumnya permintaan dan penawaran bertemu secara langsung dan tidak perlu *guarantor/underwriter*. Pasar uang yang terorganisir ada beberapa jenis, diantaranya : pasar uang antar bank, sertifikat deposito, sertifikat Bank Indonesia, Surat Berharga Pasar Uang (SBPU) dengan sifat perdagangan ada yang bersifat langsung, pasar uang bagi nasabah dan dan pasar uang yang terbuka bagi siapa saja.

2.1.2 Pasar Modal

Menurut Undang – Undang Republik Indonesia No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, dijelaskan bahwa pasar modal merupakan kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Sedangkan menurut Suad Husnan (2005 : 3) secara formal pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta.

Dalam arti yang lebih sempit Kamaruddin Ahmad (2004 : 18) mendefinisikan pasar modal adalah tempat pasar terorganisasi yang memperdagangkan saham – saham dan obligasi – obligasi dengan memakai jasa dari makelar, komisioner dan para *underwriter*.

Lebih lanjut dijelaskan bahwa berbeda dengan tujuan pasar modal di berbagai negara, pasar modal di Indonesia mempunyai jangkauan dan misi yang lebih luas.

Jangkauan yang hendak dirangkum mencakup tiga aspek mendasar, yaitu :

1. Mempercepat proses perluasan partisipasi masyarakat dalam kepemilikan saham – saham perusahaan
2. Pemerataan pendapatan masyarakat melalui kepemilikan saham perusahaan
3. Menggairahkan partisipasi masyarakat dalam pengarahannya dan perhimpunan dana untuk digunakan secara produktif (Kamaruddin Ahmad : 2004).

Menurut Usman Marzuki, Riphah Singgih dan Ika Syahrir (1997 : 13-17) pada dasarnya terdapat empat peranan strategis dari pasar modal bagi perekonomian suatu negara, yaitu :

1. Sebagai sumber penghimpun dana

Pasar modal berfungsi sebagai alternatif sumber penghimpunan dana selain sistem perbankan yang selama ini dikenal sebagai media penghimpunan dana secara konvensional. Pasar modal memungkinkan perusahaan menerbitkan surat berharga (sekuritas), baik surat tanda utang (obligasi) maupun surat tanda kepemilikan (saham). Dengan memanfaatkan sumber dana dari pasar modal, perusahaan dapat terhindar dari kondisi *debt to equity ratio* yang terlalu tinggi.

2. Sebagai alternatif investasi para pemodal

Pasar modal memberikan kesempatan kepada para pemodal untuk membentuk portofolio investasi melalui cara mengkombinasikan dana pada berbagai kemungkinan dana pada berbagai kemungkinan investasi dengan harapan

memperoleh keuntungan yang lebih dan sanggup menanggung resiko tertentu yang mungkin terjadi

3. Biaya penghimpunan dana melalui pasar modal relatif rendah

Dalam melakukan penghimpunan dana, suatu perusahaan membutuhkan biaya yang relatif lebih kecil jika diperoleh melalui penjualan saham dari pada meminjam melalui instrument lain.

4. Bagi negara, pasar modal akan mendorong perkembangan investasi

Setiap perusahaan, khususnya yang berskala besar dan bersifat strategis, pasti berkeinginan untuk mampu meningkatkan kapasitas usahanya agar dapat menaikkan volume penjualan dan pendapatan. Usaha yang berskala kecil secara teoritis, sulit untuk mencapai skala produksi yang efisien (*economic of scale*), sehingga untuk memperbaiki posisinya perusahaan yang bersangkutan melakukan perluasan usaha (*expansion*). Perluasan ini membutuhkan modal yang besar.

Keberhasilan dan kegagalan peran strategis pasar modal ini dipengaruhi oleh beberapa factor. Menurut Suad Husnan (2005 : 8 - 9) keberhasilan pembentukan pasar modal dipengaruhi oleh *supply* dan *demand* akan dana jangka panjang yang *transferable*. Secara rinci, faktor – faktor yang mempengaruhi keberhasilan pasar modal antara lain adalah :

- a. *Supply* sekuritas, berarti harus banyak perusahaan yang bersedia menerbitkan sekuritas di pasar modal.
- b. *Demand* akan sekuritas, berarti harus terdapat anggota masyarakat yang memiliki jumlah dana yang cukup besar untuk dipergunakan membeli sekuritas – sekuritas yang ditawarkan.

- c. Kondisi politik dan ekonomi, kondisi politik yang stabil akan ikut membantu pertumbuhan ekonomi yang pada akhirnya mempengaruhi *supply* dan *demand* akan sekuritas.
- d. Masalah hukum dan peraturan, peraturan yang melindungi pemodal dari informasi yang tidak benar dan menyesatkan menjadi mutlak diperlukan. Justru pada aspek inilah sering negara – negara dunia ketiga lemah.
- e. Keberadaan lembaga yang mengatur dan mengawasi kegiatan pasar modal dan berbagai lembaga yang memungkinkan dilakukannya transaksi secara efisien.

2.2. Pengertian dan Tujuan Investasi

Menurut Donald E. Fischer dan Ronald J. Jordan dalam bukunya *Security Analysis and Portfolio Management*, investasi di definisikan :

“An investment is a commitment of funds made in the expectation of some positive rate of return”.

Charles P. Jones mendefinisikan investasi sebagai berikut : *Investment is commitment of funds to one or more assets that will be held over some future time period for purpose of optimizing welfare*”(Charles P Jones dalam Hasan Zein : 2009).

Sedangkan menurut Kamaruddin Ahmad (2004 : 3) investasi adalah menempatkan uang atau dana dengan harapan untuk memperoleh tambahan atau keuntungan tertentu atas uang atau dana tersebut.

Definisi ini harus dibedakan dengan pengertian spekulasi. Menurut Jack Clark Francis, investasi mencakup pembelian aktiva yang dapat dijual dengan harapan untuk memperoleh keuntungan yang cepat dari kenaikan harga asset tersebut yang

dapat terjadi dalam beberapa minggu atau beberapa bulan (Jack Clark Francis dalam Kamaruddin Ahmad : 2004).

Alasan mengapa seseorang melakukan investasi antara lain adalah :

1. Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa yang akan datang. Seseorang yang bijaksana akan berpikir bagaimana cara meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya-tidaknya bagaimana berusaha untuk mempertahankan tingkat pendapatannya yang ada sekarang agar tidak berkurang dimasa yang akan datang.
2. Mengurangi tekanan inflasi. Dengan melakukan investasi dalam memilih perusahaan atau objek lain, seseorang dapat menghindarkan diri agar kekayaan atau harta miliknya tidak merosot nilainya karena digerogeti oleh inflasi
3. Dorongan untuk menghemat pajak. Beberapa Negara di dunia banyak melakukan kebijakan yang sifatnya mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui fasilitas perpajakan yang diberikan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada bidang – bidang usaha tertentu (Kamaruddin Ahmad : 2004).

Berdasarkan uraian tersebut, dapat disimpulkan bahwa investasi adalah suatu komitmen untuk menempatkan dana dalam beberapa instrumen (*assets*) dengan harapan untuk memperoleh tambahan keuntungan atau meningkatkan kesejahteraan di masa yang akan datang. Investasi dilakukan untuk beberapa tujuan, diantaranya untuk mendapatkan kehidupan yang layak dimasa yang akan

datang, mengurangi tekanan inflasi dan dorongan untuk menghemat pajak. Dan yang paling penting investasi memiliki pengertian yang berbeda dengan spekulasi.

2.3. Tingkat Pengembalian Investasi)

Menurut Mohamad Muslich (2003 : 6) hasil atas return suatu investasi secara sederhana dapat dinyatakan sebagai perbandingan antara laba yang diperoleh dari investasi dengan investasi awalnya.

Sedangkan menurut Hall (1997: 3) tingkat imbal hasil yang diharapkan dalam investasi saham terdiri dari dua tipe yaitu :

1. Deviden tunai merupakan bagian dari laba bersih setelah pajak penghasilan yang disepakati manajemen perusahaan emiten melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) untuk dibagikan atau dibayarkan kepada para pemegang saham.
2. *Capital Gain* merupakan keuntungan dari kenaikan atas nilai atau harga pasar suatu saham dipasar modal yang dikaitkan langsung dengan kinerja perusahaan emiten dan sentimen positif dari para investor untuk memiliki saham tersebut.

Lebih jauh menurut Kamaruddin Ahmad (2004 : 6) menyatakan bahwa keuntungan yang diharapkan atau *expected of return*, setiap asset adalah rata – rata tertimbang dari *return* dengan menggunakan probabilitas setiap *return* sebagai bobotnya. *Expected return* dikalkulasikan dengan menjumlahkan hasil kali dari *return* dengan Probabilitasnya.



$$E(r) = \sum_{t=1}^T P \cdot r$$

1.4.Faktor – faktor yang menentukan tingkat harga saham

Menurut Suad Husnan, (2005 : 309) menyatakan bahwa faktor – faktor yang menentukan tingkat pengembalian (return) investasi saham dibagi dua yaitu faktor yang bisa dikendalikan perusahaan (bersifat mikroekonomi) dan yang tidak bisa dikendalikan perusahaan (bersifat makro ekonomi).

1.4.1. Faktor Makro ekonomi

Faktor Makro ekonomi, yaitu kondisi siklus ekonomi global yang terjadi secara agregat terhadap variabel – variabel ekonomi baik di suatu negara maupun di dunia Internasional. Menurut Suad Husnan (2005 : 309), faktor – faktor yang tidak bisa dikendalikan oleh perusahaan meliputi suku bunga, pertumbuhan ekonomi, harga minyak, kondisi moneter dan sebagainya.

Sedangkan Hasan Zein (2009 : 9) menyatakan bahwa dalam analisis fundamental terhadap saham, faktor – faktor yang perlu diperhatikan adalah :

1. Pertumbuhan (GDP)
2. Investasi (indeks harga saham)
3. Neraca pembayaran
4. Nilai tukar
5. *Employement rate*
6. Tingkat bunga

Berdasarkan kedua pendapat tersebut, dapat diidentifikasi faktor makro ekonomi yang dapat mempengaruhi *return* saham, yaitu IHSG, pertumbuhan

ekonomi, GDP/GNP, tingkat inflasi, tingkat suku bunga dan kondisi nilai tukar (Rupiah terhadap valas).

1. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Indeks merupakan merupakan suatu angka (merupakan hasil hitungan) yang dibuat sedemikian rupa sehingga dapat dipergunakan untuk melakukan perbandingan antara kegiatan yang sama. Dalam keputusan direksi PT. Bursa Efek Indonesia (BEI), indeks dapat berupa satu saham, sekumpulan saham dalam suatu industri tertentu atau semua saham (gabungan). Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) adalah indeks saham yang proses penghitungannya melibatkan komponen semua saham yang tercatat pada BEI. IHSG yang dihitung dan diukur pada Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah indeks rata – rata tertimbang dari nilai pasar (*marked value weighted average price index*), dengan rumus dasar perhitungannya adalah :

$$\text{IHSG} = \frac{\sum N}{\sum N} \frac{P}{D} \times 100$$

Dimana :

Nilai Pasar = Jumlah saham hari ini dikali harga pasar hari ini (penutupan regular)

Nilai Dasar = Jumlah saham hari dasar dikali harga pasar hari dasar

Pada penelitian ini, IHSG berperan sebagai variabel terikat (*dependent variable*) yang akan dilihat tingkat keterpengaruhinya karena perubahan beberapa faktor makroekonomi Indonesia sebagai variabel bebas (*independent variable*) seperti tingkat pertumbuhan ekonomi, laju inflasi, tingkat suku bunga SBI dan kurs rupiah terhadap dollar Amerika Serikat.

2. Tingkat Pertumbuhan Ekonomi

Perumbuhan ekonomi (*Economic Growth*) adalah perkembangan kegiatan dalam perekonomian yang menyebabkan barang dan jasa yang diproduksi dalam masyarakat bertambah dan kemakmuran masyarakat meningkat dalam jangka panjang. Berdasarkan definisi tersebut, indikator yang dapat digunakan untuk mengukur pertumbuhan ekonomi tersebut adalah GDP (*Gross Domestic Product*) atau GNP (*Gross National Product*). Rumus perhitungan pertumbuhan ekonomi adalah :

$$\text{Pertumbuhan Ekonomi} = \frac{\Delta G}{G_{t-0}} \times 100\%$$

Dimana :

GDP = Perubahan tingkat GDP (tahun yang dihitung dikurangi tahun sebelumnya)

GDP_{t-0} = GDP pada tahun dasar (tahun sebelumnya)

3. Tingkat Inflasi

Inflasi pada dasarnya merupakan suatu kecenderungan dari harga – harga untuk menaik secara umum dan terus menerus. Inflasi selalu dan dimanapun merupakan fenomena moneter. Inflasi dihitung dari Indeks Harga Konsumen (IHK).

$$\text{Rumus : Laju inflasi} = \frac{\Delta I}{I_{t-0}} \times 100\%$$

Dimana :

IHK = Perubahan tingkat IHK (tahun yang dihitung dikurangi tahun sebelumnya)

IHK_{t-0} = IHK pada tahun dasar (tahun sebelumnya)

4. Tingkat Suku Bunga SBI

Sertifikat Bank Indonesia (SBI) pada prinsipnya adalah surat berharga atas unjuk dalam Rupiah yang diterbitkan dengan sistem diskonto oleh bank Indonesia (BI) sebagai pengakuan utang berjangka waktu pendek. Berdasarkan pengertian tersebut, dapat diketahui bahwa tingkat suku bunga yang diberlakukan bank Indonesia terhadap SBI merupakan fenomena moneter yang bersifat makro ekonomi yang dapat menunjukkan kondisi perekonomian negara. Dengan mengamati perkembangan tingkat suku bunga SBI yang ditentukan oleh bank Indonesia dari periode ke periode tertentu dapat diketahui kondisi moneter Indonesia.

5. Nilai Tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika

Kurs Nominal adalah harga relatif mata uang dua negara. Pasar valas adalah lembaga atau pasar dimana orang memperoleh fasilitas – fasilitas untuk melaksanakan pembayaran kepada penduduk negara lain atau menerima pembayaran dari penduduk negara lain. Di dalam pasar valas terjadi permintaan dan penawaran valuta asing. Kurs nominal dapat ditentukan dengan sistem kurs yang mengambang (*floating exchange rate*), ditetapkan (*fixed exchange rate*) atau yang distabilkan (*managed floating rate*). Pada penelitian ini data kurs dibatasi pada kurs Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat dengan alat ukur berupa perbandingan jumlah Rupiah yang harus dibayarkan untuk memperoleh satu Dollar Amerika Serikat (kurs jual).

1.4.2. Faktor Mikroekonomi

Faktor Mikroekonomi, yaitu kondisi keuangan perusahaan sebagai hasil kinerja dan performa operasional perusahaan yang terjadi pada periode tertentu sebagai

dampak dari kebijakan yang dijalankan perusahaan. Menurut Suad Husnan (2005 : 308), menyatakan bahwa faktor – faktor yang mungkin bisa dikendalikan perusahaan seperti likuiditas dan profitabilitas perusahaan, termasuk didalamnya faktor – faktor yang mempengaruhinya (penjualan, biaya, teknologi, karyawan, mesin, deviden, *profit margin* dan sebagainya).

Berdasarkan pendapat tersebut, dapat dijelaskan bahwa faktor mikroekonomi perusahaan bersifat spesifik dan ditentukan oleh kebijakan dan kinerja serta performa kerja perusahaan yang diukur dengan memperhatikan perkembangan berbagai jenis rasio keuangan (likuiditas, profitabilitas, solvabilitas, biaya modal dan sebagainya) serta faktor – faktor yang mempengaruhinya melalui analisis keuangan perusahaan dengan metode tertentu.

Uraian tersebut menunjukkan bahwa *return* saham perusahaan dipengaruhi oleh faktor makro ekonomi yang bersifat sistematis dan tidak dapat dihindari dan faktor mikroekonomi yang bersifat tidak sistematis dan dapat dihindari. Penelitian ini lebih menitikberatkan dan terfokus pada faktor – faktor yang bersifat makro ekonomi karena lebih bersifat sistematis dan berlaku untuk setiap perusahaan. Selain itu faktor ini lebih diperhatikan investor dalam melakukan keputusan investasinya, sesuai dengan pendapat Paul Samuelson dalam Ajid Hajiji (2008 : 1) yang menyatakan bahwa pasar saham memprediksi semua dari lima resesi terakhir. Hal ini mengisyaratkan bahwa ada hubungan yang kausatif antara pasar saham dan kondisi ekonomi suatu negara terutama jika mengalami resesi.

1.5.Risiko Investasi

Mohamad Muslich (2003 : 14) menyatakan bahwa setiap investasi mungkin akan menanggung risiko, yaitu kemungkinan bahwa hasil nyata berbeda dengan hasil yang diharapkan. Semakin besar perbedaan atau deviasi hasil ini, semakin besar pula resiko yang dikandung dalam dalam investasi.

Sedangkan Kammarudin Ahmad (2004 : 4) menyatakan bahwa timbulnya risiko investasi bersumber dari beberapa factor. Faktor – factor tersebut dapat terjadi bersamaan atau hanya muncul dari salah satu saja, risiko yang dimaksud antara lain :

1. Risiko tingkat bunga, terutama jika terjadi kenaikan
2. Risiko daya beli, disebabkan inflasi
3. Risiko pasar *bear* dan *bull*, trend pasar turun atau naik
4. Risiko manajemen, kesalahan/kekeliruan dalam pengelolaan
5. Risiko kegagalan, keuangan perusahaan ke arah kepailitan
6. Risiko likuiditas, kesulitan pencairan/pelepasan aktiva
7. Risiko penarikan, kemungkinan pembelian kembali asset/surat berharga oleh emiten
8. Risiko konversi, kaharusan penukaran atau aktiva
9. Risiko politik, baik internasional maupun nasional
10. Risiko industri, munculnya saingan produk homogeny

Risiko investasi atau *capital risk* yang harus di terima oleh para investor saham dapat berupa :

1. *Business risk*, risiko sehubungan dengan pertumbuhan kinerja penjualan dan penghasilan perusahaan emiten dibawah target harapan investor dan

manajemen perusahaan emiten gagal mengembangkan perusahaannya ke tahap siklus bisnis berikutnya.

2. *Stock-specific risk*, juga dikenal dengan *unsystematic risk*, resiko yang bias dihilangkan dengan diversifikasi (investasi pada berbagai saham)
3. *Liquidity atau marketability risk*, resiko sehubungan dengan kesulitan investor untuk menjual atau membeli sahamnya pada harga yang wajar dalam jangka waktu yang pendek dikarenakan terlalu sedikitnya pembeli atau penjual saham tersebut di pasar modal.
4. *Interest rate risk*, resiko yang dapat mempengaruhi seluruh sekuritas pendapatan tetap yaitu saham istimewa dan obligasi. Jika suku bunga naik, maka banyak investor menarik dananya dari reksa dana saham untuk diinvestasikan ke instrumen investasi yang lebih aman seperti sertifikat deposito. Sehingga terjadi penurunan permintaan atas saham oleh manajer investasi dan penurunan harga saham biasa.
5. *Systematic risk*, juga dikenal dengan risiko pasar atau *beta* (β), resiko yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi. Jika pergerakan pasar secara menyeluruh mengalami penurunan, maka nilai dari seluruh lembar saham dalam portofolio cenderung akan menurun. Untuk meminimalkan risiko ini, investor dapat menggunakan strategi lindung nilai (*hedging*).
6. *Inflationary atau purchasing power*, risiko turunnya daya beli uang. Tingginya tingkat inflasi menurunkan daya beli uang
7. *Political risk*, risiko kondisi politik suatu negara yang tidak stabil akan menurunkan produktivitas perusahaan yang sahamnya kita miliki.

8. *Taxation risk*, risiko perubahan tariff pajak atas pendapatan deviden dan keuntungan modal (*capital gain*) dapat merubah permintaan untuk saham (Hall, 1997 : 4).

Berdasarkan uraian tentang tingkat pengembalian dan risiko investasi tersebut, dapat disimpulkan bahwa tingkat pengembalian yang diharapkan dari suatu investasi dihadapkan langsung dengan risiko yang harus dihadapi, dimana ada yang bersifat *systematic* dan *unsystematic*, dapat berasal dari internal perusahaan emiten secara mikro dan ada yang berasal dari eksternal perusahaan emiten secara makro.

1.6. Penilaian Harga Saham

Menurut Reilly dan Brown (1997 : 243), keputusan dalam pasar sekuritas dapat didasarkan pada tiga teknik. Teknik pertama adalah dengan pendekatan makro yang didasarkan pada hubungan antara agregat ekonomi dengan alternatif pasar sekuritas seperti variable *gross domestic product*, pertumbuhan ekonomi, tingkat bunga, kurs, inflasi, pengangguran, stabilitas ekonomi dan politik. Teknik kedua adalah dengan analisis mikro yang menerapkan model penilaian dasar diantaranya analisis fundamental. Teknis ketiga adalah dengan teknik teknis.

1.6.1. Elemen Harga Saham

Menurut Herlina, Kim Hong dan Sondang (2006 : 30), analisis teknikal didasarkan sepenuhnya pada analisis harga dan volume. Elemen – elemen yang mendefinisikan harga dan volume meliputi *open, high, low, close, volume, open interest, bid* dan *ask*.

1. *Open* (Harga Pembukaan)

Open adalah harga pembuka atau harga perdagangan pertama untuk suatu periode misalnya harga perdagangan pertama untuk hari ini. Ketika kita melakukan analisis data harian, *open* khususnya penting karena ini adalah harga konsensus setelah seluruh investor melewati satu hari harga penutupan sebelumnya.

2. *High* (Harga Tertinggi)

High adalah harga tertinggi atau harga perdagangan tertinggi untuk satu periode, pada umumnya satu hari. Ini adalah titik dimana terdapat lebih banyak penjual dari pada pembeli yang berarti terdapat penjual yang bersedia menjual pada harga yang lebih tinggi. *High* juga mencerminkan harga tertinggi dimana pembeli bersedia membayar.

3. *Low* (Harga Terendah)

Low adalah harga terendah atau harga perdagangan terendah untuk satu periode, pada umumnya satu hari. Ini adalah titik dimana terdapat lebih banyak pembeli dibandingkan penjual yang berarti terdapat pembeli yang bersedia membeli pada harga yang lebih rendah. *Low* juga mencerminkan harga terendah dimana penjual bersedia menerima.

4. *Close* (Harga Penutupan)

Close adalah harga penutup atau harga perdagangan terakhir untuk suatu periode, pada umumnya satu hari. Karena ketersediaannya, *close* adalah harga yang paling sering digunakan untuk analisis. Hubungan antara *Open* (harga pembukaan) dan *Close* (harga penutupan) dianggap cukup penting oleh sebagian besar pamakai analisis teknikal.

5. Volume (Jumlah Perdagangan)

Volume adalah jumlah saham atau kontrak yang diperdagangkan untuk suatu periode, pada umumnya harian. Hubungan antara harga dan volume adalah sangat penting misalnya kenaikan harga diikuti dengan kenaikan volume perdagangan.

6. *Open Interest* (Kontrak Terbuka)

Open Interest adalah total jumlah kontrak yang *outstanding* dari *futures* atau *option* yaitu kontrak yang belum ditutup atau kadaluarsa. Indikator ini sering digunakan dalam analisis teknikal.

7. *Bid* (Tawar Beli)

Bid adalah harga dimana pembeli bersedia membayar untuk suatu saham.

8. *Ask* (Tawar Jual)

Ask adalah harga dimana penjual bersedia untuk menerima untuk suatu saham.

1.6.2. Teori Penilaian Harga Saham (*Assets Pricing Theory*)

Penilaian (*valuation*) adalah proses penentuan harga sekuritas atau aktiva pemodal (*Capital Assets*). Sekuritas merupakan secarik kertas yang menunjukkan hak pemilik kertas tersebut untuk memperoleh bagian dari prospek atau kekayaan perusahaan yang menerbitkan sekuritas tersebut (Suad Husnan dan Enny Pujiastuti, 2006 : 39).

Dalam penilaian sekuritas dipergunakan konsep adanya hubungan yang positif antara risiko dengan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh pemodal. Karena pemodal bersikap tidak menyukai risiko, maka mereka baru bersedia mengambil

suatu kesempatan investasi yang lebih berisiko kalau mereka mengharapkan akan memperoleh keuntungan yang lebih tinggi. Saham merupakan sekuritas yang memberikan penghasilan yang tidak tetap bagi pemiliknya. Pemilik saham akan menerima penghasilan dalam bentuk deviden dan perubahan harga saham. Kalau harga saham meningkat dari harga beli, maka pemodal dikatakan memperoleh *capital gains* apabila sebaliknya disebut sebagai *capital loss*. Pengembalian yang muncul dari selisih harga saham ini yang menjadikan penting bagi para investor untuk melakukan penilaian terhadap harga saham sebelum melakukan keputusan investasi.

Menurut Suad Husnan (2005 : 159) terdapat dua model penilaian harga saham (dikenal dengan model – model keseimbangan) yang dapat digunakan oleh para investor, yaitu :

1. *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*
2. *Arbitrage Pricing Theory (APT)*

Berikut ini akan dijabarkan secara teoritis, pentingnya penggunaan variabel – variabel makro ekonomi dan mikroekonomi dalam penilaian harga saham pada kedua model penilaian harga saham tersebut.

1.6.3. *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

CAPM mendasarkan diri atas teori portofolio yang dirumuskan oleh Markowitz pada tahun 1952. Teori portofolio mendasarkan diri atas pengamatan bahwa para pemodal di bursa melakukan diversifikasi dengan tujuan untuk mengurangi risiko. Risiko dalam teori ini didefinisikan sebagai standar deviasi tingkat keuntungan (=), yaitu angka yang menunjukkan seberapa jauh kemungkinan nilai yang

diperoleh menyimpang dari nilai yang diharapkan ($E(R)$). Semakin tinggi nilainya, semakin besar kemungkinan nilai riil menyimpang dari nilai yang diharapkan.

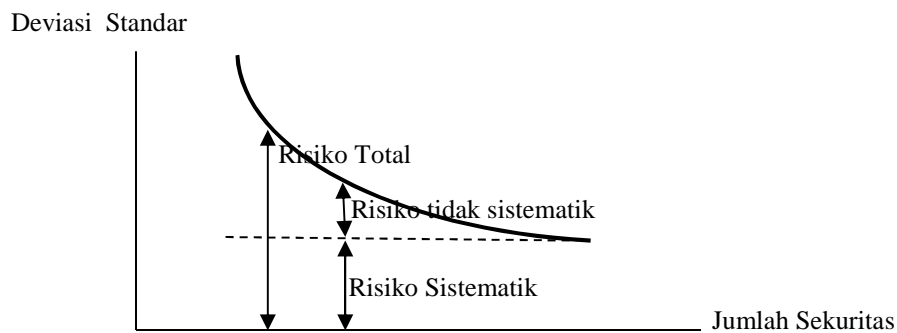
Menurut Suad Husnan (2005 : 160), menyatakan bahwa terdapat beberapa asumsi yang mendasari standar CAPM, yaitu :

1. Tidak ada biaya transaksi
2. Investasi sepenuhnya bisa dipecah – pecah (*fully divisible*)
3. Tidak ada pajak penghasilan bagi para pemodal
4. Pemodal tidak bisa mempengaruhi harga saham dengan tindakan membeli atau menjual saham
5. Para pemodal bertindak semata – mata atas pertimbangan *expected value* dengan deviasi standar tingkat keuntungan portofolio.
6. Para pemodal dapat melakukan *short sales*
7. Terdapat *riskless lending and borrowing rate*, sehingga pemodal dapat menyimpan dan meminjam dengan tingkat bunga yang sama
8. Pemodal mempunyai pengharapan yang *homogeny*
9. Semua aktiva dapat diperjualbelikan.

Dengan menggunakan asumsi – asumsi tersebut, para pemodal atau investor pada model pendekatan ini selalu berusaha memperkecil nilai deviasi standar () dengan melakukan diversifikasi. Dengan kata lain mereka mencoba memperkecil risiko dengan melakukan diversifikasi agar *expected return* yang diharapkan lebih besar dari pada keuntungan riilnya. Meskipun demikian deviasi standar ini tidak bisa mencapai nol atau walaupun kita menambah jumlah jenis saham yang membentuk portofolio, kita selalu dihadapkan pada suatu risiko tertentu. Risiko

yang selalu ada dan tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi ini disebut risiko sistematis, sedangkan yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi disebut risiko tidak sistematis, penjumlahan kedua jenis risiko tersebut disebut risiko total. Secara grafis, pengurangan resiko tersebut melalui difersifikasi dapat digambarkan sebagai berikut :

Gambar 4.
Pengurangan Risiko dengan Diversifikasi



Risiko sistematis ini disebut juga sebagai risiko pasar (*market risk*). Disebut risiko pasar karena fluktuasi ini disebabkan oleh faktor – faktor yang mempengaruhi semua perusahaan yang beroperasi. Faktor – faktor tersebut misalnya, kondisi perekonomian, kebijakan pajak dan lain sebagainya. Faktor – faktor ini menyebabkan ada kecenderungan semua saham untuk bergerak bersama dan karenanya ada dalam setiap saham. Fenomena tersebut menunjukkan bahwa ada sebagian risiko yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi. Karena pemodal bersikap *risk-averse* maka mereka akan memilih untuk melakukan diversifikasi apabila mereka mengetahui bahwa dengan diversifikasi tersebut mereka bisa

mengurangi risiko. Sebagai akibatnya semua pemodal akan melakukan hal yang sama, dan dengan demikian risiko yang hilang karena diversifikasi tersebut menjadi tidak relevan dalam perhitungan risiko. Hanya risiko yang tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasilah yang menjadi relevan dalam perhitungan risiko. Risiko ini disebut risiko pasar, yang sering disebut dengan beta investasi (β), yaitu kepekaan tingkat keuntungan saham terhadap perubahan – perubahan pasar. Pengaruh beta investasi (β) terhadap tingkat keuntungan yang diharapkan dari suatu saham dapat diformulakan sebagai berikut :

$$R_j = R_f + (\beta_j)(R_m - R_f)$$

Formula tersebut menunjukkan bahwa tingkat keuntungan yang diharapkan dari suatu saham yang pada akhirnya menentukan harga saham di bursa efek adalah sama dengan tingkat keuntungan bebas risiko ditambah dengan premi risiko. Semakin besar risiko saham tersebut (betanya), semakin tinggi premi risiko yang diharapkan dari saham tersebut. Dengan demikian semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang diharapkan untuk saham tersebut. Teori ini memperjelas bahwa para pemodal atau investor memperhatikan resiko pasar yang bersifat sistematis dalam melakukan keputusan investasi yang pada akhirnya akan menentukan pergerakan harga saham di pasar modal.

1.6.4. Arbitrage Pricing Theory (APT)

CAPM bukanlah satu – satunya teori yang mencoba menjelaskan bagaimana suatu aktiva ditentukan harganya oleh pasar, Ross (1976) merumuskan suatu teori yang disebut sebagai *Arbitrage Pricing Theory* (APT). APT pada dasarnya menggunakan pemikiran yang menyatakan bahwa dua kesempatan investasi yang

mempunyai karakteristik yang identik sama tidaklah bisa dijual dengan harga yang berbeda. Konsep yang digunakan adalah hukum satu harga (*the law of one price*). Apabila aktiva yang karakteristiknya sama dijual dengan harga yang berbeda, maka akan terdapat kesempatan untuk melakukan *arbitrage* dengan membeli aktiva yang berharga murah dan pada saat yang sama menjualnya dengan harga yang lebih tinggi sehingga memperoleh laba tanpa resiko. Namun baik CAPM maupun APT berpendapat bahwa ada hubungan positif antara tingkat keuntungan yang diharapkan dengan resiko.

Menurut Suad Husnan (2005 : 198), menyatakan bahwa tingkat keuntungan dari setiap sekuritas yang diperdagangkan terdiri dari dua komponen yaitu :

2. Tingkat keuntungan yang normal atau yang diharapkan, dipengaruhi oleh informasi yang dimiliki oleh para pemodal.
3. Tingkat keuntungan yang tidak pasti atau beresiko, dipengaruhi oleh informasi yang tidak terduga.

Secara formal, tingkat keuntungan suatu sekuritas dapat dituliskan menjadi ;

$$R = E(R) + U$$

Dimana R adalah tingkat keuntungan aktual, $E(R)$ adalah tingkat keuntungan yang diharapkan, dan U merupakan bagian keuntungan yang tidak terduga.

Banyak jenis informasi yang mungkin mempengaruhi harga sekuritas, diantaranya adalah :

- 1) Berita tentang keberhasilan riset yang dilakukan perusahaan
- 2) Pengumuman pemerintah tentang pertumbuhan GNP
- 3) Berita bahwa produk pesaing mengalami gangguan

- 4) Penurunan tingkat bunga yang tidak diperkirakan
- 5) Penjualan yang meningkat lebih dari yang diharapkan
- 6) Dan lain – lain

Kunci dalam analisis disini adalah apakah informasi tersebut mengandung unsur *surprise* ataukah tidak. *Surprise* tersebut dapat bersifat positif, tetapi dapat pula bersifat negatif.

Sama halnya dengan model CAPM, bagian keuntungan yang tidak terantisipasi, yaitu berasal dari *surprise* merupakan risiko yang dihadapi para pemodal. Risiko ini ada yang berasal dari faktor yang mempengaruhi semua (atau banyak) perusahaan (*systematic risk*), tetapi ada pula yang spesifik mempengaruhi perusahaan tertentu (*unsystematic risk*). Namun pada APT kedua risiko ini dianggap mempengaruhi bagian keuntungan yang *unexpected*, dengan formula :

$$\begin{aligned} R &= E(R) + U \\ &= E(R) + m + \epsilon \end{aligned}$$

Dimana *m* adalah risiko sistematis atau risiko pasar (*market risk*) yang mempengaruhi semua perusahaan, sedangkan ϵ merupakan risiko yang tidak sistematis atau spesifik untuk perusahaan tertentu. Model ini mengisyaratkan bahwa pada APT, *return* aktual suatu saham dipengaruhi oleh risiko yang bersifat sistematis maupun yang tidak sistematis.

Risiko tidak sistematis tidak saling berkorelasi karena bersifat spesifik untuk perusahaan tertentu, sedangkan risiko sistematis setiap perusahaan akan saling berkorelasi. Hal ini terjadi karena faktor – faktor yang mempengaruhi sama (seperti tingkat bunga, pertumbuhan ekonomi dan sebagainya). Sebagai akibatnya

maka tingkat keuntungan antar saham juga saling berkorelasi, namun intensitasnya mungkin berbeda antara satu perusahaan satu dengan yang lain. Tingkat kepekaan ini diukur dengan *beta* (β). Semakin peka perubahannya semakin tinggi *beta* faktor tersebut dengan sifat korelasi dapat bersifat positif maupun bersifat negatif.

Pada APT terdapat model penilaian saham yang memperhitungkan pengaruh keseluruhan risiko sistematis terhadap tingkat keuntungan dengan tetap memperhatikan risiko yang tidak sistematis. Model ini disebut dengan model faktor (*faktor model*), pada model ini sumber – sumber risiko sistematis disebut dengan faktor, diberi notasi F dengan formula sebagai berikut :

$$R = E(R) + \beta_1 F_1 + \beta_2 F_2 + \dots + \beta_k F_k + \epsilon$$

Secara teori model ini memberikan peluang kepada para investor dan para peneliti untuk memperhitungkan pengaruh keseluruhan risiko baik yang berasal dari pasar (*systematic risk*) maupun yang berasal dari perusahaan secara spesifik (*unsystematic risk*). Model ini juga menunjukkan bahwa banyak faktor yang dapat mempengaruhi tingkat pengembalian saham yang pada akhirnya akan mempengaruhi harga saham, analisis penilaian saham seperti ini disebut sebagai model multifaktor (*multiple faktor model*). Walaupun dalam prakteknya, para peneliti lebih sering menggunakan model satu faktor (*one faktor model*) dengan menggunakan indeks pasar (IHSG) sebagai faktor tunggalnya.

Kedua model atau pendekatan penilaian saham tersebut menunjukkan bahwa secara teoritis keduanya baik CAPM maupun APT memperhitungkan faktor makro ekonomi sebagai risiko sistematis yang mempengaruhi harga saham suatu

perusahaan dan faktor ini menjadi faktor yang tidak dapat dihindari oleh semua perusahaan sehingga melekat pada setiap saham yang diperdagangkan dipasar modal.

2.7. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu tentang pengaruh variabel makro ekonomi seperti pertumbuhan ekonomi, laju inflasi, tingkat suku bunga SBI dan kurs rupiah terhadap dollar Amerika Serikat terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) menunjukkan hasil yang berbeda sebagaimana penelitian yang dilakukan oleh Herlina, Kim Hong dan Sondang Sirait (2006), menghasilkan kesimpulan bahwa terdapat hubungan linear antara variabel hubungan imbal hasil IHSG, pertumbuhan ekonomi, laju GDP, laju infalsi, laju SBI *rate* 1 bulan, laju nilai tukar Rupiah dan harga BBM terhadap Indeks harga saham sektor keuangan. Kondisi ini secara fundamental terbukti mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan (faktor mikroekonomi) yang pada akhirnya mempengaruhi *return* perusahaan. Hasil penelitian lainnya dikemukakan oleh Hardiningsih (2002), dengan hasil penelitian menunjukkan ROA, PBV dan Inflasi berpengaruh positif dengan harga saham sedangkan nilai tukar Rupiah berpengaruh negatif terhadap harga saham.

Sunti Tirapat dan Nittayagasetwat (1999), melakukan penelitian tentang variabel – variabel tersebut, hasilnya menunjukkan bahwa terdapat sensitivitas perusahaan terhadap variabel makroekonomi yang disebut resiko sistematis perusahaan yang diperoleh dari hasil regresi saham perusahaan dengan variabel tersebut. Lebih jauh Achmad Ath Thobarry (2009) melakukan penelitian dengan hasil penelitian

menunjukkan bahwa variabel nilai tukar memiliki pengaruh positif signifikan dan variabel inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap indeks harga saham sektor properti, sedangkan variabel suku bunga dan pertumbuhan GDP hanya signifikan jika diuji secara bersamaan dan tidak berpengaruh signifikan jika diuji secara parsial. Secara simultan variabel suku bunga dan GDP memberikan pengaruh negatif terhadap indeks harga saham sektor properti.

Ajid Hajiji (2008) melakukan penelitian dengan kesimpulan akhir bahwa perkembangan IHSG secara simultan dipengaruhi oleh instrumen pasar keuangan seperti suku bunga SBI, inflasi dan kurs Rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat. Kurs berpengaruh negatif dan signifikan, sedangkan suku bunga SBI dan inflasi juga berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan secara statistik. Ardian Agung Witjaksono (2010) melakukan penelitian dengan hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel tingkat suku bunga SBI dan kurs rupiah berpengaruh negatif terhadap IHSG. Sementara variabel harga minyak dunia, harga emas dunia, indeks Nikkei 225 dan indeks Dow Jones berpengaruh positif terhadap IHSG. Penelitian yang dilakukan oleh Mozes Tomasila (2010), menunjukkan bahwa variabel kurs rupiah terhadap dollar Amerika berpengaruh positif terhadap IHSG sedangkan tingkat suku bunga SBI memberikan pengaruh negatif terhadap pergerakan IHSG di Bursa Efek Indonesia.