II. TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Teori Pasar Modal

2.1.1.1. Pengertian Pasar Modal

Pasar Modal menurut UU Republik Indonesia NO 8 Tahun 1995 memberikan pengertian akan pasar modal yang lebih spesifik, Pasar Modal adalah 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. (Anoraga,2008)

Pasar modal adalah pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjual-belikan, baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta. (Husnan,2004)

Pengertian senada diungkapkan oleh Siamat (1995) sebagai berikut: “Pasar Modal atau *Capital Market* adalah pasar keuangan untuk dana-dana jangka panjang dan dalam arti sempit merupakan suatu tempat dalam pengertian fisik yang terorganisasi dimana efek-efek diperdagangkan.”

Pada umumnya surat-surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal dapat dibedakan menjadi surat berharga bersifat hutang dan surat berharga yang bersifat pemilikan. Surat berharga yang bersifat hutang umumnya dikenal nama obligasi dan surat berharga yang bersifat pemilikan dikenal dengan nama saham. Lebih jauh dapat juga didefinisikan bahwa obligasi adalah bukti pengakuan hutang dari perusahaan, sedangkan saham adalah bukti penyertaan dari perusahaan. Pasar modal adalah suatu pasar (tempat, berupa gedung) yang disiapkan guna memperdagangkan saham-saham, obligasi-obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa para perantara pedagang efek. (Sunariyah, 2000).

2.1.1.2. Jenis Pasar Modal

Penjualan saham kepada masyarakat dapat dilakukan dengan beberapa cara. Umumnya penjualan dilakukan sesuai dengan jenis ataupun bentuk pasar modal dimana sekuritas tersebut diperjualbelikan. Jenis-jenis pasar modal tersebut ada beberapa macam (Tandelilian, 2001), yaitu:

a. Pasar perdana *(primary market)*

Pasar perdana adalah penawaran dari perusahaan yang menerbitkan saham (*emiten*) kepada investor selama waktu yang ditetapkan oleh pihak yang menerbitkan sebelum saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder.

b. Pasar sekunder (*secondary market*)

Pasar sekunder didefinisikan sebagai perdagangan saham setelah melewati masa penawaran pada pasar perdana.

c. Pasar ketiga *(third market)*

Pasar ketiga adalah tempat perdagangan saham atau sekuritas di luar bursa *(over the counter market).* Di Indonesia bursa ketiga disebut bursa paralel.

d. Pasar keempat *(fourth market)*

Pasar keempat merupakan bentuk perdagangan efek antar investor atau dengan kata lain pengalihan saham di suatu pemegang saham ke pemegang saham lainnya tanpa melalui perantara pedagang efek.

2.1.1.3. Peranan Pasar Modal

Pasar modal mempunyai peranan penting dalam suatu negara, yang pada dasarnya peranan tersebut mempunyai kesamaan antara satu negara dengan negara yang lain. Hampir semua negara di dunia ini mempunyai pasar modal, yang bertujuan menciptakan fasilitas bagi keperluan industri dan keseluruhan entitas dalam memenuhi permintaan dan penawaran modal.

Seberapa besar peranan pasar modal pada suatu negara dapat dilihat dari lima aspek berikut ini:

a. Sebagai fasilitas melakukan interaksi antara pembeli dengan penjual untuk menentukan harga saham atau surat berharga yang diperjualbelikan.

b. Pasar modal memberi kesempatan kepada investor untuk memperoleh hasil (*return*) yang diharapkan.

c. Pasar modal memberi kesempatan kepada investor untuk menjual kembali saham yang dimilikinya atau surat berharga lainnya.

d. Pasar modal menciptakan kesempatan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam perkembangan suatu perekonomian.

e. Pasar modal mengurangi biaya informasi dan transaksi surat berharga. Karena biaya informasi ditanggung oleh semua pelaku bursa, dengan demikian biayanya akan lebih murah. Kelima aspek diatas memperlihatkan aspek mikro yang ditinjau dari sisi kepentingan para pelaku pasar modal.

Peranan pasar modal dalam perekonomian nasional suatu negara adalah sebagai berikut:

a. Fungsi Tabungan (*Saving Function)*

Menabung dapat dilakukan di bawah bantal, celengan atau di bank. Para penabung perlu memikirkan alternatif selain menabun yaitu investasi. Surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal memberi jalan yang begitu murah dan mudah, tanpa resiko adanya penurunan nilai mata uang untuk menginvestasikan dananya.

b. Fungsi Kekayaan (*Wealth Function*)

Pasar modal adalah suatu cara untuk menyimpan kekayaan jangka panjang dan jangka pendek sampai kekayaan tersebut dapat dipergunakan kembali. Cara ini lebih baik karena kekayaan itu tidak mengalami depresiasi (penyusutan) seperti aktiva lain.

c. Fungsi Likuiditas (*Liquidity Function*)

Kekayaan yang disimpan dalam surat berharga, bisa dilikuidasi melalui pasar modal dengan resiko yang lebih kecil dibandingkan dengan aktiva lain. Proses likuidasi surat berharga dengan biaya relatif murah dan lebih cepat.

d. Fungsi Pinjaman *(Credit Function)*

Pasar modal bagi suatu perekonomian Negara merupakan sumber pembiayaan pembangunan dari pinjaman yang dihimpun dari masyarakat. Perusahaan juga menjual obligasi di pasar modal untuk mendapatkan dana dari masyarakat.

2.1.1.4. Instrumen Pasar Modal

Dalam melakukan transaksi di pasar biasanya ada barang atau jasa yang diperjualbelikan. Begitu pula dalam pasar modal, barang yang diperjualbelikan kita kenal dengan istilah instrumen pasar modal (Kasmir, 2008).

Adapun jenis instrumen pasar modal dapat dijelaskan sebagai berikut:

a. Saham (*Stocks*)

Merupakan surat berharga yang bersifat kepemilikan. Artinya si pemilik saham merupakan pemilik perusahaan. Semakin besar saham yang dimiliknya, maka semakin besar pula kekuasaannya di perusahaan tersebut. Keuntungan yang diperoleh dari saham dikenal dengan nama *deviden.* Pembagian *deviden* ditentukan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

b. Obligasi (*Bonds*)

Surat berharga obligasi merupakan instrument utang bagi perusahaan yang hendak memperoleh modal. Keuntungan dari membeli obligasi diwujudkan dalam bentuk kupon. Berbeda dengan saham, maka obligasi tidak mempunyai hak terhadap manajemen dan kekayaan perusahaan.

c. Waran

Waran adalah efek yang diterbitkan oleh suatu perusahaan yang memberi hak kepada pemegangnya untuk memesan saham dari perusahaan tersebut pada harga dan jangka waktu tertentu.

d. Sertifikat Danareksa

Sertifikat danareksa adalah surat berharga yang diterbitkan oleh PT Danareksa (Persero) untuk mewakili efek/surat berharga yang dibeli oleh PT Danareksa sebagai pendukung atau jaminannya. Sementara itu, sertifikat dana adalah jenis sertifikat atas tunjuk yang didukung oleh portepel berasal dari sebagian kekayaan danareksa yang dipisahkan, yang terdiri atas saham, obligasi dan surat berharga pasar uang di mana pengelola portepelnya dilakukan oleh danareksa selaku pengelola dana.

2.1.2. ***Return*** **dan Risiko Saham**

2.1.2.1. ***Return***

Return merupakan hasil yang diperoleh dari hasil kegiatan investasi. *Return* dibedakan menjadi dua, yaitu *return* realisasi (*return* yang terjadi atau dapat juga disebut *return* sesungguhnya) dan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). *Return* saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Ang, 1997). Setiap investasi baik jangka panjang maupun jangka pendek mempunyai tujuan utama untuk mendapatkan keuntungan yang disebut *return*, baik langsung maupun tidak langsung (Ang, 1997).

Investasi secara sederhana dapat diartikan sebagai suatu kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih aset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan atau peningkatan investasi. Konsep risiko tidak terlepas kaitannya dengan *return*, karena investor selalu mengharapkan tingkat *return* yang sesuai atas setiap risiko investasi yang dihadapinya.

Perhitungan *return* saham (total *return*) terdiri dari *capital gain* (*loss*) dan *yield* (Jogiyanto,1998). *Capital gain* (*loss*) merupakan selisih antara nilai pembelian saham dengan nilai penjualan saham. Pendapatan yang berasal dari *capital gain* disebabkan harga jual saham lebih besar dari harga belinya. Sebaliknya jika harga jual saham lebih kecil dari harga beli disebut *capital loss*. Sedangkan *yield* (dividen) merupakan pembagian laba bersih badan usaha kepada pemegang saham yang sudah diputuskan melalui rapat umum pemegang saham.

Besarnya dividen yang dibagikan tergantung dari besar kecilnya laba yang diperoleh badan usaha dan kebijakan pembagian dividen.

$$\textit{Return}\ \text{Total} = \textit{Capital Gain (loss)} + \textit{yield}$$

Capital gain (loss) merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode lalu (Jogiyanto, 1998):

$$\textit{Capital gain (loss)} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan :

P_t = Harga saham periode sekarang

P_{t-1} = Harga saham periode sebelumnya

Yield merupakan persentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi, untuk saham biasa dimana pembayaran periodik sebesar D_t rupiah perlembar, maka *yield* dapat dituliskan sebagai berikut (Jogiyanto, 1998):

$$Yield = \frac{D_t}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

D_t = Dividen kas yang dibayarkan

P_{t-1} = Harga saham periode sebelumnya

Sehingga *return* total dirumuskan sebagai berikut(Jogiyanto,1998):

$$Return \text{ Total} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

P_t = Harga saham sekarang

P_{t-1} = Harga saham periode sebelumnya

D_t = Dividen yang dibayarkan

Namun mengingat tidak selamanya perusahaan membagikan dividen kas secara periodik kepada pemegang sahamnya, maka disini dividen dianggap 0, sehingga *return* saham dapat dihitung sebagai berikut (Jogiyanto, 1998):

$$Return \text{ saham} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

P_t = Harga saham sekarang

P_{t-1} = Harga saham periode sebelumnya

Perhitungan *return* saham dapat didasarkan baik pada harga saham berupa indeks harga saham. Indeks harga saham akan meningkat tajam sesudah *split*/bonus saham dengan cara membandingkan harga saham sekarang dengan harga saham masa lalu dapat dibenarkan apabila selama kurun waktu tersebut tidak terjadi *corporate action,* atau harga saham sebelum *corporate action* disesuaikan terlebih dahulu. Apabila terjadi *corporate action,* maka ada dua cara yang dapat ditempuh untuk menghitung *return* saham yaitu (Samsul, 2006):

1. Membandingkan indeks harga saham individu.
2. Membandingkan harga saham setelah disesuaikan.

2.1.2.2. Risiko

Portofolio keuangan dapat diartikan sebagai investasi dalam berbagai instrumen keuangan yang dapat diperdagangkan di Bursa Efek dan Pasar uang dengan tujuan menyebarkan sumber perolehan return dan kemungkinan risiko. Untuk mengurangi risiko investasi, investor harus mengenal jenis risiko investasi.

Jenis risiko ini dikelompokan dalam dua kelompok besar, yaitu risiko sistematis atau disebut *systemic risk* atau *undiversifiable risk*, dan risiko tidak sistematis atau disebut *unsystematic risk* atau *specific risk* atau *diversifiable risk* (Samsul, 2006).

Risiko merupakan besarnya penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat pengembalian aktual (*actual return*). Semakin besar tingkat perbedaannya berarti semakin besar pula tingkat risikonya.

Risiko dapat dibedakan menjadi (Halim, 2003):

1. Risiko Sistematis (*Systematic Risk*)

Merupakan risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena fluktuasi risiko ini dipengaruhi oleh faktor-faktor makro yang dapat mempengaruhi pasar secara keseluruhan. Risiko ini disebabkan oleh faktor faktor yang serentak mempengaruhi harga saham di pasar modal, misalnya perubahan dalam kondisi perekonomian, iklim politik, peraturan perpajakan, kebijakan pemerintah, dan lain sebagainya.

2. Risiko Tidak Sistematis (*Unsystematic Risk*)

Merupakan risiko yang dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena risiko ini hanya ada dalam satu perusahaan atau industri tertentu. Misalnya faktor struktur modal, struktur aset, tingkat likuiditas, tingkat keuntungan, dan lain sebagainya. Risiko tidak sistematis diukur dengan varian residu atau *abnormal return*. Nilai realisasi merupakan nilai yang sudah pasti tidak mengandung kesalahan pengukuran sebaliknya nilai ekspektasi merupakan harapan yang belum terjadi yang masih mengandung ketidakpastian. Perbedaan nilai ekspektasi dengan nilai realisasi yang merupakan kesalahan residu.

Berdasarkan kesediaan dalam menanggung risiko investasi, investor dikenal ada 3 yaitu berani mengambil risiko (*risk taker*), sikap netral terhadap risiko (*risk neutral*) dan yang tidak berani mengambil risiko (*risk averse*). *Risk taker* adalah sikap seorang yang memilih taruhan yang *fair* sedangkan *risk neutral* adalah seseorang bersikap *indifference* terhadap taruhan yang *fair,* dan *risk averse* adalah investor akan menolak taruhan yang *fair* (Husnan, 2003). Masing-masing ini

menyebabkan investor mempunyai preferensi yang berbeda dalam melihat suatu portofolio. Tidak hanya itu, preferensi dari investor akan risiko dari suatu portofolio berbeda juga satu sama lainnya. Statman (1987) mengatakan bahwa risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* yang diharapkan. Risiko dari suatu portofolio saham bergantung kepada proporsi dari saham-saham individu, *varians*, dan *covarians* dari saham-saham tersebut. Perubahan yang terjadi pada variabel-variabel tersebut akan merubah risiko dari portofolio. Masih berkaitan dengan hal itu, sudah merupakan kebenaran umum bahwa bila saham-saham yang dipilih secara acak dan digabungkan ke dalam suatu portofolio, maka risiko portofolio akan menurun sesuai dengan banyaknya saham yang berbeda ditambahkan. Harry M. Markowitz di tahun 1950-an (dalam Jogiyanto, 2003) menunjukan bahwa secara umum risiko mungkin dapat dikurangi dengan menggabungkan beberapa sekuritas tunggal ke dalam bentuk portofolio. Persyaratan utama untuk dapat mengurangi risiko di dalam portofolio ialah *return* untuk masing-masing sekuritas tidak berkorelasi secara positif dan sempurna. Selanjutnya Jogiyanto (2003) juga menyebutkan bahwa salah satu pengukur risiko adalah deviasi standar atau varian yang merupakan kuadrat dari deviasi standar. Risiko yang diukur dengan ukuran ini mengukur risiko dari seberapa besar nilai tiap-tiap item menyimpang dari rataratanya. Risiko portofolio juga dapat diukur dengan besarnya deviasi standar atau varian dari nilai-nilai return sekuritas-sekuritas tunggal yang ada di dalamnya.

2.1.3. Teori Portofolio

Di dalam pembentukan sebuah portofolio, investor selalu ingin memaksimalkan *return* harapan dengan tingkat resiko tertenu yang bersedia ditanggungnya, atau mencari portofolio yang menawarkan resiko terendah dengan tingkat *return* tertentu. Menurut Ang (1997) portofolio merupakan kumpulan dari instrumen investasi yang dibentuk untuk memenuhi sasaran investasi. Jones (2000) berpendapat portofolio berarti sekumpulan sekuritas dimana dengan sejumlah dana relatif kecil dapat diinvestasikan dengan membeli saham-saham dari perusahaan-perusahaan yang beroperasi pada berbagai jenis industri, selain itu dengan portofolio akan mengurangi risiko. Husnan (2003) menyebut portofolio sebagai strategi diversifikasi investasi ke dalam dua atau lebih saham untuk menurunkan risiko.

2.1.3.1. Portofolio Efisien

Investor yang rasional akan memilih portofolio yang efisien, karena merupakan portofolio yang dibentuk dengan mengoptimalkan satu dari dua dimensi, yaitu dengan *return* ekspektasi atau *return* portofolio. Portofolio yang efisien adalah portofolio yang memberikan *return* ekspektasi terbesar dengan tingkat risiko yang sudah pasti atau portofolio yang mengandung risiko terkecil dengan tingkat *return* ekspektasi yang sudah pasti (Jogiyanto, 2003). Portofolio dikatakan efisien jika portofolio tersebut terletak diefficient set atau *efficient frontier*. Portofolio dikategorikan efisien apabila memiliki tingkat risiko yang sama, mampu memberikan tingkat keuntungan yang lebih tinggi, atau mampu menghasilkan tingkat keuntungan yang sama, tetapi dengan risiko yang lebih rendah. Sedangkan

portofolio optimal merupakan portofolio yang dipilih seorang investor dari sekian banyak pilihan yang ada pada kumpulan portofolio yang efisien (Tandelilin, 2001). Investor memilih portofolio yang memberi kepuasan melalui risiko dan *return*, dengan memilih sekuritas yang berisiko.

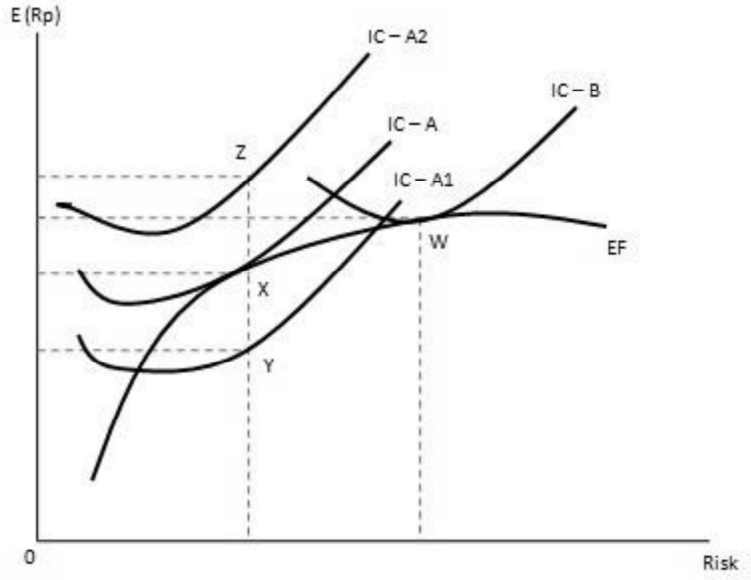
Sedangkan portofolio efisien menurut Fabozzi (1999) (dalam Sulistyorini, 2009) ialah memaksimalkan pengembalian yang diharapkan dari investasi dengan tingkat risiko tertentu yang dapat diterima, jadi portofolio efisien mengambil portofolio yang memiliki risiko tertentu tetapi memliliki tingkat keuntungan yang tinggi dibanding dengan portofolio lainnya. Dalam pemebentukan portofolio efisien juga diasumsikan bahwa investor yang melakukan investasi masuk ke dalam kategori *risk averse* (penghindar resiko). Untuk membentuk portofolio efisien tersebut dapat dilakukan dengan melakukan diversifikasi Markowitz dimana dalam diversifikasi teresbut dilakukan penggabungan aktiva-aktiva dalam portofolio dengan pengembalian yang memiliki korelasi positif kurang dari sempurna, dengan tujuan mengurangi risiko aktiva secara sendiri – sendiri diversifikasi tersebut berusaha mempertahankan pengembalian yang ada, dan mengurangi resiko melalui analisis kovarians antara pengembalian yang ada. Diversifikasi tersebut membentuk suatu portofolio efisien yang bernama *Markowitz Efficient Portofolio,* mengacu Fabozzi (1999) (dalam Sulistyorini, 2009) teori tersebut mengasumsikan investor sebagai penghindar resiko (*risk averse*), menggunakan dua model variable (*expected return* dan *variance*), diamsumsikan investor akan memilih portofolio yang menawarkan pengembalian tertinggi dengan resiko tertentu, seluruh investor akan memiliki pengharapan yang

sama dalam hal pengembalian harapan, varians, dan kovarians bagi aktiva beresiko, dan seluruh investor memiliki periode waktu investasi yang sama.

2.1.3.2. Portofolio Optimal

Portofolio optimal merupakan sesuatu yang unik atas investasi pada aset berisiko. Investasi yang realistik akan melakukan investasi tidak hanya pada satu jenis investasi, akan tetapi melakukan diversifikasi pada berbagai investasi dengan pengharapan akan meminimalkan risiko dan memaksimalkan *return* (Sartono dan Zulaihati, 1998).

Portofolio Optimal adalah portofolio yang dipilih seorang investor dari sekian banyak pilihan yang ada pada kumpulan portofolio efisien. Portofolio optimal adalah portofolio yang menghasilkan *return* maksimal pada tingkat risiko tertentu atau *return* tertentu dengan risiko yang minimal.



Gambar 2.1.3. Portofolio yang Optimal

Dari gambar 2.1.3. diatas tampak bahwa investor A portofolio optimalnya terletak pada titik X yang memberikan kepuasan sebesar IC-A, karena portofolio tersebut menawarkan *expected return* yang diharapkan dan risiko yang sesuai dengan preferensinya. Investor A dikatakan tidak rasional jika memilih portofolio Y, karena portofolio tersebut memberikan *expected return* lebih rendah dengan risiko yang sama, sehingga tidak terletak pada EF dan memberikan kepuasan sebesar IC-A1 yang lebih kecil dari IC-A. Investor A juga dikatakan tidak rasional memilih portofolio Z, karena portofolio tersebut tidak tersedia dipasar walaupun dapat memberikan *expected return* lebih tinggi dari X dan memberikan kepuasan sebesar IC-A2 yang lebih besar dari IC-1.

Sedangkan *indefference-curve* investor B bersinggungan dengan *efficient frontier* pada titik W. Artinya, portofolio optimal bagi investor tersebut terletak pada titik W, karena portofolio tersebut menawarkan *return* yang diharapkan dan risiko yang sesuai dengan preferensinya.

2.1.4. Single Index Model

Single index model adalah sebuah teknik untuk mengukur *return* dan risiko saham atau portofolio. Model tersebut mengasumsikan bahwa pergerakan *return* saham hanya berhubungan dengan pergerakan saham. Jika pasar bergerak naik dalam arti permintaan terhadap saham meningkat, maka harga saham di pasar akan naik pula. Sebaliknya, jika pasar bergerak turun maka harga saham akan turun pula. Jadi, *return* saham berkorelasi dengan *return* pasar. Secara statistik, hubungan

return saham dan *return* pasar dinyatakan dengan garis lurus berikut (Zubir, 2011):

$$R_i = a_i + \beta_i R_m$$

Dimana

R_i : *return* saham i

a_i : komponen dalam *return* saham i yang independen terhadap *return* pasar

R_m : *return* indeks pasar

β_i : konstanta yang mengukur *expected* perubahan R_i terhadap perubahan R_m

Model diatas membagi *return* saham atas dua komponen, yaitu bagian yang berkaitan dengan pasar dan bagian yang independen terhadap pasar. Beta (β_i) mengukur sensitivitas *return* saham terhadap *return* pasar.

Return portofolio saham sama dengan *return* indeks pasar bila komposisi saham dalam portofolio sama dengan komposisi saham di pasar keseluruhan. Dalam perhitungan *return* indeks pasar, deviden digabungan dengan harga indeks tersebut. Komponen a_i merupakan bagian dari *return* saham perusahaan yang disumbangkan ke dalam *return* pasar. Dalam satu data *time series*, nilai a_i dapat dibagi atas dua bagian, yaitu rerata atau *expected value* a_i dan e_i yaitu penyimpangan (*random error*) dari a_i dimana e_i mempunyai nilai rerata atau *expected value* yang sama dengan nol, sehingga a_i dan R_i dapat dinyatakan sebagai berikut (Zubir, 2011):

$$a_i = \alpha_i + e_i$$

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i$$

Dari formula *return* saham diatas, dapat dinyatakan bahwa *expected return* saham adalah $E(R_i) = E(\alpha_{i+} \beta_i R_m + e_i)$. Sesuai dengan kaidah *expected value, return* saham dapat diuraikan sebagai berikut:

$$E(R_i) = E(\alpha_{i+} \beta_i R_m + e_i)$$

$$E(R_i) = E(\alpha_i)_+ E(\beta_i R_m) + E(e_i)$$

2.1.5. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

Capital Asset Pricing Model (CAPM) dikembangkan oleh William Sharpe, Jhon Lintner, dan Jan Mossin dua belas tahun setelah Harry Markowitz mengemukakan teori portofolio modern pada tahun 1952. CAPM adalah sebuah model hubungan antara risiko dan *expected return* suatu sekuritas atau portofolio. Menurut Sharpe, et. All (dalam Fahmi, 2012), CAPM adalah model penetapan harga aktiva *equilibrium* menyatakan bahwa ekspektasi *return* atas sekuritas tertentu adalah fungsi linier positif dari sensitivitas sekuritas terhadap perubahan *return* portofolio pasarnya. Menurut CAPM, risiko yang dinilai oleh investor yang rasional hanya *systematic risk* karena risiko tersebut tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi. Model tersebut menyatakan bahwa *expected return* sebuah sekuritas atau portofolio sama dengan *return* sekuritas bebas risiko ditambah dengan *risk premium* dikalikan dengan *systematic risk* sekuritas tersebut. Dengan begitu kita dapat memformulasikan rumus CAPM sebagai berikut (Fahmi, 2012):

$$R_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

Atau

$$R_i = R_f + (R_m - R_f) \cdot \beta_i$$

Atau

$$R_i = (1- \beta_i) . R_f + \beta_i . R_m$$

Dimana

R_i : *return* saham i

R_f : *return* investasi bebas risiko (*risk free*)

β_i : beta saham i (indikator risiko sistematis)

R_m : *return* pasar *(return market)*

Besarnya risiko suatu saham ditentukan oleh beta β. Beta menunjukan hubungan (gerakan) antara saham dan pasarnya (saham secara keseluruhan). Dalam bahasan CAPM dan berbagai rumus yang diterapkan beta selalu saja sering dipergunakan. Beta (β) diartikan sebagai risiko saham sistematis.

β >1 ini merupakan harga saham perusahaan adalah lebih mudah berubah dibandingkan dengan indeks pasar.

β <1 ini menunjukan tidak terjadinya kondisi yang mudah berubah berdasarkan kondisi pasar.

β =1 ini menunjukan bahwa kondisinya sama dengan kondisi indeks pasar.

Keseimbangan pasar dalam CAPM digambarkan dalam dua bentuk hubungan antara *expected return* dan risiko investasi, yaitu *capital market line* (CML) dan *security market line* (SML). CML adalah garis lurus yang menggambarkan hubungan *expected return* portofolio yang efisien dengan standar deviasinya. Deviasi standar dianggap valid digunakan untuk mengukur risiko portofolio yang dipegang oleh semua investor, yaitu semua portofolio yang terdiri dari *market*

portfolio dan aset bebas risiko karena deviasi standar merupakan dispersi atau penyebaran *return* portofolio di sekitar nilai reratanya. Kombinasi *expected return* dan risiko portofolio yang efisien (R_p) akan terletak pada CML pada persamaan garis berikut (Zubir, 2011):

$$R_p = R_f + \frac{(R_m - R_f)}{\sigma_m} \sigma_p$$

Sedangkan SML adalah garis lurus yang menggambarkan hubungan antara *expected return* suatu sekuritas portofolio dengan betanya. SML akan melalui dua titik, yaitu *risk free asset* dan *market portfolio. Risk free asset* mempunyai *return* sebesar R_f dan beta sama dengan nol. Sedangkan *market portfolio* mempunyai *return* sebesar R_m dan beta sama dengan satu. Persamaan garis lurus yang menghubungkan *risk free asset* dan *market portfolio* adalah (Zubir, 2011):

$$E(R_i) = \alpha_i + b\beta_i$$

Jadi, *expected return* saham i ($E(R_i)$) adalah fungsi risikonya (β_i). Jika kedua variabel tersebut dimasukan ke formula di atas maka *return* suatu saham ditentukan sebagai berikut:

1. *Expected return asset* bebas risiko adalah $R_f = \alpha + b\beta_i$, sedangkan beta *risk free asset* = 0. Jadi $R_f = \alpha$.
2. *Expected return market portfolio* adalah $R_m = \alpha + b\beta_m$, sedangkan beta *market portfolio* = 1, maka $E(R_m) = \alpha + b$ dan $b = E(R_m) - \alpha$
3. Substitusikan $\alpha = R_f$, maka $b = E(R_m) - R_f$.

   Jadi, $E(R_i) = \alpha + b\beta_i$

   $$E(R_f) = R_f + (E(R_m) - R_f)\, \beta_i$$

Ukuran yang relevan terhadap risiko suatu aset atau portofolio adalah beta, yaitu kontribusi varian *return* suatu aset atau portofolio *return* pasar tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi. Adapun hubungan antara *expected return* dan beta dapat dijelaskan dibawah ini:

- Jika E(R) dan β adalah positif maka artinya untung.
- Jika E(R) dan β adalah negatif maka artinya rugi.

Rumus dari SML yang memiliki keeratan hubungan dengan rumus CAPM yaitu:

$$E(R) = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

Atau

$$E(R) = R_f + (R_m - R_f) \, . \, \beta_i$$

Atau

$$E(R) = (1- \beta_i) \, . \, R_f + \beta_i \, . \, R_m$$

Dimana:

E(R) : *expected return* i

R_f : *return* investasi bebas risiko (*risk free*)

β_i : beta saham i (indikator risiko sistematis)

R_m : *return* pasar *(return market)*

2.1.6. *Arbitrage Pricing Theory* (APT)

Pada tahun 1976 dalam *Journal of Economic Theory,* Stephen A. Ross mengungkapkan bahwa *Arbitrage Pricing Theory* (APT) didasarkan pada pemikiran yang menyatakan bahwa 2 kesempatan investasi yang mempunyai karakteristik yang sama tidaklah bisa dijual dengan harga yang berbeda, lebih lanjut teori ini mengasumsikan bahwa tingkat keuntungan tersebut dapat

dipengaruhi oleh berbagai faktor dalam perekonomian dan dalam industri. Korelasi diantara tingkat keuntungan 2 sekuritas terjadi karena sekuritas-sekuritas tersebut dipengaruhi oleh faktor-faktor yang sama (Husnan, 2001). Sedangkan Copeland (1997) menyatakan bahwa paling sedikit ada 3 atau 4 faktor yang mempengaruhi perkembangan harga dari surat-surat berharga. Hal ini menunjukkan bahwa teori APT mendorong adanya pengembangan penelitian berdasarkan variabel atau faktor-faktor yang diduga mempengaruhi perubahan sebuah sekuritas. Faktor-faktor itu dapat dilihat dari kinerja fundamental perusahaan, kinerja saham di pasar, ataupun keadaan pasar dan perekonomian.

Pendekatan APT menyatakan bahwa *expected return* suatu aset merupakan fungsi linier dari berbagai faktor makro ekonomi dan sensitifitas perubahan setiap faktor dinyatakan oleh koefisien beta masing-masing faktor tersebut.

Jadi APT adalah sebuah pendekatan dalam menentukan harga suatu aset yang tidak hanya didasarkan pada satu variabel saja, tetapi banyak variabel. Karena IHSG bukan *market portfolio* yang sesungguhnya maka penggunaan variabel atau indeks lain dalam menduga *expected return* suatu saham dapat memberikan hasil yang lebih akurat sehingga tidak menimbulkan arbitrase. APT mengasumsikan bahwa *expected return* suatu saham berhubungan secara linear dengan beberapa indeks seperti berikut (Zubir, 2011):

$$R_i = a_i + b_{i1} I_1 + b_{i2} I_2 + ... + b_{ij} I_j + e_i$$

Dimana:

a_i : *return* saham i bila semua indeks bernilai nol

I_j : nilai dari indeks j

b_{ij} : koefisien *return* indeks j terhadap *return* saham i

e_i : *random error* dengan rerata 0 dan deviasi standar σ^2_{ei}

$$\bar{R}_I = a_i + b_{i1}\,\bar{I}_1 + b_{i2}\,\bar{I}_2 + \ldots\ldots\ldots + b_{ij}\,\bar{I}_j + e_i$$

Kurangkan kedua formula tersebut:

$$R_i = a_i + b_{i1}\,I_1 + b_{i2}\,I_2 + \ldots\ldots + b_{ij}\,I_j + e_i$$

$$\bar{R}_I = a_i + b_{i1}\,\bar{I}_1 + b_{i2}\,\bar{I}_2 + \ldots\ldots\ldots + b_{ij}\,\bar{I}_j + e_i$$

$$R_i - \bar{R}_I = b_{i1}\,(I_1 - \bar{I}_1) + b_{i2}\,(I_2 - \bar{I}_2) + \ldots\ldots\ldots + b_{ij}\,(I_j - \bar{I}_j)\,e_i$$

$$R_i = \bar{R}_I + b_{i1}\,(I_1 - \bar{I}_1) + b_{i2}\,(I_2 - \bar{I}_2) + \ldots\ldots\ldots + b_{ij}\,(I_j - \bar{I}_j)\,e_i$$

$$R_i = \bar{R}_I + b_{i1}\,F_1 + b_{i2}\,F_2 + \ldots\ldots\ldots + b_{ij}\,F_j + e_i$$

Formula di atas merupakan bentuk umum dari model APT dimana *return* suatu sekuritas ditentukan oleh sensitivitas *return* sekuritas tersebut terhadap berbagai faktor makro. Asumsi utama Model *Arbitrage Pricing Theory* (APT) adalah setiap investor, yang memiliki peluang untuk meningkatkan *return* portofolionya tanpa meningkatkan risikonya, akan memanfaatkan peluang tersebut. Pada model APT faktor – faktor makroekonomi seperti inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar mata uang turut diperhitungkan dalam memprediksi return saham. Meningkatnya laju inflasi bagaikan pisau bermata dua. Di satu sisi dapat meningkatkan pendapatan dan di sisi lain akan meningkatkat biaya yang dikeluarkan perusahaan.

Jika peningkatan biaya lebih besar daripada peningkatan pendapatan maka laba perusahaan akan menurun. Perubahan kurs mata uang akan mempengaruhi iklim investasi karena perubahan kurs mata uang akan mempengaruhi perdagangan antar negara. Tingkat suku bunga dijadikan patokan dalam perbandingan imbalan

investasi bila diinvestasikan pada sektor lain. Jika tingkat pengembalian investasi lebih tinggidari pada tingkat suku bunga maka investasi tersebut layak diterima.

2.1.7. Faktor-Faktor Fundamental Saham

2.1.7.1. Inflasi

Pengertian inflasi sering didefinisikan dengan kalimat yang berbeda – beda tetapi semuanya mempunyai makna sama yaitu membicarakan mengenai barang kebutuhan masyarakat yang harganya naik secara terus menerus. Dengan kata lain inflasi diartikan sebagai suatu kecenderungan terjadinya kenaikan harga – harga umum secara terus menerus. Meningkatnya pertumbuhan inflasi merupakan suatu ancaman atau peluang bagi perusahaan. Jika inflasi ditimbulkan oleh permintaan masyarakat yang terlalu kuat (*demand pull inflation*) maka pendapatan perusahaan akan meningkat dan akhirnya akan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Jika inflasi ditimbulkan oleh kenaikan ongkos produksi secara terus – menerus (*cost push inflation*) maka biaya yang dikeluarkan perusahaan akan meningkat.

Menurut Boediono (1994) definisi singkat dari inflasi adalah kecenderungan dari harga-harga untuk menaik secara umum dan terus- menerus. Kenaikan harga dari satu atau dua barang saja tidak disebut inflasi. Syarat adanya kecenderungan menaik yang terus-menerus juga perlu digarisbawahi. Kenaikan harga-harga karena, misalnya, musiman, menjelang hari raya, bencana, dan sebagainya, yang sifatnya hanya sementara tidak disebut inflasi. Ketika terjadi inflasi maka calon investor akan menunda kegiatan investasi mereka dan lebih memprioritaskan untuk kebutuhan yang lebih penting sehingga penjualan saham perusahaan akan berkurang dan akan menurunkan *return* saham.

2.1.7.2. Tingkat Suku Bunga SBI

Pengertian dari suku bunga adalah harga dari penggunaan uang untuk jangka waktu tertentu atau harga dari penggunaan uang yang dipergunakan pada saat ini dan akan dikembalikan pada saat mendatang (Herman (2003) dalam Meta (2005)). Menurut Laksmono (2001) dalam Meta (2005), nilai suku bunga domestik di Indonesia sangat terkait dengan tingkat suku bunga internasional. Hal ini disebabkan oleh akses pasar keuangan domestik terhadap pasar keuangan internasional serta kebijakan nilai tukar mata uang yang kurang fleksibel. Selain suku bunga internasional, tingkat diskonto Suku Bunga Indonesia (SBI) juga merupakan faktor penting dalam penentuan suku bunga di Indonesia. Keynes (dalam Boediono, 1985) berpendapat bahwa tingkat suku bunga ditentukan oleh permintaan dan penawaran uang. Dalam menghadapi kenaikan suku bunga, para pemegang saham akan menahan sahamnya sampai tingkat suku bunga kembali pada tingkat yang dianggap normal. Sebaliknya, jika tingkat suku bunga jangka panjang meningkat maka pemegang saham cenderung menjual sahamnya karena harga jualnya tinggi. Kenaikan suku bunga akan sangat berpengaruh bagi pelaku pasar modal. Pergerakan suku bunga SBI yang fluktuatif dan cenderung meningkat akan mempengaruhi pergerakan sektor riil yang dicerminkan oleh pergerakan *return* saham. Akibat meningkatnya suku bunga, para pemilik modal akan lebih suka menanamkan uangnya di bank daripada di pasar modal.

Dalam penelitian ini digunakan tingkat suku bunga SBI. Sertifikat Bank Indonesia (SBI) adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia sebagai pengakuan utang berjangka waktu pendek (1-3 bulan) dengan sistem

diskonto/bunga. Tingkat suku bunga yang berlaku pada setiap penjualan SBI ditentukan oleh mekanisme pasar berdasarkan sistem lelang (Suyanto, 2007). Suku bunga Sertifikat Bank Indonesia merupakan suku bunga yang dikeluarkan oleh bank sentral untuk mengontrol peredaran uang di masyarakat, dengan kata lain pemerintah melakukan kebijakan moneter. Peredaran uang yang terlalu banyak dimasyarakat akan mengakibatkan masyarakat cenderung membelanjakan uangnya yang pada akhirnya bias berdampak pada kenaikan harga – harga barang, yang salah satu faktor pemicu inflasi . Dengan menaikan bunga SBI berarti bank – bank dan lembaga keuangan akan terdorong untuk membeli SBI. Adanya bunga yang tinggi dalam SBI membuat bank dan lembaga keuangan menikmatinya, ini otomatis akan memberikan tingkat bunga yang lebih tinggi untuk produknya. Bunga yang tinggi akan berdampak pada alokasi dana investasi para investor. Investasi pada produk bank seperti deposito / tabungan jelas lebih kecil resikonya atau dapat dikatakan investasi bebas resiko oleh karena itu investor akan menjual sahamnya dan dananya serentak akan berdampak pada penurunan harga saham. Selain itu dampak dari tingkat suku bunga bank yang tinggi juga berdampak pada bunga pinjaman modal kerja perusahaan. Ini artinya penambahan pengeluaran perusahaan jika ini terjadi maka kondisi fundamental perusahaan akan terganggu. Salah satu sifat tingkat bunga adalah mudah berubah-ubah; yang terjadi dalam kurun waktu yang relatif singkat berjangka waktu pendek. Tingkat bunga jangka panjang relatif kurang berfluktuatif (Permana, 2009).

2.1.7.3. Nilai Tukar *Dollar*

Nilai tukar adalah jumalah satu mata uang yang dapat ditukar per unit mata uang lain atau harga satu mata uang dalam angka mata uang lain (Fabozzi dan Franco,1996) (dalam Kapindho, 2011). Nilai tukar tersebut sebenarnya merupakan semacam harga dalam bentuk pertukaran tersebut. Demikian pula pertukaran antara dua mata uang yang berbeda dimana akan terdapat perbandingan nilai atau harga antara kedua mata uang tersebut. Perbandingan nilai inilah yang disebut kurs. Kurs valuta adalah harga satu unit valuta yang ditunjukkan dalam valuta lain. Nilai tukar rupiah terhadap *Dollar* AS merupakan harga satu satuan *Dollar* AS yang dinilai ke dalam satu rupiah (Choi, 1997).

Mankiw (2003) mengemukakan bahwa kurs (*exchange rate*) antara dua negara adalah tingkat harga yang disepakati penduduk kedua negara untuk saling melakukan perdagangan. Fluktuasi kurs akan berpengaruh terhadap perusahaan yang bisnisnya menggunakan mata uang asing.Perubahan nilai tukar akhirnya akan mempengaruhi arus kas yang diterima oleh perusahaan.

Nilai tukar *Dollar* AS merupakan salah satu faktor yang cukup berpengaruh terhadap naik turunnya *return* saham. Jika nilai kurs *Dollar* AS tinggi maka investor akan lebih menyukai investasi dalam bentuk *Dollar* AS dibandingkan dengan investasi pada surat-surat berharga karena investasi pada surat-surat berharga merupakan investasi jangka panjang. Demikian pula sebaliknya, jika nilai tukar *Dollar* AS turun maka investor akan lebih menyukai investasi pada surat-surat berharga sehingga akan mempengaruhi nilai transaksi saham yang

akan berpengaruh kepada harga saham sehingga akan berpengaruh pula terhadap *return* sahamnya.

2.2. Penelitian-penelitian Terdahulu

Terdapat penelitian terdahulu telah melakukan penelitian yang berkaitan dengan inflasi, suku bunga SBI, dan nilai tukar Dollar AS dan Model *Arbitrage Pricing Theory* (APT) dalam menjelaskan *return* saham. Penelitiannya antara lain:

1. Nurpramana (2005), berjudul Pengaruh Faktor Makro Ekonomi Terhadap Imbal Hasil Saham-Saham *Jakarta Islamic Index* (JII) Periode 1995-2004 dengan menggunakan *Arbitrage pricing Theory* (APT). Penelitian ini menyimpulkan bahwa variabel makro ekonomi suku bunga SBI, laju inflasi, dan pertumbuhan PNB berpengaruh terhadap hasil imbal saham JII. Dengan menggunakan APT, dari 21 perusahaan terdapat 15 perusahaan yang terpengaruh secara signifikan.
2. Suyanto (2007), berjudul Analisis Pengaruh Nilai Tukar Uang, Suku Bunga dan Inflasi terhadap *Return* Saham Properti yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta Tahun 2001-2005. Penelitian ini menyimpulkan bahwa nilai tukar uang dan suku bunga berpengaruh negatif terhadap *return* saham. Sedangkan inflasi berpengaruh positif terhadap *return* saham.
3. Subalno (2009), berjudul Analisis Pengaruh Fundamental dan Kondisi Ekonomi terhadap *Return* Saham (Study Kasus Pada Perusahaan Otomotif dan Komponen Yang Listed di Bursa Efek Indonesia Periode 2003-2007). Penelitian ini menyimpulkan bahwa variabel ROA dan nilai tukar

berpengaruh positif signifikan, sedangkan untuk variabel suku bunga berpengaruh negatif signifikan.

4. Zulbetti (2009), berjudul Pengaruh Rasio-Rasio Camel dan Faktor- Faktor Makroekonomi Terhadap *Return* Saham. Dengan menggunakan model APT dan model multifaktor, penelitian ini berkesimpulan bahwa CAR, NIM, dan LDR berpengaruh positif terhadap *return* saham perbankan, sedangkan NPL dan BOPO berpengaruh negatif terhadap *return* saham perbankan. Untuk variabel makroekonomi, variabel pertumbuhan ekonomi (GDP) berpengaruh positif terhadap *return* saham perbankan, sedangkan untuk variabel inflasi negatif terhadap *return* saham perbankan.
5. Kapindho (2011), berjudul Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia (Periode Januari 2007-Mei 2010). Penelitian ini menggunakan tingkat inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar rupiah terhadap *Dollar AS,* dan *money supply* sebagai variabel makro ekonomi. Penelitian ini menyimpulkan bahwa hanya variabel tingkat suku bunga dan nilai tukar rupiah terhadap *Dollar AS* yang memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *return* indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia selama periode Periode Januari 2007-Mei 2010.