

BAB II

LANDASAN TEORI

Pengantar

Berbeda dengan rumah tangga konsumen, para investor melakukan kegiatan investasi bukan lagi untuk memenuhi kebutuhan sehari-hari, melainkan untuk mencari keuntungan. Banyaknya keuntungan yang akan diperoleh besar sekali peranannya dalam menentukan tingkat investasi yang akan dilakukan oleh para investor. Disamping harapan di masa depan untuk memperoleh keuntungan, akan disinggung beberapa faktor lain yang menentukan tingkat investasi yang akan dilakukan dalam perekonomian. Menurut Sukirno (1994), faktor-faktor utama yang menentukan tingkat investasi adalah:

1. Tingkat keuntungan investasi yang diramalkan akan diperoleh.
2. Tingkat bunga
3. Ramalan mengenai keadaan ekonomi di masa depan
4. Kemajuan teknologi
5. Tingkat pendapatan nasional dan perubahan-perubahannya
6. Keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan-perusahaan.

Menurut Mishkin (2001), faktor-faktor penentu permintaan suatu aset antara lain:

1. Kekayaan, yaitu keseluruhan sumber daya yang dimiliki oleh individu, termasuk semua aset.
2. Perkiraan imbal hasil, yaitu perkiraan imbal hasil pada periode mendatang pada suatu aset relatif terhadap aset yang lain.

3. Resiko, yaitu derajat ketidakpastian yang terkait dengan imbal hasil pada satu aset relatif terhadap aset yang lain.
4. Likuiditas, yaitu kecepatan dan kemudahan suatu aset untuk diubah menjadi uang, relatif terhadap aset yang lain.

Satu alternatif investasi yang menjanjikan keuntungan besar dengan resiko yang juga relatif besar adalah saham. Dewasa ini dalam era perdagangan bebas, saham merupakan instrument investasi yang banyak dipilih para investor karena mampu memberikan tingkat keuntungan yang menarik (Indonesian Stock Exchange).

2.1 Teori Umum Investasi

Sebelum melangkah lebih jauh dalam penelitian ini, penulis mencoba memaparkan beberapa teori investasi umum yang digunakan sebagai dasar pemikiran untuk memudahkan pelaksanaan penelitian ini.

2.1.1 Teori Investasi Keynes:

Investasi adalah pengeluaran sektor perusahaan untuk pembelian barang-barang/jasa untuk tujuan investasi, yaitu berupa tambahan stok kapital, misalnya untuk pembelian mesin. Berbeda dengan tujuan pengeluaran rumah tangga, yaitu untuk konsumsi, pengeluaran perusahaan bertujuan untuk memperoleh keuntungan. Jadi, pertimbangan-pertimbangan yang diambil oleh perusahaan untuk memutuskan apakah membeli atau tidak barang-barang/ jasa untuk investasi adalah besar kecilnya harapan keuntungan yang akan diperoleh dari menanamkan investasi tersebut.

Untuk mendapatkan dana investasi, perusahaan mempunyai kemungkinan yang luas. Selain dapat berasal dari penghasilan yang ada di kas perusahaan, perusahaan dapat meminjam dana dari lembaga-lembaga keuangan. Jadi, perusahaan tidak perlu mengandalkan dana milik sendiri untuk belanja barangnya, seperti pada rumah-tangga. Dengan kata lain, besar kecilnya investasi (I), dalam kasus ini, tidak hanya tergantung pada pendapatan (Y) dan juga konsumsi (C), melainkan tergantung pada faktor harapan keuntungan.

Berikut ini akan dibahas lebih mendalam tentang kedua faktor yaitu kemungkinan meminjam dana pihak lain dan harapan keuntungan, yang mempengaruhi keputusan perusahaan untuk menentukan besarnya investasi (I):

1) Kemungkinan Meminjam Dana Pihak Lain .

Perusahaan-perusahaan dapat meminjam dana investasi dari pihak lain, baik dari pasar uang tidak resmi (*informal money market*), sektor perbankan, atau dari pasar surat berharga (atau sering disebut pula dengan bursa efek-efek atau pasar modal). Baik dalam pasar uang tidak resmi maupun dalam pasar uang resmi, seperti dalam pasar lainnya, terdapat penawaran dan permintaan uang. Dari penawaran dan permintaan ini ditentukan volume uang yang dipinjamkan dan “harga” uang, yang tidak lain adalah tingkat bunga. Tingkat bunga ini merupakan biaya yang harus dibayar oleh perusahaan yang meminjam dana untuk investasi. Jadi, dapat disimpulkan bahwa besarnya investasi (I) sangat tergantung pada tingkat bunga (r).

2) Faktor Harapan Keuntungan.

Keuntungan yang diharapkan biasanya dinyatakan dalam dua dimensi, yaitu:

- (1) Dimensi yang menunjukkan berapa besar keuntungan yang akan diperoleh dari setiap unit uang (misalnya, setiap rupiah) yang diinvestasikan
- (2) Dimensi waktu yang menunjukkan berapa lama aliran keuntungan tersebut akan berlangsung.

Besarnya keuntungan bisa dinyatakan dalam “keuntungan kotor” dalam persentase per tahun (atau satuan waktu lainnya). Keuntungan kotor adalah keuntungan bersih ditambah dengan bunga. Misalnya, keuntungan yang diharapkan 50 persen, berarti setiap rupiah dana yang diinvestasikan akan menghasilkan keuntungan 0,5 rupiah per tahun. Dimensi waktu menunjukkan berapa lama aliran keuntungan 50 persen tersebut berlangsung, atau berapa lama umur ekonomis dari barang investasi tersebut (misalnya, 10 tahun).

Teori makro Keynes mengungkapkan bahwa keputusan investasi tersebut tergantung pada perbandingan antara harapan keuntungan dan tingkat bunga. Seandainya tingkat bunga yang berlaku di pasar adalah 24 persen per tahun, sedangkan harapan keuntungan dari investasi adalah 50 persen, maka investasi tersebut layak dilakukan karena bisa memperoleh keuntungan bersih $50 - 24$ persen = 26 persen per-tahun selama umur ekonomis investasinya. Tingkat keuntungan yang diharapkan tersebut dikenal dengan istilah *Marginal Efficiency*

of Capital (MEC). Keynes juga menyebutkan bahwa pada gilirannya perkembangan investasi akan ditentukan oleh faktor-faktor seperti stabilitas politik, biaya produksi dan iklim usaha yang kondusif.

Hubungan antara MEC dan tingkat bunga (r) secara ringkas dapat dinyatakan :

- Bila $MEC > r$: investasi dapat dilakukan

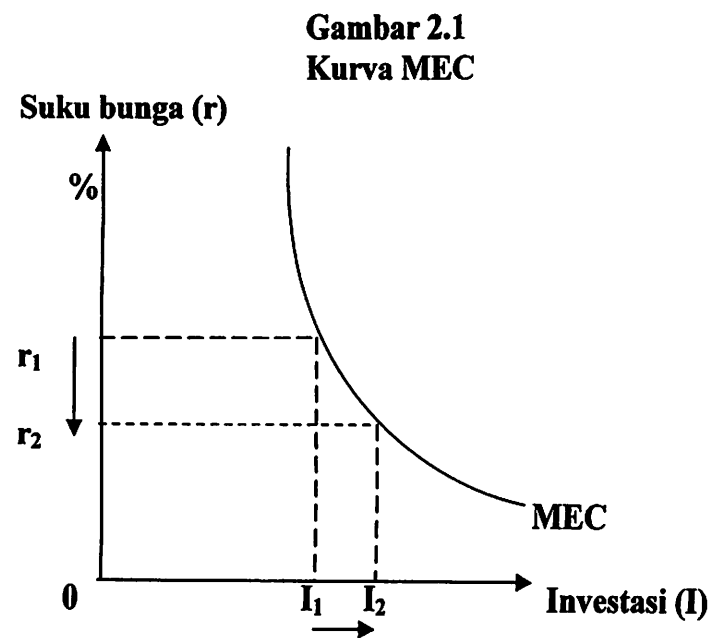
Bila $MEC < r$: investasi tidak dilakukan

Bila $MEC = r$: investasi boleh dilakukan dan boleh tidak dilakukan

Untuk menganalisis pengaruh MEC dan suku bunga (r) terhadap besarnya Investasi (I), pada umumnya diringkas dalam suatu fungsi, yang disebut fungsi investasi, secara matematis dinyatakan sebagai :

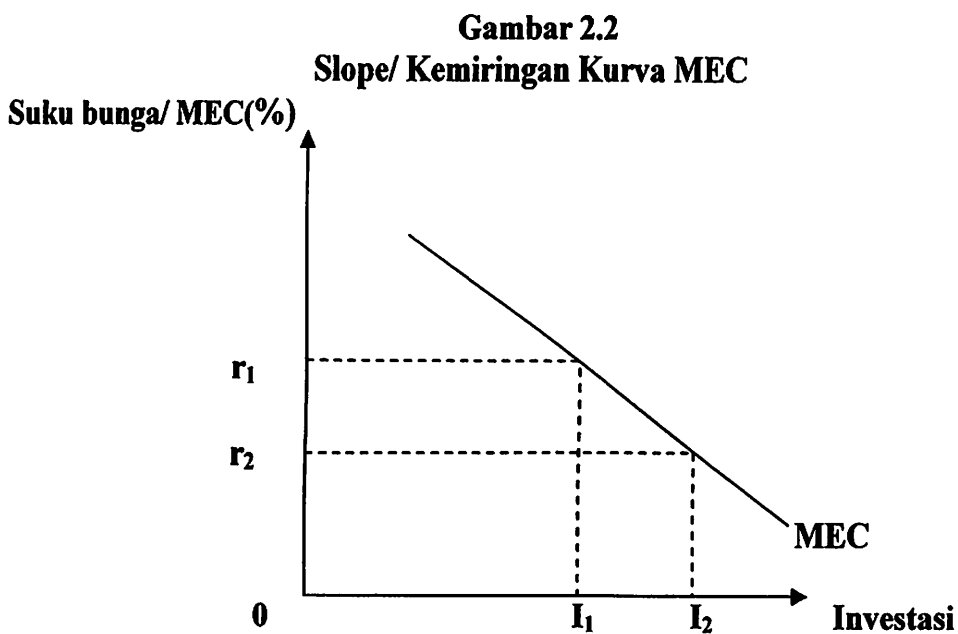
$$I = f(r)$$

Selanjutnya dijelaskan bahwa ada korelasi negatif antara besarnya tingkat suku bunga dengan permintaan investasi. Jika tingkat bunga naik, maka permintaan investasi turun dan sebaliknya (Yuliadi, 2004). Hubungan negatif antara investasi dan suku bunga dapat dilihat pada gambar 2.1 di bawah ini.



Melalui gambar 2.1 di atas dapat dilihat bahwa hubungan antara kedua variabel r dan I direpresentasikan oleh kurva MEC. Turunnya tingkat suku bunga dari r_1 ke r_2 akan menyebabkan pertumbuhan investasi dari I_1 ke I_2 .

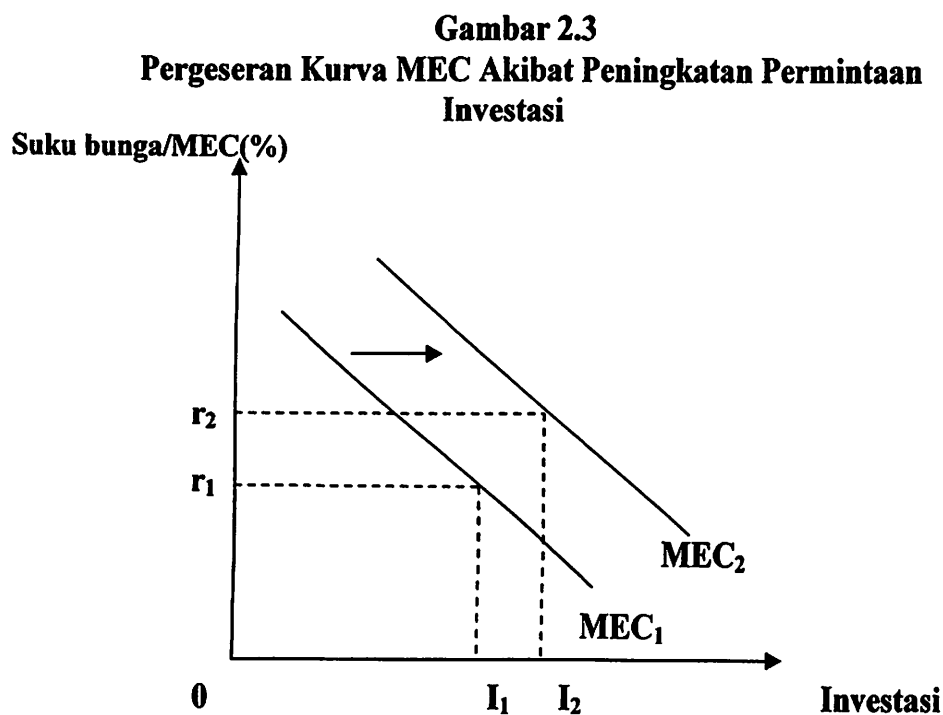
Gambar 2.2 menunjukkan kurva MEC. Slope/ kemiringan kurva MEC adalah negatif, yaitu miring dari kiri atas ke kanan bawah, karena saat perusahaan berinvestasi lebih banyak, perkembangan MEC akan mengikuti hukum penerimaan yang semakin menurun/ *the law of deminishing return*. Penjelasananya yaitu, beberapa proyek pertama yang diinvestasikan cenderung memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi, dan proyek-proyek berikutnya menghasilkan lebih rendah dan lebih rendah lagi.



Keputusan untuk berinvestasi ditentukan oleh perbandingan MEC dan *opportunity cost* dari investasi, yaitu suku bunga. Selama MEC lebih besar dari suku bunga, perusahaan akan berinvestasi lebih banyak karena proyek dianggap layak. Investasi akan dihentikan ketika $MEC = i / r$. Oleh karena itu seperti terlihat dalam gambar 2.2, jika suku bunga turun dari r_1 ke r_2 , proyek-proyek dengan

tingkat pengembalian lebih rendah (tidak menguntungkan), pada kondisi ini terlihat bisa dilaksanakan, dan demikian, semakin banyak investasi akan terjadi. Hal ini akan meningkatkan jumlah investasi dari I_1 ke I_2 .

Gambar 2.3 menunjukkan pergeseran kurva MEC. Kurva MEC dapat bergeser ke kanan sebagai akibat dari meningkatnya ekspektasi/optimisme dunia usaha karena optimisme ini memungkinkan peningkatan penghasilan perusahaan di masa yang akan datang. Demikian pula, runtuhnya kepercayaan dunia usaha menyebabkan penghasilan perusahaan di masa yang akan datang mengalami penurunan sehingga kurva MEC bergeser ke kiri bawah.



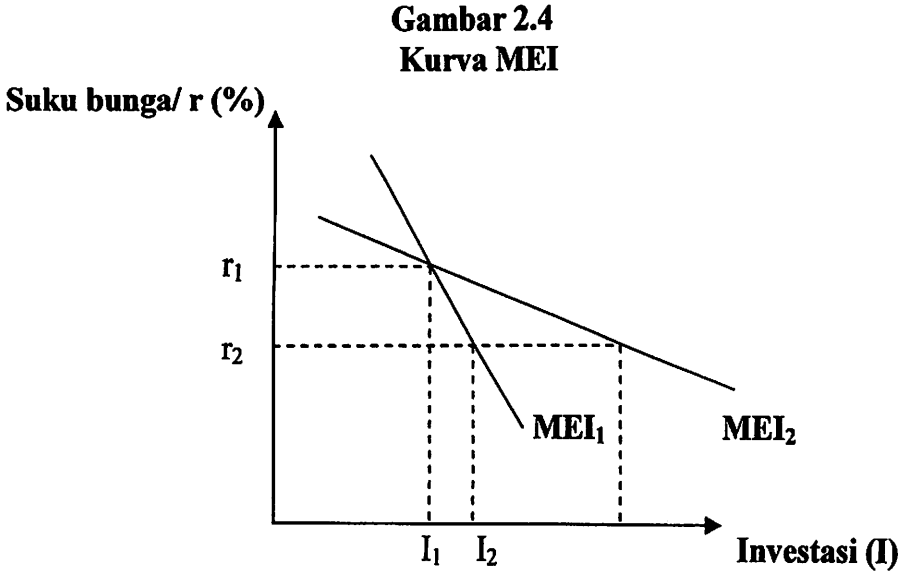
Gambar 2.3 menunjukkan bahwa kenaikan suku bunga kemungkinan tidak mengurangi tingkat investasi, jika pada saat yang sama, MEC telah meningkat.

2.1.2 Marginal Efficiency of Investment (MEI)

Kurva MEC dan MEI (*Marginal Efficiency of Investment*) merupakan dua kurva yang serupa, dalam arti bahwa kedua-duanya dapat dipakai untuk

mengamati perilaku investasi. Perbedaan keduanya terletak pada penawaran modal. Pada MEC berlaku penawaran modal tak terbatas dan biaya rata-rata tetap, sedangkan untuk MEI telah melibatkan pengaruh biaya rata-rata terhadap penawaran modal. Fungsi permintaan investasi merupakan fungsi yang menunjukkan hubungan antara suku bunga (r) dengan jumlah investasi (I), dan fungsi ini dapat diturunkan dari kurva MEC seperti gambar 2.1 sebelumnya di atas.

Gambar 2.4 di bawah ini menunjukkan kurva MEI. Kurva MEI menunjukkan elastisitas permintaan untuk investasi (atau barang modal), atau dengan kata lain, bagaimana investasi merespon perubahan tingkat suku bunga. Suku bunga mewakili biaya pinjaman. Secara teoritis, semakin rendah tingkat bunga, lebih murah bagi perusahaan untuk membiayai investasi, dan lebih suatu investasi akan lebih menguntungkan. Oleh karena itu, tingkat investasi akan meningkat.



Teori keynes menyatakan bahwa pada kenyataannya investasi relatif tidak terlalu responsif terhadap perubahan suku bunga, terutama di titik ekstrem

Business Cycle. Selama masa resesi, pengusaha umumnya pesimis tentang prospek masa depan dan ada juga cenderung tidak terpakai kapasitas produksi yang berlebihan, yang mencegah penurunan suku bunga dari merangsang investasi. Di sisi lain, saat *booming*, optimisme yang timbul dapat menyebabkan pengusaha mengabaikan tingginya suku bunga. Oleh karena itu, MEI_1 lebih cenderung tampak inelastis daripada MEI_2 yang relatif elastis.

2.1.3 Pendekatan Pendapatan Nasional Sebagai Penentu Investasi

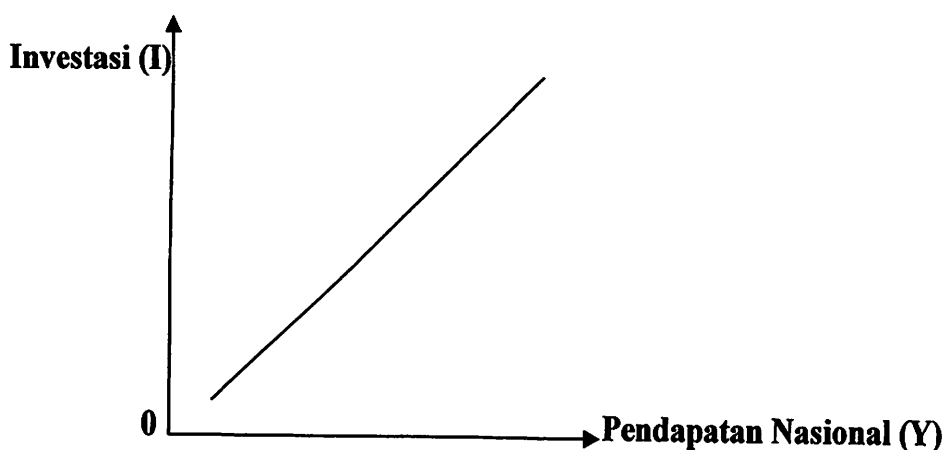
Terdapat keterkaitan yang erat antara pendapatan nasional dan investasi. Hubungan keduanya menjadi suatu sorotan para ekonom, baik dari kalangan Klasik maupun Neo Klasik.

Teori pendapatan nasional Keynesian yang menggunakan pendekatan pengeluaran agregatif di mana besarnya pendapatan nasional suatu negara diukur dari komponen-komponen *expenditure* para pelaku ekonominya lewat anggaran-anggarannya yaitu; sektor rumah tangga (C ; *consumption*), perilaku usaha dan dunia usaha tercermin lewat komponen investasi yang ditanam (I), pemerintah melalui anggaran belanjanya (G) dan sektor perdagangan internasional yang tercermin lewat nilai ekspor / impor netto-nya.

Teori di atas selanjutnya menurunkan pertimbangan parsial pada faktor-faktor yang menjadi pertimbangan dalam melakukan investasi. Seperti halnya dalam konsumsi yang dilakukan oleh sektor rumah tangga, investasi oleh para pengusaha ditentukan oleh beberapa faktor. Salah satu diantara faktor-faktor penting yang dipertimbangkan adalah besarnya nilai pendapatan nasional yang dicapai (Sukirno, 1994).

Sudono (1996) dalam Salim (2006), menunjukkan dalam sebagian besar analisa mengenai penentuan pendapatan nasional pada umumnya variabel investasi yang dilakukan oleh pengusaha berbentuk investasi autonom (besaran /nilai tertentu investasi yang selalu sama pada berbagai tingkat pendapatan nasional). Tetapi adakalanya tingkat pendapatan nasional sangat besar pengaruhnya pada tingkat investasi yang dilakukan. Secara teoritis, dapat dikatakan bahwa pendapatan nasional yang tinggi akan memperbesar pendapatan masyarakat dan selanjutnya pendapatan masyarakat yang tinggi itu akan memperbesar permintaan atas barang-barang dan jasa. Maka keuntungan yang dicapai oleh sektor usaha dapat mencapai targetnya, dengan demikian pada akhirnya akan mendorong dilakukan investasi-investasi baru pada sektor usaha. Oleh karena itu apabila pendapatan nasional semakin bertambah tinggi, maka investasi akan bertambah tinggi pula. Sebaliknya, semakin rendah nilai pendapatan nasional maka nilai permintaan investasinya akan semakin rendah. Hubungan yang terjadi antara variabel pendapatan nasional dan investasi dapat ditunjukkan oleh fungsi Investasi (I) dalam gambar 2.5 di bawah ini :

Gambar 2.5
Fungsi Investasi terhadap Pendapatan Nasional



Pengembangan yang dilakukan para ekonom neo klasik pada teori Keynes ini terlihat pada formulasi yang dikembangkannya pada model akselerator investasi. Dijelaskan bahwa laju investasi sebanding dengan perubahan output dalam perekonomian. Pembahasan mengenai bagaimana suatu model investasi dikembangkan, yaitu pada model investasi Neo Klasik dapat disimpulkan dalam persamaan-persamaan dibawah ini;

$$I = \lambda (K_0 - K_1)$$

Keterangan :

I : investasi netto

$K_0 - K_1$: perubahan nilai stok modal

λ : multiplier (rata-rata penyesuaian) stok modal

Penyempurnaan terhadap persamaan di atas, yaitu menentukan suatu tingkat investasi yang diinginkan dengan memasukkan formulasi fungsi produksi Cob Douglas ke dalamnya ($K = \gamma \cdot Y / r \cdot c$, di mana γ = bagian modal dalam total pendapatannya dan $r \cdot c$ = biaya / bunga sewa modal). Maka selanjutnya diperoleh fungsi investasi netto yang diinginkan dengan menyesuaikan nilai pajak yang dibebankan. Fungsi yang dimaksud adalah sebagai berikut;

$$I = \lambda (\gamma \cdot Y / r \cdot c - K - 1)$$

Keterangan :

I : investasi netto

Y : pendapatan nasional

λ : multiplier pertambahan modal; asumsi multiplier / pelipat pertambahan modal adalah sempurna ($\lambda = 1$)

K-1 : stok modal pada periode sebelumnya / periode terakhir

γ : multiplier modal dalam total pendapatan nasional

r.c : biaya / bunga sewa modal

2.1.4 Teori Tobin's q

James Tobin mengembangkan sebuah teori yang disebut sebagai teori Tobin's q yang menjelaskan bagaimana kebijakan moneter dapat mempengaruhi perekonomian melalui pengaruhnya terhadap valuasi saham.

$$q = \frac{\text{Market Value of Installed Capital}}{\text{Replacement Cost of Investment Capital}}$$

Tobin mendefinisikan q sebagai nilai pasar perusahaan dibagi dengan biaya penggantian modal (*replacement cost of capital*). Jika q tinggi, harga pasar perusahaan relatif tinggi terhadap biaya penggantian modal, dan modal pabrik dan peralatan baru relatif murah terhadap nilai pasar perusahaan. Maka, perusahaan-perusahaan dapat menerbitkan saham dan mendapatkan harga saham yang relatif tinggi terhadap biaya dari fasilitas dan peralatan yang mereka beli. Pengeluaran investasi akan meningkat, karena perusahaan-perusahaan dapat membeli banyak barang modal baru dengan hanya menerbitkan saham dalam jumlah yang sedikit.

Sebaliknya, dengan q yang rendah, perusahaan-perusahaan tidak akan membeli barang modal baru karena nilai pasar perusahaan relatif rendah terhadap biaya modal. Kalau perusahaan ingin mendapatkan modal dengan q yang rendah, mereka dapat membeli perusahaan lain dengan murah daripada mendapatkan barang modal lama. Maka, pengeluaran investasi, yaitu pembelian barang modal baru akan rendah. Teori tobin's q memberikan penjelasan yang baik mengenai pengeluaran investasi yang sangat rendah selama depresi besar (*Great Depression*).

Selama periode tersebut, harga saham jatuh, dan pada tahun 1933 saham-saham hanya seharga sepersepuluh dari nilainya di akhir 1929; q turun sampai pada tingkat yang paling rendah (Mishkin, 2001).

Inti dari pembahasan ini adalah adanya keterkaitan antara Tobin's q dan pengeluaran investasi. Pengaruh kebijakan moneter terhadap harga saham sangat sederhana. Penjelasannya sebagai berikut: ketika kebijakan moneter adalah ekspansif, masyarakat mendapati dirinya mempunyai lebih dari yang diinginkan dan menggunakannya untuk konsumsi. Satu tempat yang dapat dipilih masyarakat untuk menanamkan kelebihan dananya tersebut adalah pasar modal. Pada akhirnya, permintaan akan saham akan meningkat dan mengakibatkan naiknya harga saham dan kenaikan ini tercermin pada naiknya IHSG di bursa efek.

2.1.5 Portfolio untuk Lebih dari Dua Jenis Aset

Portfolio yang dimiliki suatu rumah tangga atau perusahaan pada umumnya merupakan kumpulan dari berbagai bentuk kekayaan. Tiga sifat utama yang erat hubungannya dengan permintaan akan suatu bentuk kekayaan yaitu: resiko (*risk*), hasil (*return*) dan inflasi.

Hasil riil dari suatu bentuk kekayaan tergantung pada laju inflasi. Setiap bentuk kekayaan berbeda dalam hal mudah-tidaknya terkena pengaruh inflasi. Suatu bentuk kekayaan yang memberikan hasil nominal secara tetap, maka hasil riilnya akan berbanding terbalik dengan laju inflasi. Makin tinggi laju inflasi, makin rendah hasil riil yang akan diterima. Bentuk kekayaan lain memberikan hasil nominal yang meningkat dengan makin tingginya inflasi sehingga hasil riilnya relatif tetap (atau bahkan meningkat). Bentuk kekayaan demikian ini

independen/tidak terpengaruh oleh inflasi. Contoh, kekayaan yang berupa rumah, emas dan tanah. Hasil riil berupa sewa, ditambah dengan keuntungan karena naiknya nilai rumah (*capital gain*) dikurangi dengan penyusutan bisa meningkat dari tahun ke tahun. Bahkan, peningkatan ini kadang-kadang terjadi secara melonjak, misalnya adanya jalan baru, proyek perumahan dan sebagainya. Kenaikan ini dapat melebihi laju inflasi. Secara umum ketiga komponen hasil ini cenderung naik dengan adanya inflasi, maka hasil riil dengan sendirinya tidak terpengaruh oleh inflasi. Bahkan mampu didorong naik oleh inflasi.

Semakin tinggi laju inflasi, semakin banyak masyarakat menukarkan kekayaan yang memiliki hasil riil semakin menurun (misalnya uang atau surat berharga) dengan kekayaan fisik/barang yang nilainya naik seiring dengan inflasi. Oleh karena itu, tingkat inflasi yang diharapkan (*expected inflation*) merupakan salah satu faktor (variabel) yang menentukan permintaan akan surat berharga. Semakin tinggi inflasi, hasil riil dari kekayaan berupa uang dan surat berharga semakin rendah, masyarakat semakin tidak mau memegang kekayaan dalam bentuk uang dan surat berharga. Dengan kata lain ada hubungan positif antara inflasi dengan kekayaan yang berbentuk fisik barang, dan negatif dengan bentuk kekayaan berupa uang atau surat berharga.

Permintaan akan surat berharga (misalnya saham), dipengaruhi juga oleh besarnya kekayaan yang dimiliki. Besarnya kekayaan merupakan faktor pembatas (*constraint*). Sebagai contoh:

Tuan X memiliki aset sebagai berikut:

Aset (Kekayaan)	Nilai (Rp)
Uang tunai	1.000.000,00
Surat berharga (saham)	3.000.000,00
Tanah	6.000.000,00
Total	10.000.000,00

Apabila dengan total kekayaan yang sama, masyarakat ingin menambah surat berharganya, dia harus mengurangi jumlah uang kas atau menjual sebagian tanahnya. Secara matematis dapat dituliskan sebagai berikut:

$$W = \sum_{i=1}^N P_i A_i$$

di mana :

W = nilai total kekayaan

P_i = harga bentuk kekayaan jenis i

A_i = kuantitas unit bentuk kekayaan jenis i

$$P_j \Delta A_j = - \sum_{i=1}^N P_i \Delta A_i, i \neq j$$

Persamaan terakhir ini berarti apabila individu menambah kekayaan jenis j , dia harus mengurangi jenis i dalam portfolionya. Kenaikan kekayaan (W) berasal dari tambahan satu atau beberapa jenis kekayaan.

$$\Delta W = \sum_{i=1}^N P_i \Delta A_i$$

Dengan demikian, permintaan salah satu jenis kekayaan dapat diturunkan/diperoleh dari jenis kekayaan yang lain. Sebagai contoh, fungsi permintaan akan salah satu bentuk kekayaan sebagai berikut:

$$D_i = D(r_i, r_j, \sigma_i, \sigma_j, \pi_e, W, Y)$$

di mana:

r_i dan r_j = hasil/*rate of return*

σ_i dan σ_j = resiko

π_e = tingkat inflasi yang diharapkan

W = total kekayaan

Y = pendapatan

2.2 Pengaruh Variabel-variabel Makroekonomi terhadap IHSG

IHSG adalah salah satu instrumen investasi di pasar modal yang paling banyak diminati oleh investor. Pada dasarnya IHSG adalah merupakan suatu indeks. Menurut rumus perhitungan IHSG yang telah dipaparkan sebelumnya, indeks tersebut dipengaruhi oleh harga saham dan jumlah saham yang tercatat. Harga dan jumlah saham tersebut, selain dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan yang *go publik* (emiten), dalam kenyataannya juga turut dipengaruhi oleh variabel-variabel makroekonomi seperti inflasi, suku bunga SBI dan nilai tukar rupiah.

Oleh karena itu dalam penelitian ini penulis mencoba melakukan pendekatan mengenai hubungan antara variabel-variabel makroekonomi tersebut melalui teori-teori umum investasi yang telah dijabarkan sebelumnya.

2.2.1 Tingkat Inflasi

Secara teoritis, penyebab timbulnya inflasi adalah karena peningkatan permintaan masyarakat akan barang-barang dan peningkatan biaya produksi

barang. Secara singkat, jika ditinjau dari sebabnya, inflasi dibagi menjadi dua macam (Yuliadi, 2004):

1. Inflasi karena tarikan permintaan (*demand pull inflation*)

Inflasi yang terjadi karena adanya kenaikan permintaan total (*agregate demand*) sementara produksi telah berada pada kondisi *full employment*. Pada kondisi dibawah *full employment* kenaikan permintaan total di samping meningkatkan produksi total juga menaikkan harga. Namun apabila kondisi *full employment* tercapai, dorongan kenaikan permintaan total sepenuhnya akan mendorong terjadinya kenaikan harga atau inflasi. Inflasi karena tarikan permintaan timbul jika peningkatan permintaan agregat bergerak lebih besar dibandingkan dengan potensi produktif perekonomian. Sehingga untuk menstabilkan harga harus diimbangi dengan kebijakan mendorong produksi sektor riil. Fenomena inflasi tarikan permintaan terjadi pada perekonomian yang mendekati kondisi *full employment* yaitu pengangguran menurun dan tenaga kerja langka. Disaat pengangguran masih tinggi maka peningkatan permintaan agregat justru dapat mendorong pertumbuhan ekonomi dan menciptakan lapangan kerja.

2. Inflasi dorongan biaya (*cost push inflation*)

Adalah inflasi yang diakibatkan oleh peningkatan biaya selama periode pengangguran tinggi dan penggunaan sumber daya yang kurang aktif. Fenomena inflasi dorongan biaya diawali dari peningkatan upah yang merupakan komponen utama dalam aktivitas produksi. Faktor lain

yang berpotensi menimbulkan peningkatan biaya produksi adalah peningkatan harga bahan bakar minyak (BBM), makanan dan pergeseran nilai tukar.

2.2.1.1 Hubungan Antara Inflasi dan IHSG

Berdasarkan teori yang telah diuraikan, dapat dijelaskan bahwa dalam kondisi krisis seperti saat ini (selama periode penelitian), inflasi akan cenderung meningkatkan biaya produksi dari perusahaan. Beberapa faktor yang meningkatkan biaya produksi perusahaan antara lain naiknya harga BBM, bahan baku produksi dan pergeseran nilai tukar. Penjelasan adalah sebagai berikut, inflasi yang semakin tinggi akan meningkatkan pendapatan dan biaya perusahaan (misalnya naiknya harga BBM). Jika peningkatan biaya produksi lebih tinggi dari peningkatan harga yang dapat dinikmati oleh perusahaan, maka profitabilitas perusahaan akan turun dan dampak lebih lanjut mampu menjadikan harga saham perusahaan tersebut di bursa efek mengalami penurunan. Jika terjadi demikian, maka penurunan tersebut cenderung tidak akan berlangsung seketika tetapi melalui proses waktu. Dilihat dari sisi investor, tingginya inflasi akan mengurangi nilai keuntungan dan juga mengurangi daya beli modal investasinya. Dengan demikian jika angka inflasi naik, maka IHSG akan menurun dan demikian sebaliknya.

Inflasi yang tinggi biasanya juga dikaitkan dengan kondisi ekonomi yang terlalu panas (*over heated*), artinya kondisi ekonomi mengalami permintaan atas produk yang melebihi kapasitas penawaran produknya, sehingga harga-harga

cenderung mengalami kenaikan. Kondisi ekonomi yang *over heated* tersebut juga akan menurunkan daya beli uang (*purchasing power of money*) dan mengurangi tingkat pendapatan riil yang diperoleh investor dari investasinya.

Teori portfolio dua aset menyatakan semakin tinggi laju inflasi, semakin banyak masyarakat menukarkan kekayaan yang memiliki hasil riil semakin menurun (misalnya saham) dengan kekayaan fisik/barang yang nilainya naik seiring dengan inflasi. Oleh karena itu, tingkat inflasi yang diharapkan (*expected inflation*) merupakan salah satu faktor (variabel) yang menentukan permintaan akan saham. Semakin tinggi inflasi, *return*/tingkat pengembalian riil dari saham semakin rendah, masyarakat semakin tidak mau memegang kekayaan dalam bentuk uang dan saham. Dengan kata lain ada hubungan positif antara inflasi dengan kekayaan yang berbentuk fisik barang, dan negatif dengan bentuk kekayaan berupa uang atau surat berharga seperti saham dan obligasi.

Penelitian empiris melalui analisis regresi dengan menghubungkan secara langsung (*direct effect*) antara inflasi dengan IHSG dalam kurun waktu tahun 2003 sampai dengan tahun 2005, ternyata hasilnya tidak ditemukan bukti yang signifikan bahwa inflasi berpengaruh terhadap IHSG. Artinya penurunan IHSG bukan karena pengaruh secara langsung dari kenaikan inflasi (Wahyudi, 2005).

Pengaruh inflasi terhadap kinerja IHSG tidak hanya dilihat pengaruh secara langsung tetapi juga harus dilihat pengaruhnya secara tidak langsung. Secara metodologis dikenal pengaruh secara langsung (*direct effect*), pengaruh secara tidak langsung (*indirect effect*) dan pengaruh total (*total effect*). Pengaruh

tidak langsung dalam hal ini yaitu inflasi akan berpengaruh pada tingginya suku bunga dan lebih lanjut suku bunga akan berpengaruh pada kinerja bursa saham.

Melalui efek Fisher dalam Mankiw (2003:86) dapat diketahui bahwa kenaikan inflasi yang diharapkan akan meningkatkan tingkat bunga nominal. Naiknya tingkat bunga nominal pada akhirnya akan meningkatkan biaya modal perusahaan dan memperkecil *return* perusahaan di masa yang akan datang, begitu juga dengan seorang investor yang akan menanamkan modalnya di bursa saham. Oleh karena itu jika tingkat inflasi sudah tinggi, maka pemerintah melalui Bank Indonesia akan menaikkan tingkat suku bunga dan selanjutnya akan diikuti oleh bank-bank lainnya di Indonesia. Hal tersebut merupakan dampak tidak langsung dari tingginya tingkat inflasi dan pengaruhnya terhadap perubahan suku bunga dan tingkat investasi, termasuk di bursa saham.

2.2.2 Suku Bunga SBI

Sertifikat Bank Indonesia (SBI) adalah sertifikat atas unjuk yang diterbitkan bank sentral (Bank Indonesia) dengan nilai nominal. Bagi bank Indonesia, SBI adalah sekuritas dalam rangka melaksanakan kebijakan moneter melalui operasi pasar terbuka. Bila jumlah uang beredar ingin dikurangi, Bank Indonesia menjual SBI. Begitu sebaliknya. Agar minat membeli SBI semakin tinggi, Bank Indonesia dapat menaikkan tingkat suku bunga SBI atau sebaliknya. Mengingat risiko SBI sangat kecil (paling kecil), biasanya tingkat bunga SBI paling rendah diantara instrumen pasar uang lainnya. Karena itu bila Bank Indonesia menaikkan tingkat bunga SBI maka tingkat bunga tabungan juga akan naik, agar nasabah perbankan tidak memindahkan depositonya ke SBI

(Manurung, 2004:92). Oleh karena itu, dengan kata lain jika suku bunga SBI mengalami kenaikan maka investor akan lebih memilih untuk menanamkan modalnya pada instrumen SBI daripada instrumen pasar modal seperti saham.

Tingkat suku bunga SBI adalah tolak ukur tingkat suku bunga nasional, muncul sebagai hasil lelang antara Bank Indonesia dengan para investor. Tingkat suku bunga SBI dipengaruhi secara langsung oleh inflasi. Ketika inflasi naik, maka otomatis tingkat suku bunga SBI pun akan naik untuk menjaga jumlah uang beredar dan kestabilan moneter.

2.2.2.1 Hubungan Antara Suku Bunga SBI dan IHSG

Tingkat suku bunga mempunyai pengaruh yang signifikan pada dorongan untuk berinvestasi. Pada kegiatan produksi, pengolahan barang-barang modal atau bahan baku produksi memerlukan modal (input) lain untuk menghasilkan output / barang final. Pada perusahaan manapun, keperluan akan modal menjadi bagian penting didalamnya. Modal usaha yang kuat dapat membantu perusahaan-perusahaan, besar atau kecil dalam mengembangkan usahanya terutama dalam mengimplementasikan sejumlah kemajuan teknologi.

Dasar pertimbangan teoritis tingkat suku bunga pada pertimbangan investasi di pasar saham adalah gejala yang berlangsung apabila penurunan tingkat suku bunga. Pertama, apabila suku bunga SBI mengalami penurunan maka secara otomatis BI rate akan menyesuaikan, demikian juga bank-bank pemerintah dan swasta akan menyesuaikan suku bunga kredit dan perbankannya. Saat suku bunga SBI turun, maka investor akan lebih memilih untuk menanamkan uangnya di saham tertentu yang menurut investor cukup menarik. Tingginya permintaan

akan saham akan menyebabkan harga saham meningkat, dan pada akhirnya akan tercermin melalui IHSG. Sebaliknya, apabila tingkat suku bunga meningkat, investor lebih memilih untuk melakukan investasi pada SBI untuk mendapatkan resiko usaha yang paling kecil daripada berhadapan dengan resiko yang cenderung lebih besar pada pasar saham.

Kedua, melalui transmisi kebijakan moneter jalur suku bunga. Pada jalur suku bunga, perubahan BI Rate yang tercermin dari pergerakan SBI atau sekarang disebut suku bunga Pasar Uang Antar Bank (PUAB) akan mempengaruhi suku bunga deposito dan suku bunga kredit perbankan. Apabila perekonomian sedang mengalami kelesuan akibat tingginya suku bunga yang berimbas pada rendahnya investasi riil maupun keuangan, Bank Indonesia dapat menggunakan kebijakan moneter yang ekspansif melalui penurunan suku bunga untuk mendorong aktifitas ekonomi. Penurunan suku bunga SBI menurunkan suku bunga kredit sehingga permintaan akan kredit dari perusahaan dan rumah tangga akan meningkat. Penurunan suku bunga kredit juga akan menurunkan biaya modal perusahaan untuk melakukan investasi. Ini semua akan meningkatkan aktifitas konsumsi dan investasi sehingga aktifitas perekonomian semakin bergairah. Semakin bergairahnya investasi dan aktivitas perekonomian berimplikasi pada naiknya harga saham dan selanjutnya tercermin pada meningkatnya IHSG.

Hasil penelitian empiris pengaruh suku bunga terhadap IHSG dalam kurun waktu tahun 2003 sampai 2005 ternyata menunjukkan bukti yang signifikan bahwa suku bunga berpengaruh negatif terhadap IHSG. Semakin tinggi kenaikan suku bunga berarti akan semakin memperlemah kinerja Bursa Efek Jakarta.

Angka sensitivitasnya sekitar 0,5 berarti jika suku bunga naik 1 persen maka indeks harga saham gabungan akan turun 0,5 persen. Sebaliknya jika suku bunga turun sebesar 1 persen maka IHSG akan naik sebesar 0,5 persen (Wahyudi, 2005).

2.2.3 Nilai Tukar Rupiah

Terdapa beberapa faktor yang mempengaruhi pergerakan nilai tukar (Madura, 1993):

1. Faktor Fundamental

Faktor fundamental berkaitan dengan indikator-indikator ekonomi seperti inflasi, suku bunga, perbedaan relatif pendapatan antar-negara, ekspektasi pasar dan intervensi Bank Indonesia.

2. Faktor Teknis

Faktor teknis berkaitan dengan kondisi penawaran dan permintaan valuta pada saat-saat tertentu. Apabila ada kelebihan permintaan, sementara penawaran tetap, maka harga valuta akan naik dan sebaliknya.

3. Sentimen Pasar

Sentimen pasar lebih banyak disebabkan oleh rumor atau berita-berita politik yang bersifat insidental, yang dapat mendorong harga valuta naik atau turun secara tajam dalam jangka pendek. Apabila rumor atau berita-berita sudah berlalu, maka nilai tukar akan kembali normal.

2.2.3.1 Hubungan Antara Nilai Tukar dan IHSG

Secara umum terdapat dua pendekatan dalam melihat hubungan antara nilai tukar dengan harga saham (Novita dan Nachrowi, 2005). Pendekatan

termaksud adalah : (1) pendekatan konvensional (*traditional approach*) dan (2) pendekatan portfolio (*portfolio approach*). Pendekatan konvensional juga dikenal sebagai model “*flow oriented*” dari nilai tukar (Dornbusch et al., 1980). Sedangkan pendekatan portfolio dikenal dengan model “*stock oriented*” dari nilai tukar seperti yang dikemukakan oleh Branson (1983).

Pendekatan tradisional /konvensional menekankan bahwa pergerakan nilai tukar akan mempengaruhi persaingan internasional dan neraca perdagangan suatu negara. Selanjutnya akan berpengaruh pada output negara tersebut dan berdampak pada *current* dan *future cash flow* dari suatu perusahaan dan akhirnya berdampak pada harga saham perusahaan tersebut.

Secara teoritis, perusahaan yang melakukan ekspor akan mendapatkan keuntungan dengan adanya depresiasi mata uang domestik karena pendapatan yang berasal dari luar negeri akan menjadi lebih besar jika ditukarkan dengan mata uang domestik. Sementara itu harga barangnya di luar negeri juga akan lebih murah dibanding negara-negara lain yang mata uangnya tidak mengalami depresiasi. Kondisi ini menyebabkan produk perusahaan akan menjadi lebih kompetitif dari segi harga.

Hal sebaliknya berlaku untuk perusahaan yang didominasi impor. Perusahaan tersebut akan diuntungkan dengan adanya apresiasi dari mata uang domestik. Di samping itu fluktuasi dari nilai tukar juga akan mempengaruhi *transaction expose* dari perusahaan yaitu dalam hal utang ataupun piutang perusahaan dalam mata uang asing.

Kedua adalah pendekatan portfolio. Pendekatan ini menekankan pada peranan pasar modal yang dapat mempengaruhi nilai tukar melalui permintaan dan penawaran uang. Seperti halnya komoditas, nilai tukar ditentukan oleh mekanisme pasar. Berkembangnya pasar modal akan menarik *capital inflow* dari investor asing. Kondisi ini akan meningkatkan permintaan mata uang domestik dan menyebabkan kurs mata uang terapresiasi. Sebaliknya, jika terjadi kecenderungan turunnya harga saham maka akan diikuti dengan berpindahnya modal dari pasar saham. Selanjutnya investor akan mencari bentuk investasi lain yang lebih menguntungkan.

Secara teoritis dampak perubahan nilai tukar dengan investasi bersifat *uncertainty* (tidak pasti). Oshikawa (1994) seperti yang dikutip oleh Salim (2006) mengatakan pengaruh perubahan tingkat nilai tukar terhadap investasi dapat melewati dua jalur, yaitu sisi permintaan dan sisi penawaran domestik. Penurunan tingkat nilai tukar dalam jangka pendek akan mengurangi investasi melalui pengaruh negatifnya pada absorpsi domestik atau yang dikenal dengan *expenditure reducing effect*. Karena penurunan nilai tukar ini akan menyebabkan nilai riil aset masyarakat yang disebabkan kenaikan tingkat harga-harga secara umum dan selanjutnya akan menurunkan permintaan domestik masyarakat. Gejala diatas pada tingkat perusahaan akan direspon dengan penurunan pada pengeluaran/ alokasi modal pada investasi.

Pada sisi penawaran, pengaruh aspek pengalihan pengeluaran (*expenditure switching*) akan perubahan nilai tukar pada investasi relatif tidak menentu. Penurunan nilai tukar mata uang domestik akan menaikkan produk-produk impor

yang diukur dengan mata uang domestik dan dengan demikian akan meningkatkan harga barang-barang yang diperdagangkan / barang-barang ekspor (*traded goods*) relatif terhadap barang-barang yang tidak diperdagangkan (*non traded goods*), sehingga didapatkan kenyataan nilai tukar mata uang domestik akan mendorong ekspansi investasi pada barang-barang perdagangan tersebut.

Menurut Granger (1998) seperti yang dikutip oleh Sanjoyo (2000), melalui sudut pandang mikroekonomi, perubahan nilai tukar diharapkan akan mempengaruhi portofolio perusahaan. Depresiasi mata uang domestik kemungkinan besar akan meningkatkan keuntungan perusahaan tersebut, oleh karena harga sahamnya, terutama bagi perusahaan penghasil barang konsumsi. Ditinjau dari perpektif makroekonomi, depresiasi mata uang domestik akan membuat barang produksi dalam negeri akan semakin kompetitif, dan meningkatkan harga sahamnya. Melalui kedua sudut pandang tersebut, nilai tukar dikatakan mempengaruhi perubahan harga saham