

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Pasar Uang dan Pasar Modal

Pasar Modal dijumpai di banyak negara karena pasar modal menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan. “Dalam melaksanakan fungsi ekonominya, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari *lender* (pihak yang mempunyai kelebihan dana) kepada *borrower* (pihak yang memerlukan dana). Dari sisi *lender* diharapkan akan memperoleh imbalan dari dana yang ditempatkan, sedangkan dari sisi *borrower* yang memperoleh dana dapat digunakan untuk meningkatkan produksi yang pada gilirannya dapat meningkatkan keuntungan. Fungsi keuangan dilakukan dengan menyediakan dana yang diperlukan oleh para *borrowers* dan para *lenders* menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut. Meskipun harus diakui perbedaan fungsi ekonomi dan keuangan ini sering tidak jelas”. (Husnan,2001,p4).

Menurut Syahrir, pasar modal sangat sulit atau tidak mungkin berkembang pesat jika dalam suatu negara berlangsung perekonomian makro sebagai berikut :

1. Tingkat pertumbuhan ekonomi yang negatif/stagnan.
2. Tingkat inflasi dengan dua digit atau sampai dengan *hyperinflation*.
3. Cadangan devisa yang amat tipis yang disertai defisit neraca transaksi berjalan sangat tinggi.

4. Perolehan ekspor yang rendah dan kebutuhan impor yang tidak bisa dipenuhi lagi karena terbatasnya devisa yang tersedia. (Dwiyanti,1999,p46).

2.2 Analisis Ekonomi/Pasar

“Analisis fundamental umumnya dilakukan dengan tahapan melakukan analisis ekonomi terlebih dahulu, diikuti dengan analisis industri dan akhirnya analisis perusahaan yang menerbitkan saham tersebut. Penggunaan pendekatan ini didasarkan atas pemikiran bahwa kondisi perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh faktor-faktor internal perusahaan, tetapi faktor-faktor eksternal yaitu kondisi ekonomi/pasar dan industri juga ikut mempengaruhi kondisi perusahaan”. (Husnan,2001,p345).

“Dalam melakukan analisis fundamental, penilaian terhadap kondisi ekonomi dan keadaan berbagai variabel utama seperti laba yang diperoleh oleh perusahaan-perusahaan dan tingkat bunga. Variabel-variabel tersebut sangat mempengaruhi keputusan-keputusan investasi yang akan diambil oleh para pemodal. Apabila resesi diperkirakan akan terjadi, atau perekonomian sedang menuju ke situasi resesi, harga saham-saham akan sangat terpengaruh oleh situasi tersebut”. (Husnan,2001,pp317-318).

2.3 Bursa Efek

adalah lembaga yang menyelenggarakan perdagangan efek. Di bursa inilah dilakukan jual beli saham dengan menggunakan jasa perusahaan efek yang menjadi anggota bursa, dengan demikian para pemodal tidak dapat melakukan jual beli antar

mereka sendiri secara langsung melainkan harus melalui perusahaan efek yang menjadi anggota dibursa tersebut. Di Indonesia terdapat dua bursa efek yaitu Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). (Husnan,2001,p10).

2.4 Saham

Menurut William H. Pike, “Saham didefinisikan sebagai tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan. Selebar saham adalah selebar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut adalah pemilik (berapapun porsinya) dari suatu perusahaan yang menerbitkan kertas (saham) tersebut, sesuai porsi kepemilikannya yang tertera pada saham”. (Dwiyanti,1999,p11).

Faktor-faktor penggerak harga saham adalah sebagai berikut :

1. Kondisi Fundamental Emiten

Faktor fundamental adalah faktor yang berkaitan langsung dengan kinerja emiten itu sendiri. Semakin baik kinerja emiten maka semakin besar pengaruhnya terhadap kenaikan harga saham. Begitu juga sebaliknya, semakin menurun kinerja emiten maka semakin besar kemungkinan merosotnya harga saham yang diterbitkan dan diperdagangkan. Selain itu keadaan emiten akan menjadi tolak ukur seberapa besar risiko yang bakal ditanggung oleh investor.

2. Hukum Permintaan dan Penawaran

Faktor hukum permintaan dan penawaran berada di urutan kedua setelah faktor fundamental karena begitu investor mengetahui kondisi fundamental perusahaan tentunya mereka akan melakukan transaksi baik

jual maupun beli. Transaksi-transaksi inilah yang akan mempengaruhi fluktuasi harga saham. Perlu diwaspadai juga bahwa kenaikan harga saham karena permintaan yang banyak atau penawaran yang sedikit tidak akan berlangsung terus sebab pada suatu titik harga saham akan menjadi terlalu mahal.

3. Tingkat Suku Bunga (SBI)

Pemerintah melalui Bank Indonesia akan menaikkan tingkat suku bunga guna mengontrol peredaran uang di masyarakat atau dalam arti luas mengontrol perekonomian nasional. Dengan menaikkan bunga SBI berarti bank-bank dan lembaga keuangan lainnya akan terdorong untuk membeli SBI. Adanya bunga yang tinggi dalam SBI membuat bank dan lembaga keuangan yang menikmati ini otomatis akan memberikan tingkat bunga yang lebih tinggi untuk produk-produknya. Tujuannya agar mampu menarik sebanyak mungkin dana masyarakat yang akan dipergunakan untuk membeli SBI lagi. Jika ini terjadi berarti tujuan dasar pemerintah telah tercapai. Bunga yang tinggi ini tentunya akan berdampak pada alokasi dana investasi para investor. Investasi pada produk perbankan seperti deposito atau tabungan jelas lebih kecil risikonya dibandingkan investasi dalam bentuk saham. Karenanya investor akan menjual saham dan dananya kemudian akan ditempatkan di bank. Penjualan saham secara serentak ini akan berdampak pada penurunan harga saham secara signifikan.

4. Valuta Asing

Dalam kehidupan perekonomian global dewasa ini hampir tak ada satupun negara di dunia yang bisa menghindari perekonomiannya dari

pengaruh valuta asing, khususnya terhadap pengaruh US Dollar. Ketika suku bunga dollar naik, para investor asing menjual sahamnya untuk ditempatkan di bank dalam bentuk dollar. Otomatis harga saham menjadi turun. Selain itu, karena bunga mata uang dollar mengalami kenaikan maka otomatis Bank Indonesia akan segera ikut menaikkan tingkat suku bunganya. Tujuannya agar jangan sampai investor lebih suka memegang dollar daripada rupiah. Jika investor memburu dollar otomatis mereka akan menjual rupiah dan nilai rupiahnya bisa anjok sehingga perekonomian terancam stagnasi bahkan depresi. Kenaikan suku bunga Bank Indonesia ini akan membuat banyak investor menjual sahamnya guna ditempatkan di bank. Bukan hanya karena *rate of return* investasi di bank lebih tinggi tetapi juga bisa karena ancaman hutang dollar sebagian perusahaan.

5. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Kenaikan IHSG sepanjang waktu tertentu menandakan kondisi investasi dan perekonomian negara dalam keadaan baik. Sebaliknya jika turun berarti iklim investasi sedang buruk. IHSG pada awalnya ditetapkan sebesar 100 poin, yakni tanggal 10 Agustus 1982. Sejak tanggal tersebut, semua transaksi saham yang terjadi seterusnya mengacu pada poin tersebut.

6. *News dan Rumors*

Yang dimaksud *news* adalah semua berita yang beredar di tengah masyarakat yang menyangkut berbagai hal baik itu masalah ekonomi, politik, sosial, keamanan hingga berita seputar rencana *reshuffle* kabinet. Sedangkan *rumors* adalah berita-berita yang belum tentu benar yang terkadang juga terselip diantara news berbagai media massa. Misalnya isu-isu seputar

penurunan presiden di tengah jalan, isu bom, dsb. Pergerakan harga saham sangatlah tergantung pada *news dan rumors* tersebut. Dengan adanya berita tersebut para investor bisa memprediksi seberapa kondusif keadaan negeri ini sehingga kegiatan investasi bisa dilaksanakan. Ini akan berdampak pada pergerakan harga saham di bursa. (Arifin,2002,pp116-125).

2.5 Tinjauan Teori Variabel Ekonomi Makro

2.5.1 Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

2.5.1.1 Pengertian IHSG

Angka Indeks Harga Saham Gabungan adalah angka-angka yang menjadi ukuran situasi pasar modal yang dapat digunakan untuk membandingkan peristiwa dan sebagai alat analisis. Dengan menganalisis perubahan harga Indeks Harga Saham Gabungan berarti menganalisis saham. IHSG sebenarnya merupakan angka Indeks Harga Saham yang telah disusun dan dihitung sedemikian rupa sehingga dapat dipergunakan untuk membandingkan kegiatan atau peristiwa, bisa berupa perubahan harga saham, dari waktu ke waktu. (Dwiyanti,1999,p55).

Indeks Harga Saham merupakan ringkasan dari dampak simultan dan kompleks atas berbagai macam faktor yang berpengaruh terutama fenomena-fenomena ekonomi. Bahkan dewasa ini Indeks Harga Saham dijadikan barometer kesehatan ekonomi suatu negara dan sebagai landasan analisis statistik atas kondisi pasar terakhir (*current market*). (Dwiyanti,1999,p54).

2.5.1.2 Peran IHSG Bagi Investor

Para investor sering menggunakan IHSG sebagai patokan dalam berinvestasi karena dengan IHSG, investor dapat menentukan apakah saat yang tepat untuk berinvestasi sudah tiba dan kapankah saat investasi dihentikan. Kenaikan Indeks Harga Saham yang terus menerus menandakan bahwa pasar sedang *bullish*. Kondisi ini digambarkan oleh keadaan perekonomian yang sehat, pendapatan masyarakat meningkat diiringi pesatnya perkembangan industri. Banyak investor melakukan pembelian saham. Penurunan Indeks Harga Saham yang terus menurun adalah indikator bahwa pasar sedang *bearish*. Kondisi ini digambarkan oleh keadaan perekonomian yang lesu, sosial politik tidak stabil, peredaran uang yang tersendat-sendat akibat kebijakan moneter. (Dwiyanti,1999,p43).

2.5.2 Pendapatan Nasional

Produk Domestik Bruto dibagi menjadi dua bagian yaitu :

- i. Produk Domestik Bruto yang dirinci menurut lapangan usaha; merupakan jumlah nilai produk barang dan jasa akhir yang dihasilkan oleh seluruh unit produksi dalam suatu negara dalam jangka waktu tertentu.
- ii. Produk Domestik Bruto yang dirinci menurut penggunaan; merupakan seluruh komponen permintaan akhir yaitu pengeluaran konsumsi rumah tangga, termasuk lembaga swasta yang tidak mencari laba, konsumsi pemerintah, pembentukan modal tetap domestik bruto, perubahan *stock*

dan ekspor bersih (ekspor – impor) dalam jangka waktu tertentu.

PDB disajikan atas dasar harga berlaku dan atas harga konstan. Pada penyajian atas dasar harga berlaku, semua data agregat dinilai atas dasar harga pada tahun yang bersangkutan. Pada penyajian atas dasar harga konstan, semua agregat dinilai atas dasar harga tetap yang terjadi pada tahun dasar, sehingga perkembangan agregat pendapatan dari tahun ke tahun hanya disebabkan oleh perkembangan riil bukan oleh perkembangan harga. Sejak tahun 1994, data PDB disajikan atas dasar harga konstan 1993 dan dirinci ke dalam 9 sektor.

Produk Nasional Bruto (*Gross National Product* – GNP) adalah merupakan nilai barang dan jasa yang diproduksi oleh suatu negara dalam suatu periode tertentu (satu tahun) yang diukur dengan satuan uang. Produk Nasional Bruto perhitungannya menjumlahkan semua nilai barang dan jasa yang dihasilkan oleh penduduk suatu negara tersebut ditambah dengan penduduk negara tersebut yang berada di luar negeri.

Produk Domestik Bruto (*Gross Domestic Product* – GDP) adalah nilai barang dan jasa yang diproduksi oleh suatu negara dalam suatu periode tertentu yang menjumlahkan semua hasil dari warga negara yang bersangkutan ditambah warga negara asing yang bekerja di negara yang bersangkutan.

2.5.3 Inflasi

Inflasi diperhitungkan dalam prinsip-prinsip berinvestasi karena inflasi berkaitan erat dengan nilai waktu dari uang. Jumlah tertentu dari uang di masa sekarang akan berubah nilainya di masa yang akan datang. “Pengertian inflasi yang paling sederhana adalah kenaikan harga barang-barang secara umum atau penurunan daya beli dari sebuah satuan mata uang”. (Arifin,2002,p12).

Tingkat inflasi berbeda dari satu periode ke periode lainnya dan berbeda pula dari satu negara ke negara lain. Sebab-sebab terjadinya inflasi adalah :

1. Tingkat pengeluaran agregat yang melebihi kemampuan perusahaan-perusahaan untuk menghasilkan barang-barang dan jasa-jasa.
2. Pekerja-pekerja diberbagai kegiatan ekonomi menuntut kenaikan upah. (Sukirno,1997,p15).

2.5.4 Tingkat Bunga Deposito

Deposito adalah salah satu sarana investasi yang merupakan produk keluaran perbankan. Deposito dapat juga disimpan dalam bentuk mata uang rupiah atau mata uang asing. Perbedaan nyata antara tabungan dan deposito terletak pada tingkat suku bunga dan jangka waktu penarikan dana. Bunga deposito jelas lebih tinggi dari bunga tabungan.

2.5.5 Nilai Tukar Rupiah terhadap US\$

“Nilai tukar bisa diartikan sebagai harga dari mata uang suatu negara terhadap mata uang negara lain. Setiap nilai tertentu dari nilai tukar rupiah per dolar selalu dipengaruhi oleh besarnya permintaan dan pasokan dolar di pasaran”. (Fardiansyah,2002,p128). Menempatkan dana untuk diinvestasikan dalam valuta asing pada dasarnya sama seperti investasi produk bank dalam satuan mata uang asing (karena adanya perhitungan kurs jual dan kurs beli) atau sama juga dengan prinsip seperti saham (karena mengharapkan fluktuasi harga / nilai). Keuntungan yang diharapkan adalah selisih antara kurs jual dengan kurs beli (*capital gain*).

2.5.6 Harga Emas

Emas dikatakan sebagai salah satu sarana investasi karena emas pun bisa mendatangkan keuntungan yang didapat dari perbedaan antara harga jual dengan harga beli atau semacam *capital gain* dalam investasi saham. Selain itu, investasi dalam emas merupakan investasi yang sangat likuid karena di negara mana pun emas diterima. “Investasi emas sangat efektif dan memberikan hasil yang positif (menguntungkan) jika situasi perekonomian mengalami ketidakseimbangan. Beberapa saat lalu ketika krisis ekonomi keuangan sedang berada pada puncaknya, harga emas ikut melambung tinggi seiring dollar. Sebenarnya bukan hanya emas, beberapa komoditi berprospek ekspor juga sama, seperti kopi, lada, timah, dsb. (Arifin, 2002,pp46-47).

2.6 Hasil Penelitian Terdahulu

Schwert (1992), dalam Schwert and Smith memberikan judul penelitiannya dengan pertanyaan “Mengapa harga saham berubah sepanjang waktu?”. Salah satu tujuan penelitiannya adalah untuk menjelaskan tentang pola random pada harga saham. Analisis yang digunakan untuk pengujian pola harga adalah uji korelasi serial dengan *time lag* tertentu, sehingga perubahan-perubahan harga itu merefleksikan *stock return*. *Stocks return* yang diuji dibagi ke dalam dua bagian yaitu harian (*daily*) dan bulanan (*monthly*). Periode sampling yang digunakan adalah dari tahun 1858 – 1987, *return on stocks* bulanan dengan beda waktu (*time lag*) 1,2,3 dan 11 serta 12 bulan menunjukkan adanya autokorelasi pada tingkatan sangat lemah. Pengujian dengan autokorelasi atas tingkat pengembalian investasi saham harian menunjukkan adanya autokorelasi tingkat sedang. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa tingkat pengembalian investasi saham harian sangat ditentukan oleh tingkat *return* sebelumnya atau oleh harga sebelumnya. Sedangkan pada beda kala bulanan menunjukkan tingkat pengembalian investasi saham lebih ditentukan oleh variabel di luar harga.

Monthly stock return (pengembalian investasi saham bulanan) selama periode penelitian 1858 – 1987 dengan sample size 1.560 kasus pada *Standard and Poor's Index* (S&P) menghasilkan angka otokorelasi sebagai berikut : $r_1 = 0.21$; $r_2 = 0.19$; $r_3 = 0.24$; dan $r_{11} = 0.19$ serta $r_{12} = 0.16$. Sedangkan pada *daily stock return* (pengembalian investasi saham harian) untuk periode yang sama menghasilkan angka otokorelasi $r_1 = 0.69$; $r_2 = 0.58$; $r_3 = 0.51$; dan $r_{11} = 0.44$ serta $r_{12} = 0.44$

Nilai-nilai statistik tersebut mempunyai pola yang konsisten bahwa pada beda kala yang semakin besar arah korelasi menjadi semakin kecil, yang berarti tingkat *return* saham yang akan datang tidak ditentukan oleh tingkat *return* sebelumnya. Sebaliknya pada beda kala yang sangat kecil, khususnya yang terjadi pada *daily stock return*, hasil observasi menunjukkan adanya otokorelasi, yang berarti bahwa tingkat *return* hari besok (*time lag* 1 hari) ditentukan oleh tingkat *return* hari kemarin. Simpulan yang dapat diperoleh dari penelitian tersebut adalah bahwa untuk prediksi tingkat *return* dengan beda kala yang panjang tidak tepat menggunakan dasar perhitungan *return* sebelumnya. Dengan kata lain, analisis harus memasukkan variabel-variabel selain daripada harga-harga.

Penelitian di negara-negara Pacific Basin atas *daily stock return* yang dilakukan Bailey, Stulz dan Yen (Rhee and Chang,1990,p155) di Australia, Hongkong, Jepang, Malaysia, Filipina, Singapura, Korea Selatan, Taiwan dan Thailand menunjukkan bahwa pada negara-negara yang disebutkan kecuali Jepang dan Korea Selatan mempunyai *order Autocorrelations* yang signifikan, sedangkan pada kedua negara tersebut hampir terjadi autokorelasi negatif. Hal ini berarti, tidak adanya pola *random-walk* dalam *stock return* di negara Pacific Basin kecuali di Jepang dan Korea Selatan. Hasil penelitian di Pacific Basin khususnya Jepang dan Korea Selatan hampir menunjukkan pola yang serupa dengan penelitian pada S&P 500 yang dilakukan Schwert (1992).

Studi empirik lainnya tentang pasar modal umumnya dan mengenai variabel-variabel indeks ekonomi dan indeks pasar, telah memberikan penjelasan mengenai variabel-variabel tingkat inflasi, tingkat bunga, nilai tukar mata uang domestik dan indeks pasar terhadap tingkat pengembalian investasi saham. Variabel-variabel

tersebut menurut studi empirik yang dilakukan oleh beberapa peneliti menunjukkan bahwa terjadi pola hubungan negatif antara tingkat inflasi dengan tingkat pengembalian investasi saham dan komoditas future (Jacob and Pettit,1989,p137). Penelitian lain yang dilakukan oleh Schwert di NYSE selama 23 bulan sejak Januari 1969 – November 1970 juga mengungkapkan bahwa “...indicate that there is a reliable negative relationship between the level of the expected returns on common stocks and the level of the treasury bill rate” (Schwert,1992,p519). Perubahan-perubahan tingkat bunga dan inflasi merupakan gerakan-gerakan simultan sehingga perubahan tingkat bunga mempunyai pola pengaruh yang sama terhadap tingkat pengembalian investasi saham sebagaimana pengaruh inflasi.

Penelitian oleh Fama dan Schwert terhadap variabel ini telah menghasilkan *trading strategy*. Mereka mengungkapkan bahwa “jika tingkat bunga *treasury bill* (T.Bill) melebihi 0.42 persen per bulan maka *return* portfolio saham akan negatif. Jika $S_{vt} < B_{it}$, investasi dalam bulan itu seharusnya dilakukan pada T bill, yang berarti tingkat pengembalian portfolio (R_{pt}) pada strategi ini sama dengan tingkat bunga *treasury bill*, “ $R_{pt} = B_{it}$ ”, maka $R_{pt} = S_{vt}$ ” (Fama dan Schwert,1977,p115–146, dalam Schwert,1992). Dimana S_{vt} adalah tingkat pengembalian portofolio saham.

Penelitian mengenai pengaruh indeks pasar terhadap harga saham-saham telah dilakukan oleh B.F King terhadap 60 saham perusahaan yang menggunakan S & P 500 *Dow Jones Index*, hasil penelitian ini dikutip oleh Fischer dengan pernyataan, “King observed that, on the average, over half the variation in a stock’s price could be attributed to a market influence that affects all stock-market indexes such as Dow Jones Industrial Average or the S&P 500 stock index” (Fischer and Jordon,1995,p101). Hasil observasi King tersebut menunjukkan bahwa secara rata-

rata, separuh lebih dari variasi harga saham dapat disebabkan oleh pengaruh indeks pasar seluruh saham. Penelitian tentang peran tingkat pengembalian pasar pada model CAPM di Bursa Efek Jakarta menunjukkan peran searah yang dominan dari variabel tersebut terhadap tingkat pengembalian saham individual. (Hidayat,1997,p26).

Penelitian tentang prediksi tingkat *return* di Bursa Efek Jakarta telah dilakukan oleh Suad Husnan dan Suwardi B. Hermanto dengan menggunakan data mingguan pada setiap hari Rabu selama periode 1996. Model yang digunakan oleh mereka adalah CAPM yang didasarkan pada asumsi berlakunya hubungan linear positif koefisien Beta terhadap tingkat pengembalian investasi saham. Hasil penelitian mereka terhadap 85 sampel saham diperdagangkan teraktif menunjukkan hanya 37 saham yang memiliki beta signifikan pada level 90 persen. Mereka juga menyebutkan bahwa kondisi pasar *bullish* terjadi pada awal tahun hingga 8 Juli 1997, tetapi secara keseluruhan sepanjang tahun 1997 dinyatakan sebagai pasar *bearish*. (Husnan dan Hermanto,1998,p 6-10).

Penelitian yang dilakukan oleh Djoko Mursinto mengenai variabel penentu indeks Harga Saham Gabungan bulanan di Bursa Efek Jakarta dengan mengambil periode waktu 1990 – 1992 sehingga terdapat 36 kasus ditemukan bahwa : terdapat otokorelasi pada variabel Y indeks Harga Saham Gabungan. Dua variabel bebas yang berpengaruh secara signifikan diantara variabel-variabel bebas lainnya adalah tingkat bunga deposito dan variabel harga emas. (Mursinto,1994,p13-23).

Beberapa hasil penelitian tentang pasar modal di Indonesia menunjukkan bahwa tingkat pengembalian investasi saham yang dihitung dari pendapatan dividen dan selisih harga ternyata lebih banyak dipengaruhi oleh variabel ekonomi makro

daripada variabel mikro (keadaan fundamental perusahaan). Penelitian di Bursa Efek Jakarta tentang faktor-faktor penentu tingkat resiko yang diukur dari nilai variabilitas tingkat pendapatan saham menunjukkan hasil bahwa tingkat resiko dipengaruhi secara nyata oleh variabel-variabel ekonomi makro, yaitu pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, dan kurs valuta asing (US\$/Rp), sedangkan dalam variabel mikro hanya struktur aktiva saja yang mempengaruhi tingkat resiko saham (Sinaga,1994,p123).

Penelitian mengenai hubungan harga emas dengan indeks pasar saham menunjukkan : *“In general, gold allows one to diversify against the kinds of risk that affect all stock markets simultaneously. For example, in 1973 and 1974 bullion price tripled when stocks markets worldwide dropped dramatically during the oil crisis; the New York Stock exchange dropped approximately 50 %. Conversely, the price of gold dropped from 1982 to 1983, when most stock markets rose during the economic recovery. Several studies have shown the existence of a small, and sometimes negative, correlation between gold and stock prices”* (Bruno,1991,p328).

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terjadi korelasi positif antara tingkat inflasi dengan harga emas. Hal ini berarti bahwa pada masa inflasi investor yang melakukan investasi pada emas cukup terlindungi oleh adanya kenaikan harga emas. Pola hubungan antara harga emas dengan harga saham pada S & P 500 menunjukkan adanya korelasi negatif dengan angka koefisien -0.40 , yang berarti pada saat kondisi pasar modal memburuk justru harga emas akan meningkat. Keadaan yang demikian ini cukup baik untuk dijadikan dasar strategi investasi portfolio antara emas dengan saham.

Chen, Roll dan Ross (1986) dalam penelitiannya yang dilakukan dengan menggunakan regresi *time series* yang hasilnya menyatakan bahwa terdapat empat faktor yang mendasari perubahan harga saham, yaitu :

1. Tingkat kegiatan industri
2. Tingkat inflasi
3. Perbedaan antara tingkat suku bunga jangka panjang dan jangka pendek
4. Perbedaan antara tingkat keuntungan obligasi yang beresiko tinggi dan beresiko rendah.

Erb, Harvey dan Viskanta (1995) meneliti hubungan antara inflasi dan return asset di 41 negara yang terdiri dari negara maju dan negara berkembang dengan hasil sebagai berikut :

1. Secara *time series* hubungan antara inflasi aktual dan return asset memiliki hubungan negatif.
2. Return pasar negara berkembang berkorelasi lebih tinggi terhadap inflasi dibandingkan di pasar modal Amerika dan dunia.
3. Dengan menggunakan inflasi yang diharapkan sebagai *proxy country credit ratings* ditemukan bahwa kredit rating rata-rata memiliki korelasi yang lebih tinggi dengan inflasi di masa datang. Perbedaan tingkat inflasi antar negara memiliki kemampuan untuk membedakan *expected return* dan voladitasnya.
4. Dengan *country credit ratings* dapat membedakan antara negara yang memiliki *expected return* tinggi dan rendah.

Pada tahun 1989 Soresnsen Menrich dan Thum Cee melakukan penelitian dengan membuat model yang disebut dengan Solomon Brothers Risk Model dimana return saham dipengaruhi oleh :

1. *Economic growth*

Bila pertumbuhan ekonomi suatu negara meningkat maka konsumsi per kapita masyarakat akan meningkat sehingga volume penjualan perusahaan meningkat juga. Akibatnya nilai perusahaan akan naik dan harga sahamnya juga akan naik.

2. *Business cycle*

Perusahaan yang dalam tahap berkembang, mature atau decline akan mempengaruhi nilai saham perusahaan.

3. *Long dan short term interest*

Apabila bunga bank lebih rendah dari return saham, maka investor akan investasi pada saham dan sebaliknya.

4. *Inflation*

Bila inflasi meningkat maka daya beli masyarakat akan menurun sehingga mengakibatkan tingkat penjualan perusahaan mengalami penurunan juga. Nilai perusahaan menurun dan pada akhirnya harga saham akan jatuh.

5. *Currency fluctuation*

Bila nilai tukar uang masyarakat suatu negara menurun maka harga barang impor meningkat, daya beli masyarakat menurun, sehingga nilai penjualan perusahaan menurun dan harga saham akan jatuh. Sebaliknya jika perusahaan mengekspor barang ke luar negeri maka perusahaan akan dapat

meningkatkan nilai penjualannya dan akhirnya harga saham perusahaan tersebut akan meningkat.

6. *Market index securities*

2.7 Model Multi Indeks

Model ini mengasumsikan bahwa tingkat pengembalian investasi saham tidak hanya ditentukan oleh indeks pasar saja tetapi juga oleh beberapa variabel diluar indeks pasar yang disebut *extramarket*. Dengan kata lain bahwa tingkat pengembalian investasi saham mempunyai beberapa kovarian terhadap beberapa variabel termasuk didalamnya adalah variabel index pasar. *“In a multi Index model, we attribute the covariance to two or more factors, usually including the market”* (Haugen,1993,p169).

Sharpe dan kawan-kawan memberikan pendapat sebagai berikut :

“Most factor models of stock returns employ more than two factors, and some use a great many more than two. With M attributes, diagram must be forsaken, since M+1 dimensions would be required. Cross sectional multiple regression analysis can be used, however, to obtain a relationship of the form” (Sharpe,1990,p437).

Pendapat Sharpe dan kawan-kawannya tersebut memperjelas bahwa sebagian besar alat prediksi tingkat pengembalian investasi saham menggunakan lebih dari dua faktor sedangkan alat analisis yang lebih tepat adalah model regresi berganda (*multiple regression*) dengan menggunakan data *cross sectional* sehingga lebih diperoleh gambaran bentuk dan keeratan hubungan.

Alasan-alasan penggunaan *Multi Index* sebagai alat prediksi tingkat keuntungan saham pada kenyataannya lebih unggul daripada *single index model*.

Sebab pada kenyataannya harga saham tidak hanya ditentukan oleh indeks pasarnya secara tunggal melainkan ditentukan oleh banyak faktor.

“There is a strong empirical evidence that several important factors affect the returns of securities rather than only a single index predominating effect, as is assumed for a single index model. As a result, investors are best served with multi-index model rather than a single-index model when analyzing a portfolio of securities. ...more fundamentally, one might propose that such underlying factors as inflation, real economic growth, interest rate, exchange rate, or risk premium changes would have a significant impact in determining the returns of securities” (Farrell,1997,p100).

Pendapat tersebut menyatakan bahwa variabel-variabel yang secara signifikan mempengaruhi tingkat pengembalian sekuritas meliputi tingkat inflasi, pertumbuhan ekonomi, tingkat bunga, nilai tukar mata uang asing terhadap mata uang domestik dan premi resiko. Peneliti lain yaitu Sharpe (1995) mengemukakan bahwa variabel-variabel *multi index* model yang mempengaruhi tingkat pengembalian investasi saham adalah pertumbuhan GDP, tingkat bunga, tingkat inflasi, harga minyak.

Peneliti lain berpendapat bahwa dalam Model Multi Index harus menggunakan banyak variabel yang diperkirakan secara signifikan berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi saham, variabel-variabel yang dikemukakan oleh Haugen adalah bahwa terdapat delapan variabel yang mempengaruhi tingkat pengembalian investasi saham yaitu :

1. *The rate of inflation*
2. *The change in level of unemployment*
3. *The growth in industrial production*

4. *The change in the trade deficit*
5. *The change in the Federal budget deficit*
6. *The change in the level of interest rates*
7. *The change in the difference between long-term rates and short term rates*
8. *The change in the value of dollar*

(Haugen,1993,p175). Keragaman variabel-variabel penentu tingkat pengembalian investasi saham sebagaimana telah diuraikan menunjukkan bahwa setiap peneliti dapat melakukan *proxy* dengan variabel lain yang relevan. Namun demikian *multi index* harus tetap didasarkan pada asumsi bahwa model tersebut selalu memasukkan variabel indeks pasar sebagaimana dinyatakan : “*In applying the multi index model, there is, however, first a need to identify what the significant factors affecting the returns of securities are. One obvious factor is the market effect , and that is commonly used as one of the factors in a multi index model*” (Farrell,1997,p100).