

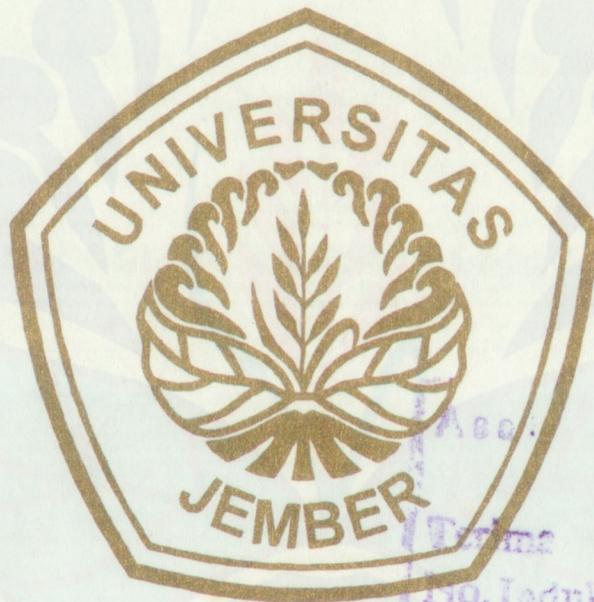
PENGARUH INFLASI DAN KURS TERHADAP
TINGKAT PENGEMBALIAN SAHAM
DAN DEPOSITO

SKRIPSI



Unit UPT Perpustakaan
UNIVERSITAS JEMBER

Diajukan sebagai salah satu syarat guna memperoleh
gelar Sarjana Ekonomi Pada Fakultas Ekonomi
Universitas Jember



Oleh :

Dwi Wahyu Hartatik
NIM: 970810201087/Mgt

Hadiah
Pembelian
Tgl 29 JUN 2004
No. Induk:
Klasifikasi
332.6
HAR
P

FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS JEMBER

2004

JUDUL SKRIPSI

PENGARUH INFLASI DAN KURSA TERHADAP TINGKAT PENGEMBALIAN SAHAM DAN DEPOSITO

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

N a m a : Dwi Wahyu Hartatik

N. I. M. : 970810201087

J u r u s a n : Manajemen

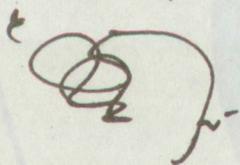
telah dipertahankan di depan Panitia Penguji pada tanggal :

29 Mei 2004

dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai kelengkapan guna memperoleh gelar S a r j a n a dalam Ilmu Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Jember.

Susunan Panitia Penguji

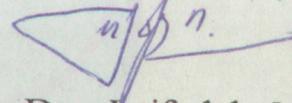
Ketua,



Dr. Hari Sukarno, MM

NIP. 131 759 761

Sekretaris,



Dra. Istifadah, M.Si

NIP. 131 877 448

Anggota,



Drs. IKM. Dwipayana, MS

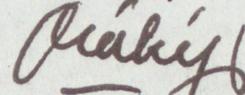
NIP. 130 781 341

Mengetahui/Menyetujui

Universitas Jember

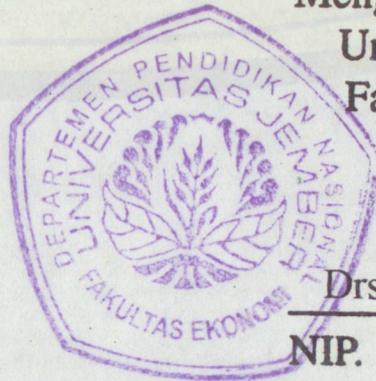
Fakultas Ekonomi

Dekan,



Drs. LIAKIP, SU

NIP. 130 531 976



TANDA PERSETUJUAN

Judul Skripsi : Pengaruh Inflasi Dan Kurs Terhadap Tingkat Pengembalian Saham Dan Deposito
Nama Mahasiswa : Dwi Wahyu
NIM : 970810201087
Jurusan : Manajemen
Konsentrasi : Manajemen Keuangan

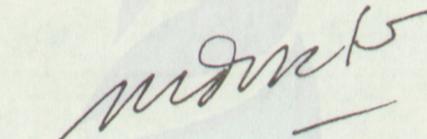
Pembimbing I



Drs. IKM Dwipayana, MS

NIP. 131 781 341

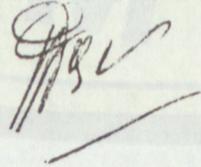
Pembimbing II



Tatok Endhiarto, SE., MSi

NIP.131 832 339

KETUA JURUSAN



Dra. Diah Yulisetiarni, M.Si

NIP. 131 624 474

Tanggal Persetujuan : 24 Mei 2004

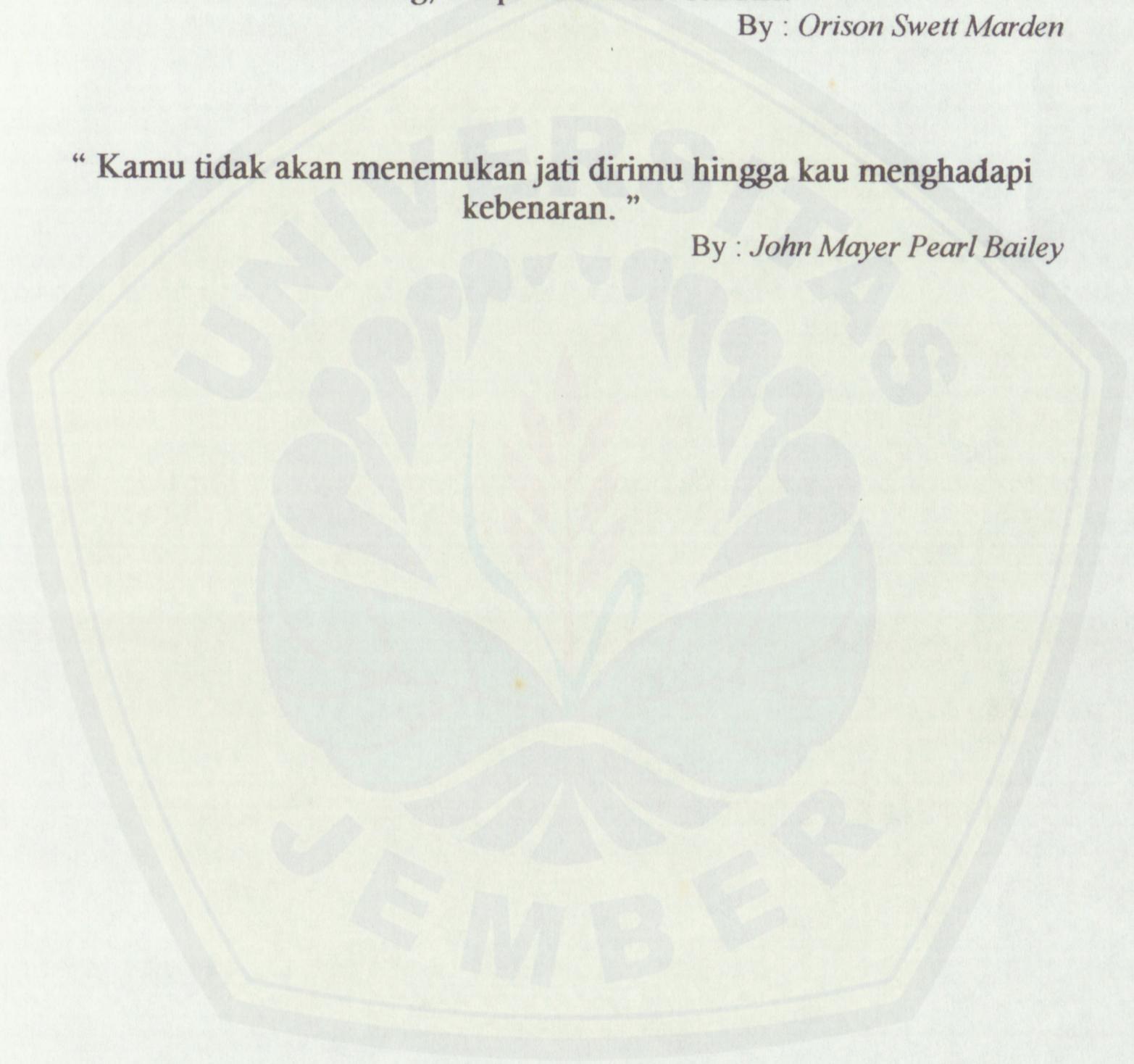
MOTTO

“ Kesempatan emas yang kau cari adalah dirimu sendiri. Bukan lingkunganmu, bukan keberuntungan atau peluang, atau menolong seseorang, tetapi dalam diri sendiri. ”

By : *Orison Swett Marden*

“ Kamu tidak akan menemukan jati dirimu hingga kau menghadapi kebenaran. ”

By : *John Mayer Pearl Bailey*



PERSEMBAHAN

Skripsi ini kupersembahkan kepada

Ayahanda dan Ibunda

Kakak dan adik

yang senantiasa memberi semangat dan doa

KATA PENGANTAR

Dengan memanjatkan puji syukur kehadiran Allah SWT yang telah memberikan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini yang berjudul "Pengaruh Inflasi dan Kurs Terhadap Tingkat Pengembalian Saham dan Deposito".

Skripsi ini disusun dan diajukan untuk melengkapi tugas-tugas dan syarat guna memperoleh gelar sarjana pada Fakultas Ekonomi Universitas Jember. Penulis menyadari bahwa terselesainya skripsi ini adalah berkat dukungan dari berbagai pihak baik secara langsung maupun tidak langsung. Oleh karena itu, penulis ingin mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Drs.H.Liakip, SU, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Jember.
2. Dra. Diah Yulisetiarni, M.Si, selaku Ketua Jurusan Manajemen Universitas Jember.
3. Drs. IKM Dwipayana, MS dan Tatok Endhiarto, SE., M.Si, selaku dosen pembimbing yang telah banyak meluangkan waktu untuk memberikan saran dan bimbingan demi kesempurnaan dalam penyusunan skripsi ini.
4. Segenap staff pengajar dan tenaga kerja administrasi yang telah banyak membantu penulis selama menempuh dan menyelesaikan studi di almamater tercinta ini.
5. Ayah dan Ibu tercinta beserta adikku Bhakti yang telah memberikan semangat dan dorongan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.
6. Mas Purwa yang telah membantu pengeditan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik dan rapi.
7. Segenap pihak yang telah membantu terselesainya skripsi ini dan tidak dapat disebut satu persatu.

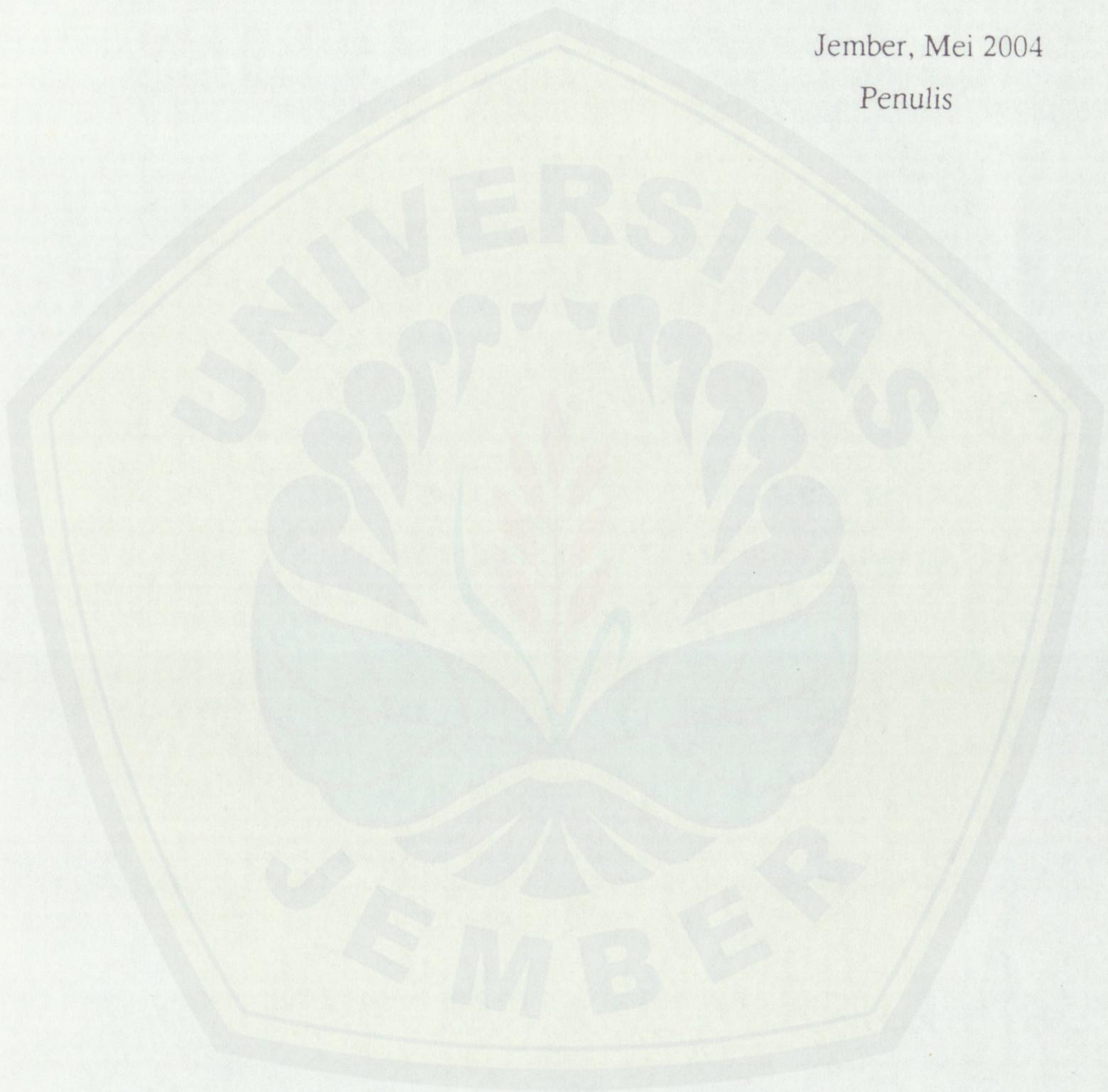
Penulis menyadari bahwa skripsi ini jauh dari sempurna, masih banyak kekurangan karena keterbatasan baik pengetahuan, kemampuan atau cara mengungkapkan pendapat. Oleh karena itu dengan senang hati penulis

akan menerima kritik dan saran dari semua pihak demi kesempurnaan skripsi ini.

Akhirnya, semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi penulis khususnya dan pembaca sekalian.

Jember, Mei 2004

Penulis



DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
HALAMAN PENGESAHAN REVISI.....	iii
HALAMAN MOTTO.....	iv
HALAMAN PERSEMBAHAN.....	v
KATA PENGANTAR.....	vi
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL.....	x
DAFTAR LAMPIRAN	xi
I. PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Pokok Permasalahan	4
1.3 Tujuan Penelitian	4
1.4 Manfaat Penelitian.....	5
II. TINJAUAN PUSTAKA	
2.1 Penelitian sebelumnya	6
2.2 Landasan Teori	8
2.2.1 Investasi	8
2.2.2 Pasar Keuangan.....	11
2.2.3 Risiko.....	15
2.2.4 Tingkat Pengembalian Investasi	18
2.2.5 Inflasi.....	21
2.2.6 Nilai Tukar Valuta Asing.....	24
2.3 Hipotesis	25

III. METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Rancangan Penelitian	26
3.2 Prosedur Pengumpulan Data	26
3.3 Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya	27
3.4 Metode Analisa Data.....	29
3.4.1 Perhitungan Tingkat Pengembalian	29
3.4.2 Perhitungan Risiko.....	29
3.4.3 Analisis Regresi	30
3.4.4 Koefisien Determinasi	30
3.4.5 Uji Asumsi Klasik Regresi.....	31
3.4.6 Pengujian Hipotesis	33

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Profil Pasar Keuangan di Indonesia	36
4.1.1 Gambaran Umum Pasar Modal di Indonesia	37
4.1.2 Gambaran Umum Pasar Uang di Indonesia	41
4.2 Analisis Data	44
4.2.1 Perhitungan Tingkat Pengembalian	45
4.2.2 Perhitungan Risiko	46
4.2.3 Analisis Regresi	46
4.2.4 Koefisien Determinasi	47
4.2.5 Uji Asumsi Klasik Regresi	48
4.2.6 Pengujian Hipotesis.....	50
4.3 Pembahasan	51

V. SIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan.....	53
5.2 Saran.....	53

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 : Tingkat Pengembalian Pasar Keuangan Amerika	7
Tabel 4.1 : Elemen-elemen Pokok Pasar Keuangan Indonesia	36
Tabel 4.2 : Perkembangan Bursa Efek Jakarta	40
Tabel 4.3 : Perkembangan Pasar Uang Indonesia	44
Tabel 4.4 : Rata-rata Tingkat Pengembalian Saham Tahunan	45
Tabel 4.5 : Rata-rata Tingkat Pengembalian Deposito	45
Tabel 4.6 : Hasil Perhitungan Standar Deviasi	46
Tabel 4.7 : Hasil Perhitungan Korelasi	47
Tabel 4.8 : Hasil Perhitungan Adjusted R Square	48
Tabel 4.9 : Hasil Perhitungan Uji Durbin-Watson.....	49
Tabel 4.10 : Hasil Perhitungan Uji t	50
Tabel 4.11 : Hasil Perhitungan Uji F	51

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 : Tingkat Inflasi Berdasarkan Indeks Harga Konsumen
- Lampiran 2 : Nilai Tukar Rupiah Terhadap Dollar US
- Lampiran 3 : Perhitungan Tingkat Pengembalian Pasar Saham
- Lampiran 4 : Perhitungan Tingkat Pengembalian Deposito Berjangka
- Lampiran 5 : Perhitungan Regresi Pengaruh Inflasi dan Kurs Terhadap Tingkat Pengembalian Pasar Saham
- Lampiran 6 : Perhitungan Regresi Pengaruh Inflasi dan Kurs Terhadap Tingkat Pengembalian Deposito Berjangka
- Lampiran 7 : Uji Normalitas
- Lampiran 8 : Uji Chi Square



I. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Tahun 1997 perekonomian Indonesia mulai goyah dengan diawali oleh krisis nilai tukar rupiah. Sejak saat itu perekonomian Indonesia menurun tajam dan berubah menjadi krisis yang berkepanjangan di berbagai bidang. Proses penyebaran krisis berkembang cepat mengingat tingginya tingkat ketergantungan pada sektor luar negeri dan kurang kokohnya perekonomian Indonesia. Krisis tersebut berkembang semakin parah karena terdapatnya berbagai kelemahan mendasar di dalam perekonomian nasional terutama di tingkat mikro. Bersamaan dengan itu, pengelolaan perekonomian dan sektor usaha yang kurang efisien serta sistem perbankan yang rapuh menyebabkan gejolak nilai tukar berubah menjadi krisis utang swasta dan krisis perbankan. Parahnya krisis yang terjadi membuat kegiatan intermediasi di sektor keuangan, terutama perbankan mengalami berbagai hambatan dalam aliran dana untuk membiayai kegiatan investasi dan produksi. Kelemahan fundamental mikroekonomi juga tercermin pada kerapuhan (*fragility*) yang terdapat dalam sektor keuangan, khususnya perbankan. Sebagian dari kerapuhan tersebut terkait dengan kondisi makroekonomi yang kurang stabil terutama berupa gejolak nilai tukar rupiah dan tingginya suku bunga. Ketidakstabilan makro ekonomi dan respon kebijakan yang diambil pemerintah menyebabkan bank sangat sulit melakukan penilaian yang akurat mengenai risiko kredit dan risiko pasar.

Investasi merupakan suatu aktivitas perekonomian yang dilakukan sekarang dengan sejumlah risiko untuk mendapatkan hasil di masa yang akan datang. Dalam melakukan investasi pihak investor sering dihadapkan pada pilihan yang kompleks karena setiap keputusan investasi yang tentunya menyangkut masalah penggunaan dana yang dimiliki untuk diinvestasikan pada berbagai jenis investasi dengan dengan mengharapkan suatu tingkat hasil tertentu dipengaruhi oleh dimensi waktu yang menentukan berhasil

tidaknya penanaman modal tersebut. Karakteristik dari dimensi waktu yang sifatnya tidak pasti melahirkan kondisi risiko yaitu ketidakpastian di masa yang akan datang yang harus diperhitungkan dalam pengambilan keputusan investasi. Besar kecilnya risiko tergantung pada jenis investasi yang dilakukan serta jangka waktu investasinya.

Alokasi dana dalam suatu investasi terutama terjadi berdasarkan harga, yang dinyatakan dalam perkiraan tingkat pengembalian. Setiap unit instrumen investasi yang membutuhkan dana harus dapat bersaing dengan instrumen-instrumen lain dan pihak-pihak lain yang juga membutuhkan dana. Dengan risiko investasi yang sama, instrumen investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang paling tinggi akan mendapatkan kesempatan yang lebih besar untuk menarik investor. Menurut pemikiran yang rasional, instrumen investasi yang menawarkan harga yang tertinggi akan memperoleh kesempatan investasi yang paling menjanjikan.

Penting untuk diketahui bahwa proses pengalokasian dana dalam suatu instrumen investasi tidak hanya berdasarkan pada tingkat pengembalian tetapi juga berdasarkan risiko yang menyertainya. Instrumen keuangan yang berbeda memiliki return yang berbeda pula. Untuk dapat bersaing memperoleh dana, instrumen yang ada harus dapat menawarkan tingkat pengembalian atau penghasilan yang diharapkan yang berbeda. Semakin tinggi risiko suatu instrumen keuangan semakin tinggi tingkat pengembalian yang harus ditawarkan kepada investor agar mereka tertarik untuk melakukan investasi dengan membeli instrumen tersebut. Jika seluruh instrumen memiliki karakteristik risiko yang sama, mereka akan memberikan tingkat pengembalian yang sama pula dalam pasar yang seimbang. Risiko selalu terdapat pada setiap alternatif investasi, tetapi besar kecilnya risiko tersebut tergantung pada jenis investasinya.

Investasi pada saham dinilai mempunyai risiko yang lebih besar dibandingkan dengan alternatif investasi lain seperti deposito. Hal ini disebabkan oleh tingkat pengembalian yang diharapkan dari investasi pada saham bersifat tidak pasti, dimana pendapatan saham terdiri atas deviden dan

capital gain. Risiko investasi pada saham tercermin pada variabilitas tingkat pengembalian saham, baik pengembalian saham individual maupun pengembalian saham secara keseluruhan (*market return*).

Deposito merupakan salah satu instrumen investasi yang terdapat di pasar uang. Tingkat pengembalian yang tetap dari deposito membuat instrumen investasi ini banyak diminati oleh investor yang menghindari risiko. Deposito juga disebut investasi bebas risiko. Bebas risiko dalam hal ini bukan berarti tidak terdapat risiko di dalamnya. Risiko investasi dalam deposito tetap ada tetapi tidak sebesar risiko investasi dalam saham. Umumnya deposito memiliki beberapa maturitas sehingga tingkat pengembalian deposito bervariasi menurut maturitas yang ada. Tingkat pengembalian deposito dipengaruhi oleh kebijakan tingkat bunga yang dikeluarkan oleh pemerintah.

Inflasi dan depresiasi (penurunan nilai tukar) merupakan salah satu permasalahan ekonomi makro yang dihadapi oleh Indonesia. Inflasi merupakan indikator utama adanya ketidakstabilan harga dalam suatu perekonomian. Harga yang stabil akan mampu memberikan jaminan pada investor untuk menanamkan modalnya. Bagi pemerintah, kondisi yang stabil tersebut akan membantu untuk merumuskan kebijakan yang dapat memperbaiki kesejahteraan rakyatnya. Sedangkan bagi masyarakat umum, kestabilan harga akan membuat masyarakat mampu merencanakan kegiatan konsumsi dan juga kegiatan spekulasi terhadap aset yang dimiliki.

Nilai tukar antar mata uang adalah jumlah dari suatu mata uang yang diserahkan untuk mendapatkan mata uang yang lain. Nilai tukar dapat berubah-ubah sesuai dengan keadaan suatu negara terhadap negara lain (Levi, 1996:5). Perubahan nilai tukar atau nilai kurs antar mata uang dapat berpengaruh terhadap biaya, penjualan, harga jual dan laba, serta kelangsungan perusahaan sehingga akan mempengaruhi tingkat keuntungan perusahaan.

Salah satu kebijakan pemerintah dalam menurunkan inflasi dan depresiasi adalah *Tight Money Policy*. Saat kebijaksanaan ini diberlakukan,

dengan instrumen utama SBI, suku bunga yang ditetapkan akan naik. Hal ini akan mengakibatkan suku bunga deposito naik juga. Dalam kondisi seperti ini tingkat pengembalian deposito akan jauh lebih menguntungkan dibandingkan dengan tingkat pengembalian saham.

1.2 Pokok Permasalahan

Tingkat pengembalian investasi dipengaruhi oleh berbagai macam faktor, salah satunya adalah tingkat inflasi dan nilai tukar. Kenaikan tingkat inflasi membuat kondisi prekonomian tidak stabil sehingga tingkat pengembalian investasi akan tidak stabil pula, dan depresiasi nilai tukar rupiah mengakibatkan adanya aliran dana yang besar dari investasi pasar modal ke pasar uang. Berdasarkan kondisi ini maka diadakan penelitian untuk mengetahui lebih jauh tingkat pengembalian investasi pada instrumen keuangan yang ada di pasar keuangan Indonesia dan hubungannya dengan tingkat inflasi dan kurs.

Pokok permasalahan yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah:

1. Berapa tingkat pengembalian saham dan deposito berjangka pada tahun 1998 hingga 2001?
2. Berapa besarnya risiko dari saham dan deposito berjangka pada tahun 1998 hingga 2001?
3. Apakah fluktuasi inflasi dan kurs mempengaruhi tingkat pengembalian dari saham dan deposito berjangka baik secara simultan maupun parsial selama tahun 1998 sampai dengan tahun 2001?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini secara umum bertujuan untuk meneliti tentang tingkat pengembalian pada saham dan deposito berjangka di pasar keuangan Indonesia dan inflasi. Penelitian ini, khususnya ditujukan untuk mengetahui :

1. Tingkat pengembalian saham dan deposito berjangka pada tahun 1998 hingga 2001

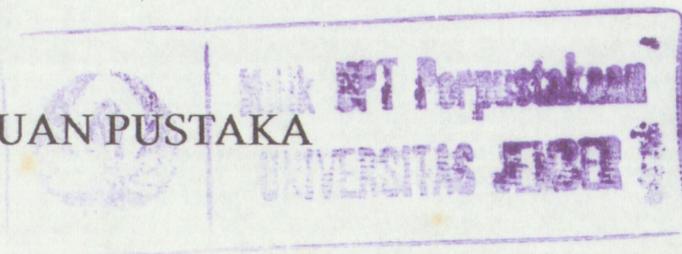
2. Tingkat risiko dari saham dan deposito berjangka pada tahun 1998 hingga 2001
3. Pengaruh inflasi dan kurs terhadap tingkat pengembalian pada saham dan deposito baik secara simultan maupun parsial selama tahun 1998 sampai dengan 2001

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian tentang tingkat pengembalian pada beberapa instrumen keuangan yang ada di pasar keuangan Indonesia ini dilakukan agar dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang memerlukannya, diantaranya diharapkan dapat bermanfaat bagi :

1. Akademisi, dengan dilakukannya penelitian ini diharapkan memberikan sumbangan bagi pengembangan ilmu manajemen khususnya manajemen investasi.
2. Investor dan calon investor, hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi investor maupun calon investor yang akan melakukan investasi pada instrumen keuangan yang ada khususnya instrumen keuangan yang diteliti agar dapat memperoleh keuntungan yang lebih baik.

II. TINJAUAN PUSTAKA



2.1 Penelitian Sebelumnya

Penelitian Fisher dan Lorie (1964), dalam Manurung (1994), mengenai pengembalian investasi pada saham biasa merupakan penelitian pertama dalam bidang ini. Tujuan penelitian tersebut untuk mengetahui berapa banyak keuntungan atau kerugian yang mungkin diderita apabila investor individu membeli saham di New York Stock Exchange dalam lima periode waktu yang berbeda dan menyimpannya selama jangka waktu tertentu. Data penelitian yang digunakan adalah 35 tahun, yaitu mulai dari tahun 1926 sampai dengan tahun 1960. Pada tahun 1968, mereka melanjutkan kembali penelitiannya dan meneliti tingkat pengembalian tahunan. Periode penelitian diperpanjang 5 tahun dan dibagi dalam 820 periode.

Tahun 1976 Ibbotson dan Sinquefeld mengemukakan penelitiannya dalam *Journal of Business* tentang pengembalian dari 4 instrumen keuangan yaitu saham biasa, obligasi jangka panjang pemerintah, obligasi jangka panjang perusahaan, dan *US Treasury Bills*. Selain itu mereka juga menghitung resiko premium (*premium risk*) dari empat instrumen tersebut. Hasil penelitian menyatakan bahwa tingkat pengembalian pada saham biasa lebih tinggi daripada ketiga instrumen lain yang diteliti.

Penelitian paling ekstensif dan diikuti oleh sebagian besar investor institusional adalah penelitian yang dilakukan oleh Ibbotson Associates (1993). Penelitian ini akan diperbaharui setiap tahun. Tujuan penelitian ini adalah menilai kinerja sektor pasar saham dan obligasi di US mulai tahun 1962 hingga tahun 1992. Dua instrumen pasar saham yang digunakan adalah saham biasa dengan menggunakan indeks S & P 500 dan saham perusahaan kecil. Tiga sektor obligasi yang diteliti meliputi obligasi jangka panjang perusahaan, obligasi treasuri jangka panjang dan obligasi treasuri jangka menengah. Di samping itu dilaporkan juga kinerja T – bills. Selain sektor

pasar saham, diteliti juga tingkat inflasi yang diukur berdasarkan Indeks Harga Konsumen (*Consumer Price Index*).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja saham lebih baik daripada kinerja instrumen hutang. Kenyataan di dalam pasar saham, saham perusahaan kecil memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan saham dalam S & P 500. Pada pasar obligasi pun, obligasi perusahaan tersebut memiliki kinerja yang lebih baik daripada obligasi treasuri, sedangkan T – bills memiliki kinerja terburuk. Seluruh sektor menunjukkan tingkat pengembalian rata-rata yang lebih besar daripada tingkat inflasi. Melalui penelitian ini, akan diketahui pula adanya hubungan positif antara rata-rata tingkat pengembalian dengan risiko, artinya secara rata-rata investor memperoleh penghargaan atas keberaniannya mengambil resiko tambahan.

Tabel 2.1 Tingkat Pengembalian Pasar Keuangan Amerika

PASAR KEUANGAN AS : 1926 – 1992			
Ringkasan Statistik Pengembalian Tahunan dan Deviasi Standar (Resiko)			
Sektor	Rata Hitung Aritmatika	Rata Hitung Geometri	Standar Deviasi
Saham biasa	12,4 %	10,3 %	20,6 %
Saham perusahaan kecil	17,6 %	12,2 %	35,0 %
Obligasi perusahaan jk. Panjang	5,8 %	5,5 %	8,5 %
Obligasi treasuri jk. panjang	5,2 %	4,8 %	8,6 %
Obligasi treasuri jk. Menengah	5,3 %	5,5 %	5,6 %
T – bills	3,6 %	3,7 %	3,3 %
Inflasi	3,2 %	3,1 %	4,7 %

Sumber : Fabozzi, 1999

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Manurung (1994) yang melakukan penelitian studi kasus di pasar keuangan Indonesia. Penelitian yang dilakukan oleh Manurung ini merupakan penelitian pertama tentang tingkat pengembalian yang mengambil obyek penelitian dalam pasar keuangan di Indonesia. Manurung meneliti tingkat pengembalian pada beberapa instrumen keuangan yang ada di pasar keuangan Indonesia. Tingkat pengembalian yang diteliti adalah tingkat pengembalian pada saham, baik

return domestik maupun return dalam dollar, tingkat pengembalian deposito berjangka, serta tingkat pengembalian pada pasar uang antar bank (*inter-bank money market*). Penelitian ini mengambil periode selama 13 tahun yaitu dari tahun 1980 sampai tahun 1992.

Pengembalian pada pasar modal (saham) dalam penelitian yang dilakukan diukur melalui perubahan pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Untuk mengukur pengembalian saham dalam dollar dilakukan penyesuaian dengan membandingkan tingkat pengembalian saham dengan kurs yang berlaku. Deposito berjangka memiliki berbagai jangka waktu sehingga dalam penelitian tingkat pengembalian yang digunakan adalah tingkat pengembalian rata-rata dari semua jangka waktu deposito yang ada. Begitu pula dengan pasar uang antar bank.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa investasi pada instrumen investasi yang diteliti memiliki korelasi negatif dengan inflasi, kecuali tingkat pengembalian pada pasar uang antar bank. Hubungan negatif ini juga ditemukan pada tingkat pengembalian saham dalam dollar yang menunjukkan bahwa tingkat pengembalian investasi dalam dollar pada *Jakarta Stock Exchange (JSX)* dipengaruhi oleh turunnya nilai tukar rupiah terhadap dollar.

Penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang bervariasi karena dilakukan di pasar keuangan yang berbeda serta meliputi periode waktu yang berbeda pula. Perbedaan hasil penelitian yang dilakukan tersebut mengindikasikan perlu diadakan penelitian lanjutan tentang pengaruh inflasi dan kurs terhadap tingkat pengembalian investasi khususnya tingkat pengembalian investasi pada saham dan deposito.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Investasi

Investasi dapat diartikan (Jogiyanto, 2000:7) sebagai penanaman uang atau modal baik langsung maupun tidak langsung yang bertujuan untuk memperoleh keuntungan tertentu. Investasi sangat beragam bentuknya,

misalnya membeli emas, membeli aktiva tetap tidak bergerak, menabung di bank, menanamkan uang dalam bentuk valuta asing, membeli saham, obligasi atau surat berharga lainnya.

Menurut Jogiyanto (2000:7) investasi ke dalam aktiva keuangan dapat berupa investasi langsung dan investasi tidak langsung. Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang dapat diperjualbelikan di pasar uang (*money market*), pasar modal (*capital market*) atau di pasar taruhan (*derivative market*). Investasi langsung juga dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang tidak dapat diperjualbelikan melalui bank komersial berupa tabungan dan sertifikat deposito. Investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi. Perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual sahamnya ke publik dan menggunakan dana yang diperoleh untuk diinvestasikan ke dalam portofolionya.

Ada beberapa faktor yang mendorong investor untuk melakukan investasi diantaranya adalah (Sunariyah,1998:4) :

1. Upaya untuk memperoleh kehidupan yang layak di masyarakat.
2. Untuk menghindari merosotnya nilai aset yang dimiliki oleh perusahaan karena inflasi sehingga dana yang ada dapat diinvestasikan pada bidang usaha yang produktif.
3. Dorongan dari pemerintah agar masyarakat memanfaatkan fasilitas fiskal, moneter dan kemudahan untuk melakukan investasi di bidang tertentu.
4. Investasi dapat dilakukan dalam berbagai bentuk yang berbeda-beda.

Pada dasarnya, investor melakukan investasi dengan tujuan mendapatkan return (pengembalian) yang tinggi dari jenis investasi yang ditanamkan. Investor belum mengetahui dengan pasti hasil yang akan diperoleh. Namun demikian, hal yang dapat dilakukan adalah memperkirakan berapa tingkat keuntungan yang diharapkan dari investasi tersebut dan seberapa jauh kemungkinan hasil yang sebenarnya kan

menyimpang dari hasil yang diharapkan. Investasi menyangkut pengharapan masa yang akan datang yang penuh dengan ketidakpastian sehingga menimbulkan resiko ketidakpastian antara harapan dan kenyataan atas penghasilan yang diperoleh dari investasi tersebut. Dengan demikian ada dua aspek yang melekat dalam sebuah investasi yaitu tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan dan resiko tidak tercapainya return yang diharapkan tersebut.

Adanya resiko yang berbeda dalam setiap jenis investasi yang berbeda mendorong investor untuk mengambil keputusan secara tepat. Sharpe (1995:10) menjelaskan bahwa ada lima prosedur yang harus dilakukan oleh investor dalam melakukan investasi yaitu :

a. Penentuan kebijakan investasi

Langkah pertama meliputi penentuan tujuan investor dan kemampuannya (dana) yang dapat diinvestasikan. Adanya hubungan positif antara resiko dan return untuk strategi investasi adalah untuk memperoleh keuntungan tertinggi. Investor harus menyadari bahwa tujuannya untuk memperoleh keuntungan harus diimbangi dengan pemahaman tentang kemungkinan terjadinya kerugian. Tujuan investasi seharusnya dinyatakan dalam resiko maupun return.

b. Melakukan analisis sekuritas

Analisis sekuritas yang dapat dilakukan meliputi penilaian terhadap sekuritas secara individual atau beberapa kelompok sekuritas yang masuk dalam kategori luas dari aset finansial yang telah diidentifikasi sebelumnya. Tujuan dilakukannya penilaian adalah untuk mengidentifikasi sekuritas yang salah harga (*mis priced*). Ada dua pendekatan dalam analisis sekuritas yaitu analisis fundamental dan analisis teknis.

c. Pembentukan portofolio

Pembentukan portofolio melibatkan identifikasi sekuritas mana yang akan dipilih dan juga menentukan berapa harga besar proporsi dana yang akan ditanamkan pada masing-masing sekuritas tersebut.

d. Melakukan revisi portofolio

Tahap ini merupakan pengulangan dari tiga tahap sebelumnya, dengan maksud apabila dirasa bahwa portofolio yang dimiliki tidak lagi optimal atau sesuai dengan preferensi resiko investor, maka investor dapat melakukan perubahan terhadap portofolio tersebut.

e. Evaluasi kinerja portofolio

Dalam tahap ini pemodal melakukan penilaian kinerja portofolio baik dalam aspek tingkat keuntungan yang diperoleh maupun risiko yang ditanggung.

2.2.2 Pasar Keuangan (*Financial Market*)

Pasar keuangan (*Financial Market*) menyediakan suatu mekanisme penciptaan dan pertukaran aktiva keuangan. Pasar keuangan terdiri atas lembaga dan mekanisme yang memungkinkan terciptanya aliran dana dari individu (investor) yang kelebihan dana kepada pihak yang membutuhkan dana dengan cara yang tepat dan efisien. Walaupun aktiva keuangan dapat dibeli dan dijual secara pribadi, namun pada kebanyakan pasar keuangan terdapat peluang yang lebih besar untuk memperdagangkan aktiva keuangan.

Pasar keuangan memiliki tiga fungsi ekonomi utama. Pertama, pasar menentukan harga aktiva yang diperdagangkan melalui interaksi antara penjual dan pembeli. Hal ini disebut proses penemuan harga (*price discovery process*). Kedua, pasar keuangan menyediakan suatu mekanisme bagi investor untuk menjual aktiva kewajibannya. Karena kegunaannya tersebut, pasar keuangan dianggap dapat menawarkan suatu likuiditas, yaitu kemampuan untuk mengubah aktiva menjadi kas. Ini merupakan hal yang menarik jika situasi yang ada dapat mendorong maupun memotivasi investor untuk menjual. Tanpa adanya pasar sekunder, pemilik hutang akan dipaksa untuk menyimpan instrumen hutangnya hingga tanggal jatuh tempo. Pemilik ekuitas harus menunggu hingga perusahaan dijual atau dilikuidasi.

Fungsi ekonomi pasar keuangan yang ketiga adalah kemampuannya untuk menurunkan biaya transaksi. Dua biaya dihubungkan dengan usaha

transaksi yaitu biaya pencarian dan biaya informasi. Biaya pencarian mengacu kepada biaya eksplisit seperti biaya iklan dan biaya implisit seperti waktu yang dihabiskan atau digunakan untuk menemukan penjual/pembeli. Biaya informasi merupakan biaya yang dikeluarkan dalam menilai hasil investasi keuangan.

Selain ketiga fungsinya diatas, pasar keuangan juga berfungsi sebagai media pembentukan modal sehingga dalam jangka panjang memberikan kontribusi yang positif terhadap perekonomian negara. Perekonomian yang sehat tergantung pada efisiensi dana dari investor kepada mereka yang membutuhkan tambahan modal, dengan kata lain, kesehatan perekonomian dipengaruhi oleh efisiensi pasar keuangan. Tanpa pengalihan dana secara efisien, perekonomian akan berjalan tersendat-sendat, kesempatan kerja akan terganggu dan kemakmuran yang diharapkan akan sulit dicapai. Dengan adanya pasar keuangan yang efisien tidak saja memberikan keuntungan kepada pihak investor dan pihak defisit dana tetapi juga masyarakat karena perekonomian akan tumbuh lebih baik.

Pasar yang efisien juga memungkinkan terciptanya harga pasar dan tingkat keuntungan yang wajar sehingga transaksi aset keuangan berlangsung secara cepat, memudahkan penilaian prestasi manajemen dan memudahkan pengukuran nilai perusahaan.

Terdapat berbagai cara untuk mengelompokkan pasar keuangan. Salah satu caranya adalah mengelompokkan pasar keuangan berdasarkan jatuh temponya aset keuangan yang diperjual belikan dalam pasar tersebut. Menurut jatuh temponya pasar keuangan dibagi dua yaitu pasar uang (*money market*) dan pasar modal (*capital market*).

a. Pasar Uang (*Money Market*)

Pasar uang adalah tempat terjadinya transaksi aset keuangan jangka pendek atau *short term assets*. Aset keuangan jangka pendek adalah instrumen keuangan yang jatuh temponya kurang dari atau sama dengan 1 tahun. Instrumen pasar uang ditandai dengan instrumen yang memiliki risiko gagal kecil (rendah), jatuh temponya pendek dengan tingkat likuiditas tinggi, dan

tingkat keuntungan yang kompetitif sebagai pencerminan risiko masing-masing aset dan kondisi ekonomi. Pasar uang terbentuk karena individu, perusahaan, pemerintah dan lembaga keuangan lainnya memiliki kelebihan atau kekurangan dana yang bersifat sementara sehingga memerlukan tempat untuk investasi jangka pendek.

Transaksi jangka pendek ini bisa terjadi melalui telepon antar lembaga. Pelaku utama dalam pasar uang adalah bank komersial. Bank meminjam dana dari pasar uang untuk membiayai portofolio pinjaman dan memenuhi persyaratan cadangan minimum yang ditentukan oleh Bank Indonesia. Pinjaman oleh bank komersial ini bisa saja untuk jangka waktu satu malam artinya dana yang diperlukan dapat ditransfer dalam waktu satu hari dan dibayarkan pada hari berikutnya. Perusahaan investasi seringkali membeli berbagai instrumen pasar uang untuk dijual kembali kepada investor individu. Mutual fund membeli instrumen pasar uang untuk memperbaiki portofolio investasi sehingga diperoleh tingkat keuntungan yang lebih baik. Pembeli instrumen pasar uang dapat melakukan transaksi langsung atau melalui dealer yaitu agen atau lembaga yang memperjualbelikan instrumen pasar uang.

Instrumen yang diperdagangkan pada pasar uang antara lain meliputi T-bills, surat berharga komersial, aksep bank, dan sertifikat deposito. T-bills (*treasury-bills*) merupakan salah satu jenis sekuritas treasuri dengan maturitas kurang dari atau sama dengan satu tahun. Umumnya T-bills diterbitkan dengan maturitas 3 bulan, 6 bulan dan 1 tahun. T-bills banyak digunakan sebagai proksi return bebas risiko (*risk-free rate of return*). Surat berharga komersial (*commercial paper*) merupakan surat janji bayar (*promissory notes/promises*) jangka pendek tanpa jaminan yang dikeluarkan oleh perusahaan. Maturitas surat berharga ini umumnya kurang dari 270 hari. Batasan maturitas umumnya berkisar antara 30 hari hingga 50 hari atau dapat juga kurang dari 30 hari. Aksep bank merupakan sarana yang diciptakan bagi transaksi perdagangan komersial, terutama transaksi internasional. Disebut aksep bank karena bank menerima (aksep) kewajiban untuk membayar kembali pinjaman kepada pemegang surat ini jika peminjam ingkar janji

(wanprestasi). Sertifikat deposito (*Certificate of Deposit /CD*) merupakan sertifikat yang dikeluarkan oleh bank yang menyebutkan bahwa telah disimpan sejumlah uang pada bank tersebut. CD memiliki tanggal maturitas dan tingkat bunga yang telah ditetapkan dan dapat dikeluarkan dalam mata uang (denominasi) manapun.

b. Pasar Modal (*Capital Market*)

Tidak seperti pasar uang yang bersifat jangka pendek, pasar modal sifatnya adalah untuk investasi jangka panjang. Pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi. Jenis surat berharga yang diperjualbelikan di pasar modal memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun. Pasar modal memungkinkan terpenuhinya kebutuhan dana jangka panjang untuk investasi jangka panjang dalam bentuk bangunan, peralatan dan sarana produksi lainnya. Setiap instrumen keuangan di pasar modal merupakan bukti kepemilikan modal dari lembaga atau perusahaan yang mengeluarkannya yang dapat diperjualbelikan. Pemegang instrumen pasar modal mengharapkan memperoleh keuntungan dengan menahan instrumen tersebut.

Pasar modal dipandang sebagai salah satu sarana yang efektif untuk mempercepat akumulasi dana bagi pembiayaan pembangunan melalui mekanisme pengumpulan dana dari masyarakat dan menyalurkan dana tersebut ke sektor-sektor yang produktif. Berkembangnya pasar modal memiliki pengaruh ganda dalam pembangunan nasional. Dampak pengerahan dana masyarakat ke sektor produktif akan meningkatkan produksi dan memperluas kegiatan lembaga lain yang terkait. Selain itu berkembangnya pasar modal diharapkan menghilangkan monopoli sumber modal dan monopoli kepemilikan perusahaan.

Instrumen yang diperjualbelikan di pasar modal berupa aktiva keuangan seperti surat-surat berharga berpendapatan tetap (*fixed-income securities*) dan saham-saham (*equity securities*). *Fixed-income securities* dapat

berupa treasury bond, municipal bond, corporate bond dan convertible bond. Saham-saham yang diperjualbelikan dapat berupa saham biasa dan saham preferen. T-bond merupakan sekuritas treasury sejenis T-bills dengan jatuh tempo jangka panjang berkisar antara 10 tahun sampai 30 tahun. Municipal bond merupakan surat berharga yang dikeluarkan oleh pemerintah lokal untuk mengumpulkan dana. Umumnya obligasi ini bebas dari pajak penghasilan federal sehingga disebut juga sektor bebas pajak. Obligasi perusahaan (*corporate bond*) merupakan surat hutang yang dikeluarkan oleh suatu perusahaan tertentu. Obligasi perusahaan dikelompokkan berdasarkan jenis penerbitnya. Empat pengelompokan umum yang digunakan oleh pusat informasi obligasi adalah utilitas, transportasi, industrial serta bank dan perusahaan keuangan.

2.2.3 Risiko

Risiko menunjukkan keadaan dimana profit yang akan terjadi tidak diketahui sebelumnya secara pasti, tetapi dapat disusun suatu alternatif kemungkinan kejadian yang dapat diketahui. Risiko dapat didefinisikan dalam terminologi variabilitas yang mungkin terjadi baik dalam return di masa depan maupun investasi tersebut jika investasi tersebut membentang sepanjang waktu.

Setiap pengambilan keputusan investasi harus memperhatikan risiko karena risiko merupakan faktor yang paling penting untuk dipertimbangkan. Karena besar kecilnya risiko yang terkandung dalam suatu alternatif investasi akan mempengaruhi pendapatan yang diharapkan investor dari investasi tersebut.

Khoury J. Sarkis (1983:91) mengemukakan beberapa risiko yang akan dihadapi investor dalam investasi yaitu:

1. Risiko tingkat bunga (*interest-rate risk*), risiko ini muncul dari variabilitas tingkat bunga yang berlaku. Apabila tingkat bunga berubah, harga suatu sekuritas dan return yang diterima investor akan berubah.

2. Risiko kegagalan (*default risk*), yaitu kemungkinan terjadinya kegagalan perusahaan atau pemerintah untuk membayar bunga, deviden atau pengembalian lain atas sekuritas yang dikeluarkan.
3. Risiko tingkat harga (*price-level risk*) diakibatkan oleh perubahan tingkat inflasi sehingga menimbulkan ketidakpastian pendapatan yang akan diperoleh dari suatu investasi saat sekarang maupun di masa yang akan datang. Salah satu komponen inflasi adalah suku bunga, maka ketidakpastian tingkat inflasi berarti ketidakpastian tingkat bunga juga.
4. Risiko bisnis (*business risk*) menyangkut kegiatan operasional suatu perusahaan atau industri.
5. Risiko finansial (*financial risk*) merupakan risiko yang timbul karena pengelolaan keuangan yang kurang baik. Makin tinggi jumlah hutang yang digunakan untuk pembiayaan aset makin besar kemungkinan kebangkrutan perusahaan.
6. Risiko likuiditas (*liquidity risk*) diakibatkan adanya ketidakseimbangan dan pengaturan *cash flow* perusahaan yang tidak efisien.
7. Risiko pasar (*market risk*) adalah risiko yang timbul karena pengaruh dari kondisi pasar terhadap kegiatan perusahaan atau terhadap nilai sahamnya. Makin tinggi korelasi antara tingkat return yang diberikan dan return pasar maka akan semakin tinggi risiko pasarnya.
8. Risiko operasional (*operating risk*) merupakan risiko yang timbul karena adanya biaya tetap dalam kegiatan operasional perusahaan. Makin tinggi biaya tetap yang dikeluarkan makin tinggi biaya operasional maka makin tinggi pula risikonya. Hal ini disebabkan dengan biaya operasional yang tinggi maka perusahaan harus meningkatkan tingkat penjualan untuk mencapai *break even point*.

Sunariyah (1998:155) menyatakan ada 5 jenis risiko yang terkandung dalam suatu investasi yaitu :

1. Risiko politik merupakan risiko akibat adanya perubahan kebijakan pemerintah yang dapat menurunkan hasil dari suatu investasi.

2. Risiko mata uang merupakan risiko akibat perubahan nilai mata uang suatu negara dibandingkan dengan negara lain. Penurunan nilai tukar mata uang terhadap negara lain akan mengurangi tingkat investasi asing.
3. Risiko inflasi yaitu risiko yang timbul karena peningkatan harga barang dan jasa. Peningkatan harga barang dan jasa akan menurunkan nilai mata uang yang akhirnya akan menurunkan nilai suatu sekuritas.
4. Risiko kejahatan merupakan risiko kemungkinan tidak terbayarnya sebagian atau seluruh investasi saat jatuh tempo.
5. Risiko pasar merupakan risiko turunnya harga sekuritas karena adanya *capital loss*.

Tingkat pendapatan yang diharapkan dari investasi suatu sekuritas tergantung pada bagaimana preferensi sikap investor dalam menghadapi risiko. Pada umumnya investor bersikap menghindari risiko walaupun sebagian ada yang berani mengambil risiko. Asumsi penting dalam masalah risiko dan tingkat keuntungan yang diharapkan adalah bahwa setiap individu adalah rasional dan tidak menyukai risiko. Sikap tidak menyukai risiko ini tercermin dari sikap bahwa setiap individu akan meminta tambahan keuntungan yang lebih besar untuk setiap kenaikan tingkat risiko yang dihadapi. Dalam hubungannya dengan asumsi tersebut, Sartono (1998:148) mengelompokkan investor ke dalam tiga kelompok berdasarkan sikap investor apabila dihadapkan pada risiko yaitu:

1. Investor senang risiko (*risk seeker*)

investor pada kelompok ini apabila dihadapkan pada dua pilihan sekuritas yang memiliki tingkat pendapatan berbeda dengan risiko yang berbeda maka investor tersebut akan memilih sekuritas yang memiliki tingkat risiko lebih tinggi dengan harapan akan memperoleh return yang lebih tinggi.

2. Investor yang tidak menyukai risiko (*risk averter*)

kelompok investor ini akan lebih senang pada pilihan investasi dengan risiko yang lebih kecil dengan tingkat keuntungan yang sama.

3. Investor yang netral terhadap risiko (*risk neutrally*)

investor ini bersikap netral terhadap risiko artinya mereka akan meminta kenaikan tingkat keuntungan yang sama untuk setiap kenaikan risiko.

Return yang diharapkan dan risiko mempunyai hubungan yang positif. Semakin besar risiko suatu sekuritas, semakin besar return yang diharapkan. Sebaliknya semakin kecil return yang diharapkan, semakin kecil risiko yang harus ditanggung.

2.2.4 Tingkat Pengembalian Investasi

Kinerja historis adalah hasil dan risiko yang diperoleh melalui investasi pada suatu aktiva. Hasil dari investasi diukur dari pengembalian yang diperoleh dalam periode waktu tertentu, umumnya 1 tahun. Nilai pengembalian yang dihasilkan atas portofolio pada setiap periode evaluasi sama dengan jumlah dari selisih antara nilai pasar portofolio pada akhir periode evaluasi dan nilai pasar pada awal periode evaluasi dan distribusi yang dilakukan atas portofolio.

Tingkat pengembalian menunjukkan nilai pengembalian dalam mata uang berdasarkan nilai pasar pada awal periode evaluasi. Maka pengembalian dapat dianggap sebagai jumlah yang dapat ditarik pada akhir periode evaluasi dengan tetap mempertahankan nilai pasar awal portofolionya.

Dalam bentuk persamaan, pengembalian portofolio dapat dinyatakan sebagai berikut (Fabozzi, 1999:776) :

$$R_p = \frac{MV_1 - MV_0 + D}{MV_0}$$

MV_1 = nilai pasar portofolio pada akhir periode

MV_0 = nilai pasar portofolio pada awal periode

D = distribusi kas dari portofolio bagi investor selama periode

Terdapat tiga asumsi untuk mengukur pengembalian dengan menggunakan persamaan di atas yaitu:

1. Hasil yang tidak didistribusikan diinvestasikan kembali ke dalam portofolio selama periode investasi
2. Distribusi dilakukan pada akhir periode evaluasi
3. Tidak terdapat dana baru yang diinvestasikan dalam portofolio selama periode evaluasi.

Adanya tiga asumsi diatas membatasi penggunaan dari persamaan di atas selama jangka waktu periode evaluasi. Makin lama jangka waktu periode evaluasi semakin besar kemungkinan tidak berlakunya asumsi tersebut. Untuk mengatasinya dilakukan perhitungan pengembalian untuk jangka waktu pendek seperti satu atau tiga bulan. Pengembalian yang diperhitungkan dalam jangka waktu pendek ini disebut pengembalian sub-periode.

Tiga metodologi telah digunakan dalam perhitungan rata-rata pengembalian sub-periode yaitu tingkat pengembalian rata-rata aritmetika, tingkat pengembalian rata-rata geometri dan pengembalian tertimbang dolar.

Tingkat pengembalian rata-rata aritmetika merupakan rata-rata tidak tertimbang dari pengembalian sub-periode. Formula umumnya adalah:

$$R_A = \frac{R_{P1} + R_{P2} + R_{P3} + \dots + R_{PN}}{N}$$

R_A = tingkat pengembalian rata-rata aritmetika

R_{PN} = pengembalian sub-periode

N = jumlah sub periode

Tingkat pengembalian waktu tertimbang mengukur suku bunga majemuk dari pertumbuhan nilai pasar portofolio awal selama periode evaluasi, dengan asumsi seluruh distribusi kas diinvestasikan kembali kepada portofolio. Pengembalian ini disebut juga pengembalian rata-rata geometri karena tingkat pengembalian ini dihitung dengan mengambil rata-rata geometri dari pengembalian sub-periode portofolio yang dihitung dari persamaan di atas. Formulasi umumnya adalah:

$$R_T = [(1+R_{P1})(1+R_{P2})\dots(1+R_{PN})]$$

R_T = tingkat pengembalian waktu tertimbang

Secara umum, pengembalian rata-rata aritmetika dan pengembalian rata-rata waktu tertimbang akan memberikan nilai yang berbeda bagi pengembalian portofolio selama beberapa periode evaluasi. Hal ini karena dalam menghitung tingkat pengembalian rata-rata aritmetika jumlah yang diinvestasikan diasumsikan dipertahankan (baik melalui penambahan maupun penarikan) pada nilai pasar portofolio awalnya. Pengembalian waktu tertimbang, di sisi lain merupakan pengembalian portofolio yang bervariasi dalam ukuran karena adanya asumsi bahwa seluruh hasil yang diterima diinvestasikan kembali. Umumnya tingkat pengembalian rata-rata aritmetika akan lebih besar daripada tingkat pengembalian rata-rata waktu tertimbang. Pengecualiannya terdapat pada situasi khusus yang seluruh pengembalian sub-periodenya bernilai sama, yang akan timbul rata-rata yang sama.

Tingkat pengembalian dolar tertimbang dihitung dengan cara menemukan suku bunga yang akan menyamakan nilai sekarang arus kas dari seluruh sub-periode pada periode evaluasi ditambah nilai pasar portofolio akhir dengan nilai pasar awal portofolio.

Tingkat pengembalian dolar tertimbang sebenarnya merupakan perhitungan tingkat pengembalian internal. Formulasi umumnya adalah:

$$V_0 = \frac{C_1}{(1+R_D)} + \frac{C_2}{(1+R_D)^2} + K + \frac{C_K + V_N}{(1+R_D)^N}$$

R_D = tingkat pengembalian dolar tertimbang

V_0 = nilai pasar awal periode

R_N = nilai pasar akhir periode

C_K = arus kas bagi portofolio bagi sub-periode K dengan $k = 1, 2, \dots, n$

Tingkat pengembalian dolar tertimbang dan tingkat pengembalian waktu tertimbang akan menghasilkan hasil yang sama jika tidak terjadi arus keluar maupun arus masuk kas selama periode evaluasi dan seluruh

pendapatan investasi diinvestasikan kembali. Masalah yang dihadapi tingkat pengembalian dolar tertimbang adalah bahwa pengembalian ini dipengaruhi oleh faktor-faktor di luar kendali manajer uang.

2.2.5 Inflasi

Inflasi merupakan salah satu permasalahan ekonomi makro yang dihadapi oleh hampir semua perekonomian di dunia, termasuk Indonesia. Secara teoritis inflasi didefinisikan sebagai kenaikan harga-harga umum secara terus menerus dalam suatu periode waktu tertentu. Kenaikan harga satu atau dua barang saja tidak dapat disebut sebagai inflasi. Inflasi dipakai sebagai salah satu indikator untuk melihat stabilitas ekonomi. Kenaikan harga-harga umum yang terlalu tinggi berdampak luas terhadap perekonomian, terutama bagi yang berpendapatan tetap.

Inflasi didefinisikan sebagai suatu tendensi yang terus menerus dalam meningkatnya harga-harga umum sepanjang waktu tertentu (Arief:1996:229). Secara umum inflasi adalah ketimpangan arus uang dan barang yang dapat dilihat dari sisi permintaan dan sisi penawaran. Besarnya tingkat inflasi pada waktu tertentu tergantung pada indikator dan tahun dasar yang digunakan. Inflasi diukur menggunakan indeks harga. Ada tiga indeks harga yang biasa digunakan, yaitu IHK (Indeks Harga Konsumen), IHPB (Indeks Harga Perdagangan Besar), dan deflator PDB. IHK sebenarnya tidak merekam seluruh proses gerakan harga karena hanya mengukur kenaikan biaya hidup rata-rata rumah tangga. Inflasi di berbagai negara banyak diukur dengan menggunakan indeks harga konsumen (IHK) karena data IHK lebih cepat tersedia.

Menurut Tambunan (1996:162) IHK adalah angka indeks yang mengukur besarnya perubahan harga yang terjadi pada sekelompok barang dan jasa yang mewakili konsumsi masyarakat rata-rata di wilayah tertentu. Dalam perhitungan IHK angka yang diperoleh berasal dari indeks harga tertimbang dengan bobot besarnya pengeluaran rata-rata yang dibayar oleh keluarga di wilayah tertentu. Formula yang digunakan oleh Badan Pusat

Statistik (BPS) dalam menghitung IHK adalah formula Laspeyres sebagai berikut:

$$CPI = \frac{\sum (P_n / P_{n-1}) P_{n-1} \cdot Q_0}{\sum P_0 \cdot Q_0} \times 100$$

CPI_n = indeks harga konsumen pada akhir bulan ke-n

P_n = harga konsumen pada akhir bulan ke-n

P_0 = harga pada tahun dasar

Q_0 = kuantitas pada tahun dasar

Berdasarkan perhitungan diatas, maka inflasi dapat dihitung dengan cara:

$$Inflasi = \frac{IHK_t - IHK_{t-1}}{IHK_{t-1}} \times 100$$

Keterangan :

IHK_t = IHK tahun t

IHK_{t-1} = IHK tahun t-1

Terjadinya inflasi membawa pengaruh yang cukup besar pada perekonomian diantaranya adalah:

- a. inflasi dapat mendorong penanaman modal spekulatif pada masa inflasi, seseorang akan cenderung merasa lebih aman jika menginvestasikan modalnya dalam bentuk pembelian rumah atau barang berharga lain daripada melakukan investasi yang produktif. Kondisi ini tidak akan menaikkan investasi yang akan berdampak pada pendapatan nasional.
- b. tingkat bunga meningkat dan akan mengurangi tingkat investasi dalam kondisi inflasi, biasanya pemerintah akan meningkatkan tingkat bunga untuk mengurangi jumlah uang yang beredar dalam masyarakat. kenaikan tingkat bunga tersebut akan menyebabkan investopr enggan

melakukan investasi karena bunga pinjaman yang harus dibayarkan lebih tinggi. Pada kondisi ini, investor lebih suka menyimpan dana di bank dan memperoleh pendapatan dari tabungan.

- c. Inflasi menimbulkan ketidakpastian mengenai keadaan ekonomi di masa yang akan datang. Pertumbuhan ekonomi menjadi tidak bisa lagi diramalkan dengan baik sehingga menimbulkan ketidakpastian terhadap perekonomian suatu negara.
- d. inflasi akan menyebabkan harga barang impor menjadi lebih murah daripada barang yang dihasilkan di dalam negeri, karena itu biasanya inflasi akan menyebabkan impor berkembang lebih cepat daripada perkembangan ekspor.

Masalah utama dalam inflasi adalah cara mengatasinya. Pemerintah Indonesia cenderung lebih cepat mengambil tindakan kebijaksanaan moneter, meskipun belum tentu tindakan moneter akan dapat mengatasi inflasi yang terjadi. Kelemahan dari kebijaksanaan moneter dalam mengatasi inflasi adalah semua sektor dalam perekonomian akan terkena dampak dari kebijaksanaan tersebut, walaupun sektor tersebut bukanlah penyebab inflasi. Karena itu dengan dijalankannya kebijaksanaan moneter ini akan menghambat pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan.

Kebijaksanaan moneter yang digunakan pemerintah dalam menekan inflasi diantaranya adalah:

a. *Tight Money Policy*

Kebijaksanaan uang ketat ini merupakan suatu cara yang dianggap paling ampuh untuk menekan inflasi, namun dengan tindakan ini seluruh sektor ekonomi akan mengalami gangguan dalam menjalankan aktivitasnya.

b. Menaikkan suku bunga bank melalui bank sentral

Tindakan ini dilakukan untuk mengurangi jumlah uang yang beredar di masyarakat dengan penetapan suku bunga tinggi yang diharapkan mampu menarik minat masyarakat untuk menyimpan uangnya di bank.

Dalam literatur keuangan dan penelitian terdahulu disebutkan bahwa tingkat inflasi mempunyai pengaruh yang bermakna terhadap risiko investasi.

Pengaruh ini terjadi karena inflasi yang tinggi akan mengakibatkan terjadinya kenaikan harga barang-barang secara umum sehingga mempengaruhi biaya produksi. Biaya produksi yang tinggi akan berpengaruh pada tingginya harga jual. Harga jual yang tinggi berpengaruh terhadap penurunan jumlah penjualan sehingga akan menurunkan tingkat keuntungan perusahaan. Penurunan tingkat keuntungan akhirnya menurunkan harga saham karena dianggap mempunyai risiko yang tinggi.

2.2.6 Nilai Tukar Valuta Asing

Nilai tukar antar mata uang adalah jumlah dari suatu mata uang yang diserahkan untuk mendapatkan mata uang yang lain. Nilai tukar dapat berubah-ubah sesuai dengan keadaan suatu negara terhadap negara lain (Levi, 1996:5).

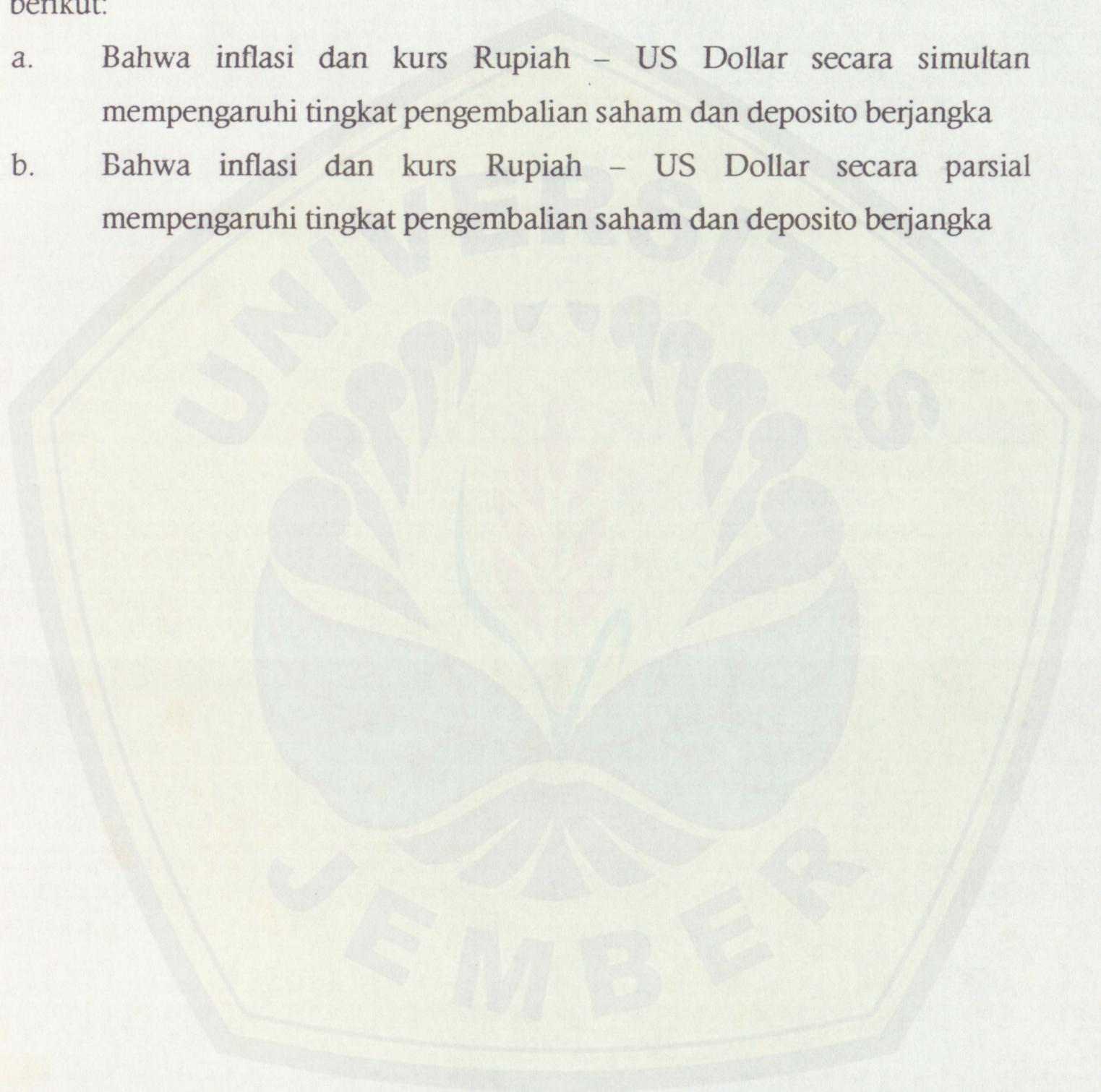
Perubahan nilai tukar atau nilai kurs antar mata uang dapat berpengaruh terhadap biaya, penjualan, harga jual dan laba, serta kelangsungan perusahaan sehingga akan mempengaruhi tingkat keuntungan perusahaan.

Risiko yang ditimbulkan oleh kurs telah meningkat bahkan melebihi perdagangan dan investasi karena kurs menjadi semakin peka terhadap perubahan-perubahan yang ada. Fluktuasi ini menjadi lebih besar sehingga saat terjadi krisis dolar atau anjloknya nilai beberapa mata uang utama dunia segera ditanggapi oleh turunnya nilai mata uang beberapa negara lain utamanya negara berkembang. Fluktuasi kurs juga akan mempengaruhi risiko investasi pada saham. Ketidak stabilan nilai tukar mata uang akan membuat harga saham atau investasi dalam mata uang asing tidak stabil pula.

2.3 Hipotesis

Penelitian Manurung (1994) menunjukkan bahwa ada korelasi antara tingkat pengembalian dengan inflasi. Berdasarkan latar belakang dan pokok permasalahan yang diteliti maka hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

- a. Bahwa inflasi dan kurs Rupiah – US Dollar secara simultan mempengaruhi tingkat pengembalian saham dan deposito berjangka
- b. Bahwa inflasi dan kurs Rupiah – US Dollar secara parsial mempengaruhi tingkat pengembalian saham dan deposito berjangka





III. METODE PENELITIAN

3.1 Rancangan Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui tingkat pengembalian dari investasi pada saham dan deposito di pasar keuangan Indonesia dan meneliti risiko dari masing-masing instrumen serta pengaruh inflasi dan kurs terhadap tingkat pengembalian investasi pada saham dan deposito berjangka.

Penelitian ini merupakan penelitian yang berdasarkan data kuantitatif yang bersumber dari data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta, Bank Indonesia dan BPS. Data yang digunakan meliputi data Indeks Harga Saham Gabungan, suku bunga deposito, kurs rupiah – dollar, dan tingkat inflasi berdasarkan Indeks harga Konsumen. Data digunakan untuk menganalisis apakah tingkat inflasi dan kurs rupiah – dollar berpengaruh terhadap *market return* dan tingkat pengembalian deposito.

Rentang penelitian yang dilakukan meliputi tahun 1998 sampai dengan tahun 2001.

3.2 Prosedur Pengumpulan Data

Seluruh data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh melalui Bank Indonesia, Bursa Efek Jakarta, Biro Pusat Statistik melalui Buletin Statistik bulanan. Data tersebut diperoleh melalui publikasi dalam majalah, buku, laporan bulanan serta literatur-literatur yang berkaitan dengan topik yang dibahas dalam penelitian ini. Data dalam penelitian ini dibedakan menjadi data kualitatif dan kuantitatif. Data kualitatif adalah data yang berupa uraian-uraian yang tidak dihitung, yang meliputi data mengenai pasar keuangan Indonesia, kebijaksanaan-kebijaksanaan yang dilakukan pemerintah, publikasi dari majalah dan laporan penelitian terdahulu. Data

kuantitatif adalah data yang dinyatakan dalam bentuk angka-angka dan dapat dihitung, yang meliputi data Indeks Harga Konsumen (IHK), Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), nilai tukar rupiah – dollar, dan suku bunga deposito berjangka.

3.3 Definisi Operasional Variabel Dan Pengukurannya

Berdasarkan pokok permasalahan dan tujuan penelitian, maka definisi operasional variabel dan pengukurannya dalam penelitian ini adalah:

a. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

IHSG merupakan suatu indikator yang digunakan untuk mengamati pergerakan harga dari sekuritas-sekuritas yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. IHSG meliputi pergerakan saham preferen dan saham biasa. Rumus penghitungan yang dipakai sama dengan yang dipergunakan oleh kebanyakan bursa lainnya yaitu menggunakan pembobotan (*weighted average*) berdasarkan kapitalisasi pasar. Rumus yang digunakan adalah membagi total kapitalisasi pasar hari ini dengan nilai dasar. Nilai pasar didapat dari harga saham dikalikan dengan jumlah saham outstanding. Nilai dasar adalah nilai pasar pada hari dasar perhitungan indeks yaitu 10 Agustus 1982. Secara matematis formulanya adalah (Koetin, 1997:505):

$$IHSG_t = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Nilai Dasar}} \times 100$$

yang $IHSG_t = IHSG$ hari ke-t

IHSG yang digunakan sebagai data dalam penelitian ini merupakan Indeks Harga Saham Gabungan selama tahun 1998 sampai dengan tahun 2001.

b. Tingkat Pengembalian Deposito Berjangka

Deposito berjangka memiliki tingkat maturitas yang bervariasi yaitu 1 bulan, 3 bulan, 6 bulan, 12 bulan dan 24 bulan dengan tingkat pengembalian yang berbeda-beda. Dalam penelitian ini tingkat pengembalian deposito

berjangka yang digunakan merupakan rata-rata hitung sederhana pengembalian deposito berjangka dari semua maturitas yang ada selama tahun 1998 sampai dengan tahun 2001.

c. Inflasi

Inflasi diukur melalui perubahan Indeks Harga Kosumen (IHK). Data IHK diperoleh melalui buletin yang dikeluarkan oleh BPS setiap bulannya. IHK dihitung berdasarkan indeks Modified Laspeyres. Formulasnya sebagai berikut :

$$CPI = \frac{\sum (P_n / P_{n-1}) P_{n-1} \cdot Q_0}{\sum P_0 \cdot Q_0} \times 100$$

CPI_n = indeks harga konsumen pada akhir bulan ke-n

P_n = harga konsumen pada akhir bulan ke-n

P_0 = harga pada tahun dasar

Q_0 = kuantitas pada tahun dasar

d. Nilai Tukar Rupiah – US Dollar

Pemerintah menggunakan sistem mengambang terkendali dalam pergerakan nilai tukar. Tetapi dengan adanya krisis yang melanda negara ini pergerakan kurs tidak dapat lagi dikendalikan. Nilai tukar rupiah terhadap dollar yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai tengah rupiah per dollar dari nilai tukar yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia tahun 1998 sampai dengan tahun 2001.

3.4 Metode Analisis Data

Untuk menjawab pokok permasalahan dalam penelitian ini yaitu untuk mengetahui pengaruh inflasi dan kurs terhadap tingkat pengembalian pada saham baik dalam rupiah maupun dollar dan deposito pada periode tahun 1998 sampai dengan tahun 2001 digunakan langkah-langkah sebagai berikut:

3.4.1 Perhitungan Tingkat Pengembalian

1. Tingkat pengembalian pada pasar saham dihitung dengan rumus (Manurung, 1994) :

$$R_{m,t} = (V_t \cdot V_0)^{(1/n)} - 1$$

$R_{m,t}$ = nominal mean rate of return pada periode t

V_1 = nilai IHSG pada akhir periode

V_0 = nilai IHSG pada awal periode

2. Tingkat pengembalian pada deposito berjangka dihitung dengan rumus (Manurung, 1994) :

$$R_{m,t} = [(1+R_{a,1})(1+R_{a,2})\dots(1+R_{a,n})]^{(1/n)} - 1$$

$R_{m,t}$ = nominal mean rate of return pada periode t

$R_{a,n}$ = rate of annual return pada periode n, dimana $n = 1, 2, 3, \dots, n$

3.4.2 Perhitungan Risiko

Risiko dihitung melalui pengukuran dispersi atau penyimpangan yang terjadi di sekitar pengembalian yang diharapkan. Pengukuran konvensional dispersi ini adalah deviasi standar. Deviasi standar secara matematis dapat dirumuskan :

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 (P_i)}$$

σ = deviasi standar

R_i = pengembalian ke-i

P_i = probabilitas terjadinya pengembalian

N = jumlah probabilitas

3.4.3 Analisis Regresi Pengaruh Inflasi dan Kurs Terhadap Tingkat Pengembalian Saham dan Deposito

Untuk mengetahui hubungan antara tingkat pengembalian dengan tingkat inflasi dan kurs digunakan analisis regresi antara variabel yang akan diteliti. Hubungan tersebut dapat dinyatakan dalam model regresi sebagai berikut :

- a. persamaan regresi pengaruh inflasi dan kurs terhadap tingkat pengembalian pasar saham

$$Y_{\text{saham}} = a + b_1x_1 + b_2x_2$$

Y = tingkat pengembalian pasar saham

b_1x_1 = tingkat inflasi

b_2x_2 = kurs

- b. persamaan regresi pengaruh inflasi dan kurs terhadap tingkat pengembalian deposito berjangka

$$Y_{\text{Deposito}} = a + b_1x_1 + b_2x_2$$

Y = tingkat pengembalian deposito

b_1x_1 = tingkat inflasi

b_2x_2 = kurs

3.4.4 Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui proporsi variasi nilai variabel dependen (Y) yang dijelaskan oleh variabel independen (x_1, x_2). Besar nilai R^2 semakin mendekati 1 berarti kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen dalam model regresi sangat kuat. Dalam

penelitian ini digunakan lebih dari satu variabel independen maka koefisien determinasi didasarkan pada nilai Adjusted R square.

$$R^2 = \frac{b_1 \sum yx_1 + b_2 \sum yx_2 + b_3 \sum yx_3}{\sum y^2}$$

atau $R^2 = \frac{RSS}{TSS}$, dimana : $RSS = \text{Regression Sum Of Square}$

$TSS = \text{Total Sum of Square}$

3.4.5 Uji Asumsi Klasik Regresi

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui model regresi berganda yang dibuat dapat digunakan sebagai penaksir yang efisien. Uji asumsi klasik yang akan diterapkan pada model regresi yang dibuat adalah :

1. Uji Kenormalan data

Uji kenormalan data dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorof Smirnov untuk menguji apakah variabel-variabel pada model matematis mengikuti distribusi normal. Pengujian ini dilakukan dengan bantuan perangkat lunak program SPSS. Pada uji ini pengambilan keputusan didasarkan pada nilai signifikansi. Pedoman pengambilan keputusan :

Nilai Sig. atau nilai probabilitas < 0,05, berarti distribusi tidak normal.

Nilai Sig. atau nilai probabilitas > 0,05, berarti distribusi normal

2. Uji Multikolinearitas

Pengujian multikolinearitas dilakukan dengan alasan apabila model regresi yang dihasilkan terdapat multikolinearitas akan menyebabkan kesalahan standar estimasi yang akan cenderung meningkat seiring dengan bertambahnya variabel bebas. Untuk menguji ada atau tidaknya multikolinearitas dalam model regresi maka dilakukan analisis koefisien korelasi antar masing-masing variabel bebas. Jika nilai koefisien korelasi tersebut lebih kecil dari nilai kritis maka model tersebut dikatakan tidak

terdapat multikolinearitas dan sebaliknya. Jadi langkah-langkah uji multikolinearitas meliputi :

- a. Meregresikan setiap variabel dependen terhadap variabel penjelas secara terpisah
- b. Menguji pengaruh nyata secara statistik dan besaran R^2 dari setiap persamaan
- c. Menyisipkan variabel yang nyata dalam persamaan regresi berganda
- d. Jika variabel yang dimasukkan meningkatkan R^2 tanpa mengubah koefisien individual maka variabel tersebut berguna sebagai variabel penjelas
- e. Jika variabel yang dimasukkan tidak meningkatkan R^2 dan tidak signifikan dalam pengujian maka variabel tersebut tidak dapat digunakan sebagai variabel penjelas dalam persamaan regresi
- f. Jika variabel yang dimasukkan mengubah koefisien maka terdapat multikolinearitas yang serius

3. Uji Autokorelasi

Salah satu asumsi lain yang penting adalah bentuk nilai-nilai residual dari pengamatan yang satu bersifat bebas dengan periode pengamatan yang lain. Autokorelasi ini berkaitan dengan hubungan antara nilai-nilai yang beruntun dari variabel yang sama. Pengujian untuk mendeteksi adanya korelasi diri dalam model regresi digunakan uji Durbin Watson. Statistik Durbin didefinisikan sebagai berikut :

$$d = \frac{\sum_{t=2}^n (\varepsilon_t - \varepsilon_{t-1})}{\sum_{t=1}^n \varepsilon_t^2}$$

Ho : tidak ada korelasi positif dan negatif

H1 : ada autokorelasi positif dan negatif

Dengan formulasi keputusan sebagai berikut :

$d < d_L$ = tolak Ho

$d > 4 - d_L$ = tolak Ho

$d_U < d < 4 - d_U$ = terima Ho

$4 - d_U \leq d \leq 4d_L$ = tidak dapat disimpulkan

4. Uji Homoskedastisitas

Uji homoskedastisitas ini adalah untuk pengujian dari asumsi yang berkaitan dengan distribusi dari variabel galat U, yaitu bahwa variasi dari setiap nilai gangguan U_1 adalah sama untuk setiap nilai dari variabel penjelas x. Uji yang akan digunakan disini adalah uji Barlett (Gaspersz, 1991:45):

$$X^2 = 2,3026 \left[(\log s^2) \sum_{i=1}^k (n_i - 1) - \sum_{i=1}^k (n_i - 1) \log s_i^2 \right]$$

Dimana asumsi homoskedastisitas terpenuhi dengan ditunjukkan bahwa persamaan diatas mengikuti distribusi *Chi-Square* dengan $v = k - 1$

3.4.6 Pengujian Hipotesis

Untuk menguji pengaruh tingkat inflasi dan kurs secara parsial digunakan uji t dan untuk menguji pengaruh tingkat inflasi dan kurs secara simultan digunakan uji F. Pengujian ini dilakukan dengan bantuan program SPSS versi 10.0.

1. Uji t

Uji t ini digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial, apakah masing-masing variabel independen

berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Adapun langkah-langkah pengujian adalah sebagai berikut :

a. Merumuskan hipotesis

$$H_0 : b_1, b_2 = 0$$

Artinya variabel independen secara parsial tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

$$H_1 : b_1, b_2 \neq 0$$

Artinya variabel independen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

b. Menghitung tingkat signifikansi

Tingkat signifikansi yang diharapkan adalah $\alpha = 5\%$ atau interval keyakinan 95% dengan *degree of freedom* (df) adalah $(n-k-1)$ dimana k merupakan banyak variabel regresor dan n merupakan banyaknya observasi

c. Menghitung nilai t_{hitung}

Untuk menghitung nilai t_{hitung} digunakan rumus (Lukas,1997:346) :

$$t_{hitung} = \frac{b}{Se(b_i)}$$

d. Membandingkan antara t_{hitung} dan t_{tabel}

Untuk menerima atau menolak hipotesis apabila :

$t_{hitung} < t_{tabel}$ berarti H_0 diterima dan H_1 ditolak

$t_{hitung} > t_{tabel}$ berarti H_0 ditolak dan H_1 diterima

2. Uji F

Uji F ini digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan, apakah masing-masing variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Adapun langkah-langkah pengujian adalah sebagai berikut :

a. Merumuskan hipotesis

$$H_0 : b_1, b_2 = 0$$

Artinya variabel independen secara simultan tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

$$H_1 : b_1, b_2 \neq 0$$

Artinya variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

b. Menghitung tingkat signifikansi

Tingkat signifikansi yang diharapkan adalah $\alpha = 5\%$ atau interval keyakinan 95% dengan *degree of freedom* (k-1) adalah (n-k) dimana k merupakan banyak variabel regresor dan n merupakan banyaknya observasi

c. Menghitung nilai F_{hitung}

Untuk menghitung nilai F_{hitung} digunakan rumus (Lukas, 1997:345) :

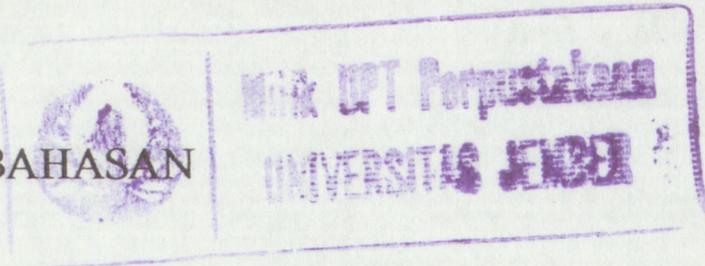
$$F = \frac{ESS/(k-1)}{RSS/(n-1)} \quad \begin{array}{l} ESS = \text{Error Sum of Square} \\ RSS = \text{Regression Sum of Square} \end{array}$$

d. Membandingkan antara F_{hitung} dan F_{tabel}

Untuk menerima atau menolak hipotesis apabila :

$F_{hitung} < F_{tabel}$ berarti H_0 diterima dan H_1 ditolak

$F_{hitung} > F_{tabel}$ berarti H_0 ditolak dan H_1 diterima



IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Profil Pasar Keuangan Di Indonesia

Pasar keuangan terbentuk untuk memudahkan pertukaran uang antara penabung dan peminjam. Dengan hadirnya pasar keuangan dalam perekonomian maka pemisahan tindakan menabung dan investasi akan semakin jelas, karena unit ekonomi yang kelebihan dana dapat menabung tanpa harus mempertimbangkan investasi yang sebaiknya dilakukan. Sebaliknya, pihak yang ingin melakukan investasi tidak perlu menabung terlebih dahulu untuk memenuhi kebutuhannya.

Dari uraian tersebut diatas, secara umum pasar keuangan dapat dikatakan sebagai pasar yang mempertemukan pihak yang kelebihan dana dengan pihak yang kekurangan dana, sekaligus menjadi pemisah antara tindakan menabung dan investasi. Secara garis besar, profil pasar keuangan di Indonesia dapat dilihat dalam Tabel 4.1.

Tabel 4.1. Elemen- elemen Pokok Pasar Keuangan di Indonesia

Fungsi	Jenis	Pelaku	Instrumen	Risiko
1. Pengumpulan kekayaan (<i>occumulation of wealth</i>)	1. Pasar uang	1. Pemerintah	1. Promes	1. Risiko Ekonomi
2. Pengalokasian kekayaan (<i>allocation of wealth</i>)	2. Pasar modal	2. Bank Indonesia	2. Wesel	-Risiko Pasar (<i>market risk</i>)
3. Penyesuaian likuiditas (<i>liquidity adjustment</i>)	3. Pasar valas	3. Bank Umum	3. Sertifikat Deposito (CDs)	-Risiko penanaman kembali (<i>reinvestment risk</i>)
4. Penyaluran kebijakan (<i>policy function</i>)	4. Pasar utang	4. Lembaga Emiten/ Issuer	4. SBI	-Risiko gagal bayar (<i>default risk</i>)
5. Sumber informasi (<i>information function</i>)		5. Investor	5. SBPU*)	-Risiko fundamental (<i>fundamental risk</i>)
		6. Investor	6. Commercial Pappers (CPs)	
		7. Broker, Dealer, dan Underwriter	7. Banker's Acceptance (BA)	
		8. Reksa Dana	8. Medium Terms Notes (MTNs)	
		9. Pelaku lainnya	9. Efek Beragun Aset (EBA)	
			10. Obligasi	2. Risiko non ekonomi : sosial, politik, bencana alam dan lain-lain
			11. Saham	
			12. Waran	
			13. Sertifikat Right	
			14. Reksa Dana	

Sumber : Bank Indonesia, 1998

Pasar keuangan di Indonesia berkembang pesat, baik dari segi kelembagaan, fungsi, instrumen, maupun pelakunya, terutama sejak dikeluarkannya Pakto '88. Paket deregulasi ini telah mendorong sektor perbankan berkembang sangat pesat, baik ditinjau dari jumlah bank maupun produknya. Pada sisi yang lain, perangkat hukum, dukungan teknologi dan sumber daya manusia masih jauh dari memadai. Oleh karena itu pemerintah melakukan berbagai langkah kebijakan lanjutan untuk menyeimbangkan ketimpangan tersebut, yaitu melalui Pakfeb'91 yang intinya memperkuat aturan kehati-hatian sesuai standar internasional. Dilanjutkan dengan Pakmei'93 dalam rangka mendorong kegiatan dunia usaha melalui peningkatan kredit perbankan dengan tetap memperhatikan prinsip kehati-hatian. Paket kebijakan ini pada dasarnya dimaksudkan untuk memperlancar kredit perbankan bagi usaha menengah dan kecil. Upaya-upaya yang dilakukan antara lain pelonggaran ketentuan-ketentuan yang menyangkut pelaksanaan prinsip kehati-hatian, penurunan suku bunga SBI dan penyesuaian diskonto wesel ekspor berjangka pada tingkat yang sama dengan SIBOR.

Dampak dari berbagai deregulasi tersebut adalah lahirnya lembaga-lembaga dan produk-produk baru di sektor keuangan yang memungkinkan berkembangnya sumber-sumber pembiayaan dari dalam negeri. Di samping itu pemerintah juga mendorong perkembangan lembaga-lembaga keuangan di luar bank seperti perusahaan pembiayaan, pasar modal termasuk di dalamnya reksa dana sebagai alternatif penghimpun dan alokasi dana dalam negeri.

4.1.1 Gambaran Umum Pasar Modal di Indonesia

Sejarah pasar modal Indonesia dimulai dengan dibentuknya bursa efek di Batavia pada tanggal 14 Desember 1912 oleh Vereeniging Voor de Effectenhandel. Pada saat itu Vereeniging Voor de Effectenhandel beranggotakan tiga belas orang makelar. Di tingkat Asia, bursa Batavia ini merupakan yang keempat tertua setelah Bombay (1930), Hongkong (1871) dan Tokyo (1878). Bursa efek di Batavia ini didirikan dalam rangka untuk

menampung efek yang dimiliki oleh orang Belanda yang sering memperjual belikan sahamnya di bursa Amsterdam, sehingga kehadiran bursa efek di Indonesia pada jaman kolonial lebih merupakan pelengkap dari bursa Amsterdam. Pada tahun 1925, pemerintah kolonial Belanda menambah lagi dua bursa yaitu bursa efek Semarang dan Surabaya. Ketiga bursa ini menghentikan aktifitasnya menjelang infasi Jepang pada tahun 1942, dan dimulai kembali dengan dibukanya bursa efek di Jakarta pada tahun 1952. Program nasionalisasi yang dilakukan pemerintah pada tahun 1956 menghentikan aktifitas pasar modal.

Kegiatan pasar modal Indonesia mulai benar-benar aktif kembali pada tanggal 10 Agustus 1977 dengan pembentukan Badan Pelaksana Pasar Modal (BAPEPAM), sebuah badan pemerintah dibawah Departemen Keuangan. Tujuan yang ingin dicapai melalui pengaktifan kembali pasar modal Indonesia adalah untuk memobilisasi dana diluar sistem perbankan, untuk memperluas distribusi kepemilikan saham-saham dan memperdalam sektor keuangan. Kebijakan pemerintah menerbitkan Paket 24 Desember 1987 (Pakdes 24) menjadikan pasar modal Indonesia memasuki masa "bullish". Masa bullish yang berkelanjutan itu akhirnya membutuhkan profesionalisme dalam pengelolaan bursa. Oleh karena itu pada tahun 1990 pemerintah mengeluarkan peraturan tentang swastanisasi bursa efek. Pada tanggal 4 Desember 1991 berdirilah PT. Bursa Efek Jakarta.

PT. Bursa Efek Jakarta (Perseroan) didirikan berdasarkan akta perdirian No.27, dibuat dihadapan Ny. Siti Poerbaningsih Adiwarsito, SH notaris di jakarta pada tanggal 4 Desember 1991 dengan 221 perusahaan efek sebagai pemegang sahamnya dan modal dasar sebesar Rp 15 milyar serta modal disetor sebesar Rp 11,820 juta. Kedudukan perseroan sebagai badan hukum telah disahkan oleh Menteri Kehakiman RI No. C2-8146 HT. 01.01 tanggal 26 Desember 1991 dan dimuat dalam tambahan berita negara RI No. 1355 tanggal 27 Maret 1992. perseroan resmi mendapat ijin usaha dari Menteri Keuangan RI berdasarkan surat Keputusan No.323/KMK.010/1992 tanggal 18 Maret 1992. Penyerahan pengelolaan bursa dari Badan Pelaksana

Pasar Modal (BAPEPAM) dilaksanakan pada tanggal 16 April 1992. Peresmian swastanisasi perseroan dilakukan oleh Menteri Keuangan pada tanggal 13 Juli 1992.

Tanggal 22 Mei 1992 merupakan era baru bagi PT. Bursa Efek Jakarta dengan diterapkannya sistem perdagangan otomatis atau lebih dikenal dengan *Jakarta Outomated Trading System* (JATS). Sistem JATS ini memungkinkan frekuensi perdagangan saham yang lebih besar dan menjamin perdagangan lebih wajar dan transparan. Selain itu JATS juga memberikan sumbangan yang besar dalam likuiditas pasar dan melindungi para investor secara maksimal dan bersamaan dengan itu sistem terpadu ini menghubungkan perdagangan, pengawasan, kliring dan penyelesaian serta sistem deposito dan sistem akuntansi anggota bursa.

Semenjak JATS diresmikan, pasar modal Indonesia berkembang cukup pesat serta terjadi peningkatan yang cukup berarti dalam frekuensi dan volume perdagangan. Hal ini sesuai dengan misi Bursa Efek Jakarta untuk mewujudkan bursa efek berskala internasional yang menawarkan kesempatan berinvestasi secara luas sejalan dengan perkembangan perekonomian Indonesia. PT. Bursa Efek Jakarta bertekad mempunyai sarana perdagangan yang efisien, sistem informasi yang terpercaya, lengkap dan tepat waktu serta mempunyai sumber daya manusia yang profesional dan berintegritas tinggi. Dengan demikian Bursa Efek Jakarta dapat menjadi bursa efek yang transparan, likuid, wajar dan efisien yang dapat membawa bursa efek Jakarta sejajar dengan bursa-bursa efek di dunia.

Informasi adalah titik awal proses investasi. Salah satu faktor investasi adalah keterbukaan emiten. Untuk lebih mudah memperoleh informasi Bursa Efek Jakarta melakukan penyebaran informasi bursa melalui jaringan elektronik ke seluruh dunia. Dengan memiliki alamat home page : <http://www.jsx.co.id> yang memuat berbagai informasi mengenai BEJ, publik dapat mengakses informasi berupa ringkasan perdagangan harian, statistik bursa, peraturan bursa serta informasi anggota bursa dan emiten. Informasi tentang profil dan data administrasi emiten yang disiapkan di jaringan

internet (website) merupakan hasil kerja sama dengan *Capital Market Society* (CMS) dan Indonet.

Perkembangan Bursa Efek Jakarta mulai tahun 1998 sampai dengan tahun 2001 dapat diketahui pada tabel 4.2. Tabel 4.2 menunjukkan bahwa selama tahun 1998 hingga tahun 2001 jumlah emiten BEJ bertambah 29 perusahaan atau naik sebesar 9,7%. Begitu juga kapitalisasi pasar meningkat dari Rp 175,7 trilyun menjadi 239,2 trilyun atau meningkat 36,14%. Rata-rata nilai transaksi harian ikut naik dari Rp 403 miliar menjadi Rp 425 miliar atau lebih tinggi 5,46%. Rata-rata volume transaksi harian membengkak pula dari 366 juta saham menjadi 598 juta saham atau melonjak 63,39%.

Tabel 4.2 Perkembangan Variabel – variabel Pasar Modal Pada Bursa Efek Jakarta Tahun 1998 sampai dengan Tahun 2001

Pasar Modal	1998	1999	2000	2001
IHSG	398,038	676,919	416,321	392,036
Jumlah Emiten	288	277	287	316
Emiten baru	6	-	10	29
Kapitalisasi Pasar (triliun Rp)	175,7	451,8	259,6	239,2
Volume Perdagangan (miliar saham)	90,6	178,4	134,5	195,5
Nilai perdagangan (triliun Rp)	99,6	147,8	122,7	138,5
Jumlah transaksi (ribuan)	3506	4549	4592	4773
Rata-rata volume perdagangan harian (juta saham)	366	722	562	598
Rata-rata nilai perdagangan harian (miliar Rp)	403	598	513	425
Rata-rata jumlah transaksi harian	14,195	18,418	19,217	14,642

Sumber : BAPEPAM 2001

Peningkatan ini menunjukkan bahwa kinerja Bursa Efek Jakarta cukup baik, terutama setelah diterapkannya lima program kerja manajemen BEJ. Pertama, pengembangan anggota bursa dengan peningkatan sumber daya manusia atau administrasi anggota bursa, antara lain pelatihan JATS, workshop, perpajakan, sistem *back office*, *margin trading*, asuransi bagi anggota bursa. Kedua, pengembangan keterbukaan emiten. Salah satu program diantaranya adalah mengadakan lokakarya untuk sekretaris perusahaan guna memperlancar komunikasi antara BEJ dan emiten. Ketiga,

pengembangan sistem, perdagangan dan teknologi informasi, dengan modifikasi aplikasi JATS. Keempat, pengembangan pemahaman masyarakat tentang pasar modal. Dengan sasaran ini BEJ bekerja sama dengan beberapa perguruan tinggi mendirikan "Pojok BEJ" dan mendirikan pusat informasi pasar modal di beberapa kota. Kelima, pengembangan intern BEJ dengan terus melakukan peningkatan SDM melalui pelatihan SDM, pelaksanaan reorganisasi dan penerapan sistem otomasi kantor. Tujuannya adalah untuk meningkatkan kualitas kerja dan jasa kepada masyarakat.

4.1.2 Gambaran Umum Pasar Uang di Indonesia

Pelaku pasar uang di Indonesia terdiri atas Bank Indonesia, bank umum, perusahaan dan perorangan. Dalam rangka kontraksi dan ekspansi moneter, Bank Indonesia melakukan Operasi Pasar Terbuka (OPT) di pasar uang melalui penjualan SBI dan pembelian SPBU. Namun Bank Indonesia tidak lagi menggunakan SPBU sebagai instrumen moneter sejak dikeluarkannya ketentuan tentang Penerbitan dan Perdagangan SBI serta Intervensi Rupiah. Selanjutnya untuk keperluan kontraksi atau ekspansi moneter, Bank Indonesia melakukan intervensi rupiah secara langsung di pasar uang antar bank.

Pasar uang Indonesia mulai berkembang pesat sejak deregulasi sektor keuangan tahun 1988. Perkembangan ini antara lain ditandai dengan semakin beragamnya jenis-jenis instrumen yang dibuat untuk diperdagangkan sejalan dengan meningkatnya kebutuhan pasar uang. Instrumen investasi di Indonesia didominasi oleh SBI (Sertifikat Bank Indonesia), promes PUAB (Pasar Uang Antar Bank), CDs (Sertifikat Deposito), dan CPs (Surat Berharga Komersial). Selain itu, dalam jumlah yang lebih kecil terdapat instrumen seperti wesel dan BA (Banker's Acceptance).

Penetapan harga di pasar uang terjadi karena kekuatan pasar. Namun pada prakteknya harga yang terjadi bervariasi, hal ini antara lain dipengaruhi oleh segmentasi pasar dan perbedaan risiko. Penentuan harga SBI dan SPBU, yang merupakan piranti kebijakan moneter dipengaruhi oleh otoritas

moneter. Sejak April 1993 penetapan suku bunga SBI lelang ditetapkan dengan sistem *stop out rate* (SOR) atau sistem target kuantitas. Bila target jumlah yang telah ditetapkan tidak dapat terpenuhi maka pada sore hari Bank Indonesia menjual SBI secara bilateral kepada bank-bank yang dinilai masih kelebihan likuiditas. Sedangkan penetapan suku bunga SPBU lelang menggunakan sistem *cut off rate* (COR), yakni Bank Indonesia menetapkan tingkat suku bunga berdasarkan penawaran tertinggi oleh bank-bank.

Kebijakan di pasar keuangan pada dasarnya ditujukan untuk meningkatkan ketersediaan informasi bagi investor, menciptakan sistem keuangan yang sehat dan meningkatkan efektifitas kebijakan moneter. Dalam situasi pasar uang dalam negeri yang semakin terintegrasi dengan pasar uang luar negeri, dampak positif maupun negatif yang berasal dari luar akan mempengaruhi kondisi sektor keuangan Indonesia. Untuk memanfaatkan peluang terintegrasinya pasar agar dapat diperoleh keuntungan optimal dan meminimalkan kerugian-kerugian yang mungkin timbul telah ditetapkan beberapa kebijakan untuk mempengaruhi perkembangan pasar uang. Kebijakan itu antara lain :

a. Penggunaan SBI dan SPBU sebagai piranti OPT

Sejak kebijakan Juni 1983, pengendalian moneter dilakukan secara tidak langsung, antara lain dengan OPT. sehubungan dengan hal tersebut, maka pada tahun 1984 diperkenalkan SBI dengan tiga tujuan utama, yaitu (i) sebagai instrumen kebijakan moneter, (ii) sebagai instrumen pasar uang, dan (iii) sebagai salah satu alternatif bagi perbankan untuk menanamkan kelebihan dananya. Untuk lebih memasyarakatkan SBI, sejak tanggal 23 Juli 1998 Bank Indonesia telah memperluas peserta lelang SBI, yang tadinya hanya diikuti oleh beberapa bank sebagai *primary dealer*, sekarang dapat diikuti secara langsung oleh semua bank dan para pialang, baik pialang pasar uang maupun pialang pasar modal.

b. Penggunaan Intervensi Rupiah sebagai pengganti SPBU

Sejak tanggal 23 Juli 1998, Bank Indonesia tidak lagi menggunakan SPBU sebagai piranti moneter. Bila diperlukan, Bank Indonesia dapat melakukan intervensi rupiah secara langsung di pasar uang antarbank.

c. Pengembangan Pusat Informasi Pasar Uang (PIPU)

PIPU yang dikembangkan oleh Bank Indonesia sejak tahun 1994 dimaksudkan untuk mendukung tersedianya informasi mengenai harga serta posisi yang ditawarkan dalam PUAB. PIPU dapat diakses oleh semua pelaku pasar uang.

d. Penetapan *Reference Rate*

Sejak tahun 1995, Jakarta Interbank Offered Rate (JIBOR) ditampilkan dalam PIPU sebagai *reference rate* bagi pelaku pasar uang guna mengetahui arah perkembangan suku bunga. JIBOR merupakan rata-rata tertimbang suku bunga dari 24 bank yang dipilih berdasarkan keaktifannya di pasar uang.

e. Sarana Penyelesaian Transaksi

Untuk memperlancar transaksi SBI, diterapkan sarana penyelesaian transaksi secara otomatis tanpa menggunakan kertas (*paperless*) yang dinamakan Bank Indonesia – Sistem Operasi Pasar Terbuka (BI - SOPT).

Secara umum, kinerja bank selama tahun 1998 hingga tahun 2001 menunjukkan kecenderungan yang membaik, walaupun pada beberapa indikator mengalami pertumbuhan yang sedikit melambat. Perbaikan tersebut tercermin pada terus berlangsungnya proses pemulihan fungsi intermediasi perbankan yang ditunjukkan dengan peningkatan penyaluran kredit baru, LDR, rasio kredit terhadap aktiva produktif, dan rasio pendapatan bunga kredit terhadap total pendapatan bunga. Selain itu perbaikan ini terlihat pula dari meningkatnya permodalan dan profitabilitas, serta membaiknya kualitas kredit. Perbaikan kinerja perbankan ini tidak lepas dari membaiknya kondisi

ekonomi makro dan moneter yang tercermin dari menurunnya suku bunga, terkendalinya laju inflasi dan menguatnya nilai tukar rupiah. Perkembangan beberapa indikator kinerja bank selama tahun 1998 sampai dengan tahun 2001 ditunjukkan pada tabel 4.3 di bawah ini.

Tabel 4.3 Perkembangan Indikator Kinerja Bank
Tahun 1998 – 2001

Indikator	1998	1999	2000	2001
Total Asset	895,5	1006,7	1030,5	1099,7
Dana Pihak ketiga	625,3	617,6	699,1	797,4
Kredit	545,5	277,3	320,4	358,6
LDR (%)	72,4	26,2	33,2	33,0
NPL – gross (%)	48,6	32,8	18,8	12,1
NPL – net (%)	34,7	7,3	5,8	3,6
Modal	(129,8)	(41,2)	53,5	62,3
CAR	(15,7)	(8,1)	12,5	20,5
Laba (rugi)				
Sebelum pajak	(178,6)	(75,4)	10,5	13,1
Net Interest Income	(61,2)	(38,6)	22,8	37,8

Sumber : Laporan Tahunan BI

Total aset perbankan mengalami peningkatan sebesar 11,04% pada tahun 1999, 2,3% tahun 2000 dan 6,29% pada tahun 2001. Peningkatan aset ini didorong oleh meningkatnya portofolio kredit yang disalurkan dan portofolio SBI. Dari sisi kepemilikan aset per kelompok bank, kelompok bank BUMN memiliki pangsa terbesar dari total aset perbankan yaitu 46,6%, (516,6 triliun) diikuti oleh kelompok eks BTO sebesar 19,4% (216,2 triliun) dan Bank Kategori A sebesar 11,1% (123,9 triliun).

4.2 Analisis Data

Analisis data dalam penelitian ini terbagi dalam beberapa tahap yaitu perhitungan tingkat pengembalian saham dan deposito berjangka, penghitungan risiko saham dan deposito berjangka, analisa regresi untuk mengetahui pengaruh inflasi dan kurs terhadap tingkat pengembalian pasar saham dan tingkat pengembalian deposito berjangka, uji asumsi klasik regresi serta pengujian hipotesis.

4.2.1 Perhitungan Tingkat Pengembalian

4.2.1.1 Perhitungan Tingkat Pengembalian Pasar Saham

Tingkat pengembalian pasar saham (*market return*) dihitung melalui Indeks Harga Saham (IHSG) yang merupakan cerminan harga dari seluruh saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Tabel 4.4 menunjukkan rata-rata tingkat pengembalian pasar saham tahun 1998 sampai tahun 2001.

Tabel 4.4 Rata-rata Tingkat Pengembalian Pasar Saham Tahun 1998 – 2001

Tahun	Rata-rata Tingkat Pengembalian (%)
1998	0,4937595
1999	0,517817
2000	0,513097
2001	0,492352

Sumber : Lampiran 3

Hasil perhitungan menunjukkan bahwa selama tahun 1998 hingga tahun 2001, tingkat pengembalian saham relatif stabil dengan rata-rata tingkat pengembalian sebesar 0,50%.

4.2.1.2 Perhitungan Tingkat Pengembalian Deposito Berjangka

Deposito berjangka merupakan salah satu instrumen pasar uang yang memiliki tingkat pengembalian yang tetap. Deposito berjangka memiliki berbagai macam maturitas sehingga memiliki tingkat pengembalian yang berbeda-beda sesuai dengan maturitasnya. Tabel 4.5 menyajikan rata-rata tingkat pengembalian deposito berjangka pertahun.

Tabel 4.5 Rata-rata Tingkat Pengembalian Deposito Berjangka Tahun 1998 – 2001

Tahun	Rata-rata Tingkat Pengembalian (%)
1998	29,76667
1999	23,83333
2000	13,3
2001	15,3

Sumber : Lampiran 4

Deposito berjangka memiliki tingkat pengembalian yang fluktuatif selama tahun 1998 – 2001 yang ditunjukkan pada tabel di atas.

4.2.2 Perhitungan Risiko

Risiko dihitung melalui pengukuran dispersi atau penyimpangan yang terjadi di sekitar pengembalian yang diharapkan.

Tabel 4.6 Hasil Perhitungan Standar Deviasi Tingkat Pengembalian Pasar Saham dan Deposito Berjangka Tahun 1998 – 2001

Tahun	Standar Deviasi (%)	
	Pasar saham	Deposito Berjangka
1998	0,01858	6,757532
1999	0,018671	6,163136
2000	0,015494	0,779277
2001	0,005987	1,014441

Sumber : Lampiran 3 dan 4

Dalam tabel 4.9 disajikan risiko pasar saham dan risiko deposito berjangka. Hasil penelitian yang diperoleh menunjukkan bahwa tingkat risiko investasi saham lebih rendah dari tingkat risiko pada deposito berjangka. Rata-rata tingkat risiko deposito sebesar 3,68% dari tahun 1998 sampai dengan 2001, lebih besar dibandingkan risiko investasi dalam pasar saham yaitu 0,014%.

4.2.3 Analisis Regresi Pengaruh Inflasi dan Kurs Terhadap Tingkat Pengembalian Saham dan Deposito

Penghitungan regresi dilakukan untuk mengetahui ada atau tidaknya korelasi antara inflasi dan kurs terhadap saham dalam rupiah maupun dolar dan korelasi antara inflasi dan kurs terhadap tingkat pengembalian deposito.

Tabel 4.7 Hasil Penghitungan Korelasi Inflasi dan Kurs terhadap Tingkat Pengembalian Pasar Saham dan Deposito Berjangka selama tahun 1998 – 2001

		SAHAM	DEPOSITO
Pearson Correlation	INFLASI	-0,451	0,363
	KURS	-0,510	0,074
R		0,538	0,525
R Square		0,289	0,275
ANOVA	F	9,162	8,542
	Sig.	0,000	0,001

Sumber Lampiran 5,6

Tabel 4.7 menyajikan hasil penghitungan korelasi yang dilakukan. Dari tabel dapat diketahui bahwa nilai korelasi antara tingkat pengembalian pasar saham dengan inflasi yaitu -0,451 artinya ada korelasi negatif antara saham dan inflasi. Korelasi antara tingkat pengembalian pasar saham dengan kurs ditunjukkan nilai korelasi -0,510. Nilai negatif berarti terjadi korelasi negatif antara kurs dan tingkat pengembalian pasar saham. Nilai R square bernilai 0,538 dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05 (0,000) berarti bahwa model regresi ini dapat digunakan sebagai prediktor pengaruh tingkat inflasi dan kurs terhadap tingkat pengembalian saham.

Nilai korelasi antara tingkat pengembalian deposito berjangka dengan inflasi adalah 0,363 (36,3%) menunjukkan adanya korelasi yang cukup kuat antara inflasi dan tingkat pengembalian deposito berjangka. Kurs juga memiliki korelasi dengan tingkat pengembalian deposito berjangka yang ditunjukkan oleh nilai korelasinya sebesar 0,074 (7,4%). Pengaruh inflasi dan kurs secara simultan ditunjukkan oleh nilai R square sebesar 0,275 atau 27,5%, yang berarti 27,5% perubahan tingkat pengembalian deposito berjangka dipengaruhi oleh inflasi dan kurs dan sisanya 72,5% dipengaruhi oleh faktor lain.

4.2.4 Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi merupakan koefisien yang menunjukkan apakah variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen. Pada tabel 4.8

disajikan nilai adjusted R square antara variabel dependen dan variabel independen.

Tabel 4.8 Hasil Perhitungan Adjusted R Square

Variabel Independen	Variabel Dependen	Adjusted R Square
Inflasi dan Kurs	Saham	0,258
	Deposito	0,243

Sumber: Lampiran 5, 6

Nilai R square 0,258 antara inflasi dan kurs dengan saham berarti bahwa inflasi dan kurs mampu menjelaskan perubahan tingkat pengembalian saham sebesar 25,8% dan sisanya 74,2% dijelaskan oleh faktor lain. Apabila nilai R square semakin mendekati 1 berarti bahwa kemampuan variabel independen untuk menjelaskan variabel dependen sangat kuat.

4.2.5 Uji Asumsi Klasik Regresi

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui model regresi berganda yang dibuat dapat digunakan sebagai penaksir yang efisien. Hasil uji asumsi klasik yang diterapkan pada model regresi yang diperoleh adalah :

1. Uji Kenormalan data

Pengujian ini dilakukan untuk menguji normal tidaknya sebuah distribusi data. Uji normalitas pada penelitian ini dilakukan dengan uji Kolmogorov – Smirnov pada program SPSS versi 10.0. Pada uji ini pengambilan keputusan didasarkan pada nilai signifikansi. Hasil uji Kolmogorov – Smirnov pada lampiran 7 menunjukkan bahwa angka signifikansi dari semua variabel yang diteliti adalah lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditetapkan (0,05) maka distribusi variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah normal.

2. Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas dilakukan dengan melihat perubahan dari nilai koefisien variabel untuk setiap interaksi penambahan variabel ataupun

pengurangan variabel dari model regresi yang ada. Jika pada penambahan variabel, terjadi perubahan nilai koefisien maka identifikasi adanya suatu multikolinearitas terjadi. Multikolinearitas dapat juga dilihat dari nilai toleransi dan VIP (*Variation Inflation Factor*) dimana multikolinearitas terjadi jika nilai VIF mendekati 10 atau toleransi mendekati 0,1, dalam hal ini VIF merupakan kebalikan dari toleransi. Nilai VIF dan toleransi yang ada pada lampiran 5 dan 6 menunjukkan bahwa berdasarkan kriteria yang ada tidak terjadi multikolinearitas.

3. Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi dilakukan dengan menggunakan uji Durbin-Watson dengan derajat kepercayaan sebesar 95%. Uji ini dilakukan pada semua variabel independen. Dari tabel uji Durbin-Watson didapatkan nilai d_L dan nilai d_U dari model regresi sebagaimana ditunjukkan dalam tabel 4.9

Tabel 4.9 Hasil Uji Durbin-Watson

n	k	d_L	d_U	d_{hitung}	$4-d_U$	$4-d_L$	Kesimpulan
48	2	1,57	1,70	1,622	2,30	2,43	Ho diterima

Sumber : lampiran 5, 6,

Hasil uji autokorelasi menunjukkan bahwa nilai d memenuhi kriteria $d_U < d < 4 - d_U$, dengan kesimpulan Ho diterima sehingga model telah memenuhi asumsi tidak adanya autokorelasi.

4. Uji Heterokedastisitas

Untuk uji homoskedastisitas digunakan uji *chi-square* dari masing-masing variabel dimana taraf signifikansi dicapai apabila nilai $CS_{hitung} < CS_{tabel}$ untuk derajat kepercayaan 95% dengan nilai $\alpha = 5\%$. Hasil uji *chi-square* pada lampiran 8 menunjukkan bahwa asumsi homoskedastisitas dipenuhi oleh model regresi dengan nilai tabel $CS = 7,8147$ dimana dari hasil pengujian diketahui nilai $CS_{hitung} < CS_{tabel}$.

4.2.6 Pengujian Hipotesis

Untuk menguji pengaruh inflasi dan kurs terhadap tingkat pengembalian pasar saham dan deposito berjangka secara parsial digunakan uji t. Uji F digunakan untuk menguji pengaruh inflasi dan kurs terhadap tingkat pengembalian pasar saham dan deposito berjangka secara simultan.

1. Hasil Analisis Uji t

Hasil perhitungan uji t ditunjukkan dalam tabel di bawah ini:

Tabel 4.10 Hasil Perhitungan Uji t
Pengaruh inflasi dan Kurs secara Parsial terhadap Saham dan Deposito Berjangka

KOEFSIEN REGRESI	SAHAM			DEPOSITO		
		t	sig		t	sig
KONSTAN	0,547	36,294	0,001	4,700	0,725	0,4725
INFLASI	-8,43E-04	-1,370	0,177	1,073	4,092	0,000
KURS	-4,26E-06	-2,335	0,024	2,339E-03	2,986	0,005

Sumber Lampiran 5,6

Uji t dilakukan untuk menguji ada tidaknya pengaruh inflasi dan kurs terhadap tingkat pengembalian pasar saham dan tingkat pengembalian deposito berjangka secara parsial. Berdasarkan tabel 4.12 dapat dilihat t_{hitung} dari masing-masing variabel, sedangkan t_{tabel} untuk uji dua sisi adalah sebesar 2,01. Syarat untuk menerima atau menolak hipotesis adalah apabila : $t_{hitung} < t_{tabel}$ berarti H_0 diterima dan H_1 ditolak dan $t_{hitung} > t_{tabel}$ berarti H_0 ditolak dan H_1 diterima.

Hasil uji t diperoleh nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima. Artinya secara parsial inflasi dan kurs berpengaruh terhadap tingkat pengembalian pasar saham dan tingkat pengembalian deposito berjangka.

2. Hasil Analisis Uji F

Hasil analisis uji F melalui program Spss dapat dilihat pada tabel 4.11. Nilai F_{hitung} dari hasil analisis pengaruh inflasi dan kurs terhadap tingkat pengembalian pasar saham sebesar 9,162. Dari tabel F diperoleh nilai F sebesar 4,05 sehingga $F_{hitung} > F_{tabel}$ berarti secara simultan inflasi dan kurs berpengaruh terhadap tingkat pengembalian pasar saham.

Tabel 4.11 Hasil Perhitungan Uji F
Pengaruh Inflasi dan Kurs secara Simultan terhadap Tingkat Pengembalian
Pasar Saham dan Deposito Berjangka selama tahun 1998 – 2001

		SAHAM	DEPOSITO
ANOVA	F	9,162	8,542
	Sig.	0,000	0,001

Sumber Lampiran 5,6

Nilai F_{hitung} sebesar 8,542 ditunjukkan dari hasil analisa uji F pengaruh inflasi dan kurs terhadap deposito berjangka dengan tingkat signifikansi 0,001. Nilai F_{hitung} (8,542) > F_{tabel} (4,05) berarti secara simultan inflasi dan kurs berpengaruh terhadap tingkat pengembalian deposito berjangka.

4.3 Pembahasan

Hasil analisis menunjukkan bahwa tingkat pengembalian deposito berjangka lebih tinggi dari tingkat pengembalian pada saham. Pada tahun 1998 tingkat pengembalian saham hanya 0,49%, lebih kecil dibandingkan dengan tingkat pengembalian deposito berjangka pada tahun yang sama yaitu 29,76%. Dari rata-rata tingkat pengembalian selama tahun 1998 sampai dengan tahun 2001 yang ditunjukkan pada tabel 4.4 dan 4.5 juga dapat dilihat bahwa rata-rata tingkat pengembalian deposito berjangka lebih besar dari tingkat pengembalian pasar saham.

Perbedaan tingkat pengembalian yang cukup besar ini dipengaruhi oleh kebijakan-kebijakan pemerintah yang diambil untuk memperbaiki perekonomian Indonesia. Pada tahun 1997, terjadi krisis moneter yang salah satu akibatnya adalah tingginya inflasi dan depresiasi rupiah. Untuk mengatasi inflasi pemerintah mengeluarkan beberapa kebijakan moneter. Salah satunya adalah *Tight Money Policy*, dengan kebijakan moneter utama SBI, yang suku bunganya mencapai 30% per tahun, suku bunga deposito langsung melesat hingga 40% per tahun pada tahun 1998.

Hasil analisis ini berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh Manurung (1994) yang menyatakan bahwa tingkat pengembalian saham lebih tinggi dibandingkan tingkat pengembalian deposito. Perbedaan hasil

penelitian ini dapat disebabkan oleh perbedaan periode penelitian dan rentang waktu penelitian.

Perhitungan risiko melalui dispersi tingkat pengembalian menunjukkan bahwa risiko deposito lebih besar dari risiko investasi pada pasar saham seperti yang ditunjukkan pada tabel 4.6. Hasil yang diperoleh dalam perhitungan ini ternyata berlawanan dengan penelitian Manurung (1994). Menurut penelitian yang dilakukan Manurung (1994) risiko investasi pada deposito lebih kecil dari risiko investasi pada saham. Hal ini dapat disebabkan pada periode penelitian yakni tahun 1998 sampai dengan tahun 2001 perekonomian Indonesia dalam keadaan tidak stabil dimana perubahan-perubahan yang terjadi dalam pasar keuangan tidak dapat diprediksikan. Dapat juga disebabkan oleh faktor-faktor lain di luar perekonomian yang ditanggapi secara berlebihan oleh pelaku pasar keuangan di Indonesia.

Analisis regresi menunjukkan hasil bahwa inflasi dan kurs berpengaruh secara simultan maupun parsial terhadap tingkat pengembalian pasar saham, begitu pula dengan analisis regresi pengaruh antara inflasi dan kurs terhadap tingkat pengembalian deposito berjangka menunjukkan bahwa secara simultan dan parsial tingkat inflasi dan kurs mempengaruhi tingkat pengembalian deposito berjangka. Hasil yang diperoleh ini mendukung penelitian Manurung (1994) yang menyatakan bahwa inflasi dan kurs mempengaruhi tingkat pengembalian saham dan tingkat pengembalian deposito berjangka.

V. SIMPULAN DAN SARAN



5.1 Simpulan

Penelitian yang dilakukan di pasar keuangan Indonesia dengan periode evaluasi tahun 1998 hingga tahun 2001 ini menunjukkan hasil yang berbeda dari penelitian-penelitian terdahulu baik yang meneliti pasar Keuangan Indonesia maupun penelitian yang mengamati pasar keuangan asing.

Hasil penelitian ini dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Tingkat pengembalian saham lebih kecil dibandingkan dengan tingkat pengembalian deposito berjangka selama periode penelitian. Rata-rata tingkat pengembalian saham sebesar 0,5%, sedangkan rata-rata tingkat rata-rata tingkat pengembalian deposito berjangka sebesar 20,55%. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pada tahun 1998 hingga tahun 2001 investasi pada deposito berjangka lebih menguntungkan dibandingkan dengan investasi pada pasar saham.
2. Perhitungan risiko menunjukkan bahwa saham memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan deposito berjangka.
3. Hasil uji t menunjukkan bahwa inflasi dan kurs secara parsial berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham dan tingkat pengembalian deposito berjangka. Hasil uji F juga menunjukkan bahwa inflasi dan kurs secara simultan berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham dan deposito berjangka.

5.2 Saran

1. Pemerintah diharapkan dapat mempertahankan stabilitas ekonomi dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, terutama di bidang moneter dalam jangka panjang sehingga iklim investasi yang kondusif dapat terwujud

2. Perlu adanya deregulasi pemerintah yang menyeluruh terutama dalam menekan tingkat inflasi agar dapat lebih rendah sehingga iklim investasi dalam jangka panjang dapat lebih terjamin
3. Perlunya penyesuaian tingkat bunga deposito maupun tingkat bunga kredit dengan kondisi lingkungan eksternal yang terjadi saat itu
4. Bagi investor maupun calon investor yang akan melakukan investasi di pasar modal agar mempertimbangkan nilai tukar dan tingkat inflasi, karena variabel ini berpengaruh pada tingkat pengembalian investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Arief, Sritua. 1996. *Teori Ekonomi Mikro dan Makro Lanjutan*. Rajawali Pers. Jakarta
- Fabozzi, Frank J. 1999. *Manajemen Investasi*. Salemba 4. Edisi Indonesia, Buku 1. Jakarta.
- Husnan, Suad. 1996. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Ke-II. UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Indikator Ekonomi*, Laporan Tahunan, BPS 1999
- Indikator Ekonomi*, Laporan Tahunan, BPS 2000
- Indikator Ekonomi*, Laporan Tahunan, BPS 2001
- Indikator Ekonomi*, Laporan Tahunan, BPS 2002
- Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFY Yogyakarta. Yogyakarta.
- Khoury, Sarkis J. 1983. *Investment Management, Theory and Application*. Mac millan Publishing Co.,Inc. New York.
- Koetin, E.A. 1997. *Pasar Modal Indonesia*. Pustaka Sinar Harapan. Jakarta.
- Laporan Tahunan Bank Indonesia*, Tahun 1999
- Laporan Tahunan Bank Indonesia*, Tahun 2000
- Laporan Tahunan Bank Indonesia*, Tahun 2001
- Laporan Tahunan Bank Indonesia*, Tahun 2002
- Levi, Maurice D. 1996. *International Finance*. Buku 1. Edisi Bahasa Indonesia. Alih bahasa Handoyo Prasetyo. Yogyakarta : ANDI
- Manurung, Adler. 1994. *Rates of Return on Stock, Inflation and Money Market Return*. The Indonesian Journal of Accounting and Business Society.
- Nurdin, Djayani. 1999. "Resiko Investasi pada Saham Properti di Bursa Efek Jakarta" dalam *Usahawan* no.03 Th XXVIII Maret 1999.
- Profil Pasar Keuangan Indonesia*. Bank Indonesia, 1998
- Samuelson, Paul A. 1997. *Makro-ekonomi*. Edisi Ke-14. Erlangga. Jakarta.
- Sartono, Agus. 1998. *Manajemen Keuangan*. Edisi 3. BPFY Yogyakarta.
- Sharpe, William F. 1997. *Investasi*. Edisi Bahasa Indonesia. PT Prehalindo. Jakarta.

Sunariyah. 1998. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Cetakan Pertama. UPP AMP YKPN. Yogyakarta.

Tambunan, T.TH. 1995. *Perekonomian Indonesia*. Ghalia Indonesia. Jakarta.

Van Horne, James C., and Wackowics Jr, John M., 1997, *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, Buku Satu, Edisi Indonesia, di Indonesiakan oleh Heru Sutojo, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.

