

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

2.1. Tinjauan Pustaka

Dalam tinjauan pustaka akan diuraikan tentang investasi, tingkat suku bunga, suku bunga *overnight*, suku bunga *The Fed*, nilai tukar rupiah, pendekatan asset, bank, saham, pendekatan *Markowitz*, pendekatan keseimbangan portofolio dan teori ekspektasi rasional.

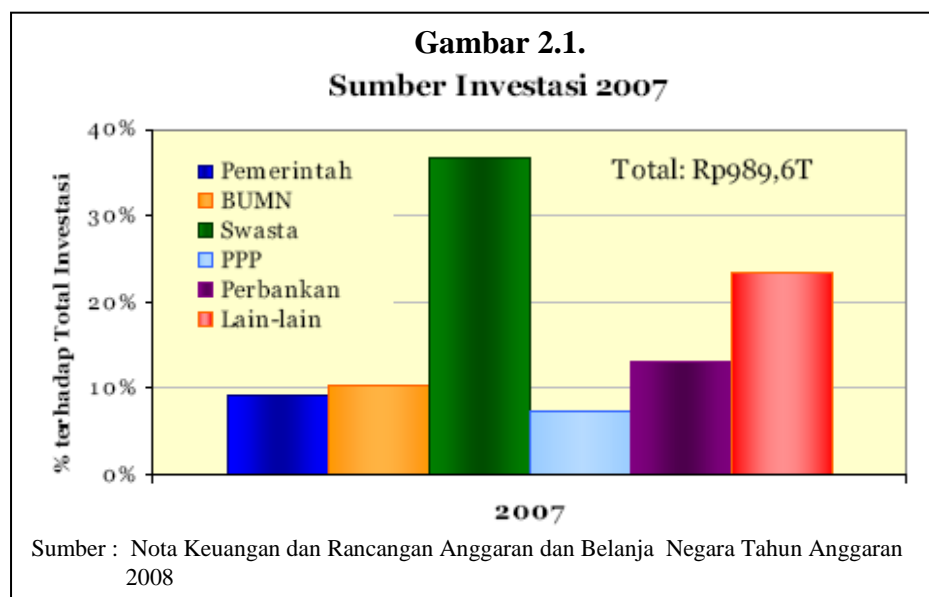
1.1.1. Investasi

Investasi merupakan penanaman sejumlah dana dalam bentuk uang ataupun barang yang diharapkan akan memberikan hasil yang lebih dikemudian hari. Investasi dalam bentuk surat berharga (sekuritas) biasanya dapat dilakukan melalui pasar uang atau pasar modal. Tujuan investor berinvestasi di pasar modal pada umumnya mengharapkan tingkat keuntungan. Tingkat keuntungan yang diperoleh di pasar modal dalam bentuk surat berharga khususnya saham lebih besar dibandingkan tingkat keuntungan di pasar uang yang ditanamkan dalam bentuk deposito.

Penanaman dana dalam saham dimaksudkan untuk memperoleh pendapatan (*earning*) dinamakan *investment* portofolio. *Investment* portofolio tidak dapat ditarik sebelum tanggal jatuh tempo (*maturity*), atau dijual untuk memperoleh keuntungan kurs. Dengan adanya investasi portofolio, maka terdapat diversifikasi *earning assets* yang dimaksudkan untuk mengoptimalkan *return* dan meminimalkan *risk*.

Dalam triwulan I-2007, pertumbuhan tahunan investasi mencapai 7,5 persen, jauh lebih tinggi dibandingkan periode yang sama tahun 2006. Dengan pencapaian tersebut, pertumbuhan investasi tahun 2007 mencapai sekitar 12,3 persen. Peningkatan ini didorong oleh pertumbuhan investasi pemerintah dan swasta sejalan dengan meningkatnya realisasi belanja modal pemerintah dan semakin kuatnya ekspektasi terhadap prospek peningkatan perekonomian ke depan serta cenderung menurunnya suku bunga perbankan. Dengan nilai investasi yang mencapai Rp 989,6 triliun dalam tahun 2007, proporsi investasi pemerintah sekitar 9,2 persen, sedangkan sisanya bersumber dari kegiatan investasi swasta murni (36,8 persen), perbankan (12,9 persen), BUMN (10,4 persen), dan kegiatan investasi dalam rangka PPPs (7,4 persen) serta sumber investasi lainnya (23,4 persen).

Pertumbuhan ekspor barang dan jasa pada triwulan I-2007, sebesar 8,95 persen dan tahun 2007 mencapai 9,9 persen, meskipun pertumbuhan volume perdagangan dunia menurun. Peningkatan ekspor dalam tahun 2007 bersumber dari ekspor hasil pertanian, pertambangan dan industri manufaktur seperti tekstil dan produk tekstil serta alat-alat listrik. Dalam pada itu, kegiatan impor barang dan jasa kembali meningkat sekitar 14,2 persen, sehubungan dengan meningkatnya kegiatan perekonomian dan relatif stabilnya nilai tukar rupiah. Pertumbuhan tahunan investasi pada tahun 2007 dapat dilihat dalam gambar 2.1.



2.1.2. Tingkat Suku Bunga

2.1.2.1. Pengertian Tingkat Suku Bunga

Tingkat suku bunga (*interest rate*) menurut *Samuelson* dan *Nordhaus* (1995) adalah sebagai berikut :

"The interest rate is the amount of interest paid per unit of time. In other words, people must pay for the opportunity to borrow money. The cost of borrowing money, measured in dollar per year per dollar borrowed, is the interest rate". (suku bunga adalah biaya untuk meminjam uang, diukur dalam dolar per tahun untuk setiap dolar yang dipinjam).

Sedangkan menurut *Bernstein* dan *Wild* (1998):

"Interest is composition for use money. It is the excess cah paid or collected beyond the money (peicipal) borrowed or loaned".

Penentuan tingkat bunga haruslah memperhatikan tingkat inflasi yang terjadi. Hal ini diungkapkan oleh *Fisher* dalam *Mankiw* (2003) bahwa tingkat bunga nominal akan berubah karena dua alasan yaitu karena tingkat bunga riil berubah atau karena tingkat inflasi berubah jadi tingkat bunga nominal besarnya adalah penjumlahan dari tingkat bunga riil ditambah tingkat inflasi.

Tingkat bunga nominal yang terdiri dari tingkat inflasi plus tingkat bunga riil dinyatakan pula oleh *Taylor* (1998) :

“Real interest rate is the interest rate minus the expected rate of inflation, it adjust the nominal interest rate for inflation. Nominal interest rate is the interest rate uncorrected for inflation”.

Menurut *Wardane* (2003) dalam Amos Amoroso Avonti dan Hudi Prawoto (2004), suku bunga adalah pembayaran yang dilakukan untuk penggunaan uang. Suku bunga adalah jumlah bunga yang harus dibayar per unit waktu. Dengan kata lain, masyarakat harus membayar peluang untuk meminjam uang.

Menurut *Keynes*, dalam *Wardane* (2003), tingkat bunga ditentukan oleh permintaan dan penawaran akan uang (ditentukan dalam pasar uang). Perubahan tingkat suku bunga selanjutnya akan mempengaruhi keinginan untuk mengadakan investasi, misalnya pada surat berharga, dimana harga dapat naik

atau turun tergantung pada tingkat bunga (bila tingkat bunga naik maka surat berharga turun dan sebaliknya), sehingga ada kemungkinan pemegang surat berharga akan menderita *capital loss* atau *gain*.

Suku bunga dibedakan menjadi dua, yaitu:

1. Suku bunga nominal adalah suku bunga dalam nilai uang. Suku bunga ini merupakan nilai yang dapat dibaca secara umum. Suku bunga ini menunjukkan sejumlah rupiah untuk setiap satu rupiah yang diinvestasikan.
2. Suku bunga riil adalah suku bunga yang telah mengalami koreksi akibat inflasi dan didefinisikan sebagai suku bunga nominal dikurangi laju inflasi.

2.1.2.2. Unsur-unsur dalam tingkat suku bunga

1. Syarat jatuh tempo

Berbagai pinjaman mempunyai syarat atau jatuh tempo. Pinjaman terpendek adalah pinjaman satu malam. Surat-surat berharga jangka pendek biasanya mempunyai periode sampai dengan satu tahun. Surat-surat berharga jangka panjang umumnya memberikan suku bunga yang lebih tinggi dibandingkan dengan jangka pendek.

2. Risiko

Ada pinjaman yang pada hakikatnya tidak mempunyai risiko, sementara lainnya sangat bersifat spekulatif. Obligasi-

obligasi dan tagihan-tagihan pemerintah didukung dengan penuh kepercayaan, oleh kredit dan kekuatan pajak dari pemerintah. Unsur-unsur ini dapat dipercaya karena bunga pinjaman pemerintah akan benar-benar dibayar. Risiko menengah terdapat pada pinjaman atas kredit-kredit perusahaan yang kondisinya baik. Sedangkan investasi yang berisiko mempunyai peluang gagal atau tidak dibayar yang sangat tinggi termasuk investasi pada perusahaan yang hampir bangkrut.

3. Likuiditas

Aktiva akan disebut “likuid“ apabila dapat ditukarkan dengan kas secara cepat dan hanya menimbulkan kerugian nilai yang sedikit. Sebagian besar surat berharga, termasuk saham biasa, obligasi perusahaan dan pemerintah, dapat diukur dengan kas secara cepat mendekati nilai sekarang. Aktiva-aktiva tidak likuid termasuk aktiva-aktiva unik yang tidak mempunyai pasar yang berkembang baik.

4. Biaya-biaya administrasi, waktu serta ketelitian yang diperlukan untuk administrasi berbagai jenis pinjaman, sangatlah berbeda. Pinjaman dengan biaya administrasi yang tinggi akan mempunyai bunga 5 sampai 10 persen per tahun lebih besar dari tingkat bunga lainnya.

Tingkat suku bunga bank merupakan salah satu indikator moneter yang mempunyai dampak dalam berbagai kegiatan perekonomian, antara lain:

- a) Tingkat suku bunga akan mempengaruhi keputusan melakukan investasi yang pada akhirnya akan mempengaruhi tingkat pertumbuhan ekonomi.
- b) Tingkat suku bunga juga akan mempengaruhi pengambilan keputusan pemilik modal, apakah akan berinvestasi pada *real asset* atau pada *financial asset*.
- c) Tingkat suku bunga akan mempengaruhi kelangsungan usaha pihak bank dan lembaga keuangan lainnya.
- d) Tingkat suku bunga dapat mempengaruhi volume uang beredar.

Masing-masing dampak penetapan suku bunga saling terkait dan saling mempengaruhi satu sama lain. Pihak-pihak yang terlibat dalam hal ini adalah pihak investor, deposan/pemilik dana, perbankan, dan otoritas moneter yang diwakili oleh Bank Sentral.

Untuk memperkirakan besarnya tingkat bunga yang akan terjadi di masa yang akan datang merupakan suatu proses yang rumit. Hal ini disebabkan oleh banyaknya faktor yang mempengaruhi besarnya tingkat bunga, seperti perkembangan

ekonomi dan kebijakan pemerintah baik dari segi kebijakan fiskal maupun dari segi kebijakan moneter.

Dalam negara yang menganut mekanisme pasar, tingkat bunga merupakan salah satu alat kendali terpenting guna mempengaruhi jalannya proses perekonomian. Sejak tahun 1983, otoritas moneter menetapkan bahwa besarnya suku bunga diserahkan kepada mekanisme pasar dan menetapkan pengendalian tingkat bunga dilaksanakan secara tidak langsung melalui suatu sistem berdasarkan mekanisme pasar. Namun hasil mekanisme sistem tersebut tidak dapat berjalan sebagaimana yang diharapkan karena adanya karakteristik khusus.

2.1.2.3. Peran tingkat suku bunga dalam perekonomian

Tingkat suku bunga mempunyai peran penting atau fungsi dalam perekonomian, yaitu:

- a) Menjamin tabungan akan mengalir ke dalam investasi untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi.
- b) Menjatahkan penawaran kredit kepada proyek investasi dengan harapan penghasilan paling tinggi.
- c) Membawa penawaran uang ke dalam keseimbangan dengan kebutuhan uang masyarakat.
- d) Merupakan alat kebijakan pemerintah yang penting untuk mempengaruhi volume tabungan dan investasi. Jika pertumbuhan ekonomi berjalan lambat dan pengangguran

meningkat, pemerintah menggunakan kebijakan moneter untuk menurunkan tingkat bunga, serta untuk merangsang peminjaman dan investasi.

1.1.2.4. Faktor yang mempengaruhi tingkat suku bunga suatu sekuritas

Ada berbagai faktor yang mempengaruhi tingkat bunga atas suatu sekuritas atau pinjaman yang menyebabkan tingkat bunga sekuritas berbeda-beda satu sama lainnya. Faktor-faktor tersebut, antara lain:

- a) harapan akan inflasi,
- b) jatuh tempo sekuritas atau kredit,
- c) keberadaan risiko pada peminjaman,
- d) risiko tentang penarikan sekuritas sebelum jatuh tempo,
- e) kemampuan pemasaran,
- f) pajak, dan
- g) *security convertibility*.

Tingkat suku bunga terlalu tinggi akan mempengaruhi nilai sekarang (*present value*) aliran kas perusahaan, sehingga pihak investor tidak tertarik lagi pada kesempatan-kesempatan investasi yang ada. Tingkat bunga tinggi juga akan meningkatkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan. Disamping itu tingkat bunga yang tinggi juga akan

menyebabkan *return* yang disyaratkan investor dari suatu investasi akan meningkat.

Perubahan tingkat suku bunga dapat mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi. Perubahan tingkat suku bunga akan mempengaruhi harga saham secara terbalik, *ceteris paribus*. Artinya jika suku bunga meningkat, maka harga saham akan turun, *ceteris paribus*. Demikian juga sebaliknya, jika suku bunga turun, harga saham naik.

2.1.3. Suku bunga *Overnight*

Bank Indonesia (BI) mempunyai rencana mewacanakan pergantian instrumen suku bunga acuan (*BI Rate*) menjadi suku bunga *overnight*. Direktur Perencanaan Strategis dan Hubungan Masyarakat BI saat itu Budi Mulya mengatakan, rencana penggeseran suku bunga tersebut merupakan salah satu langkah BI dalam upaya penyempurnaan sistem moneter Indonesia. Hal ini dimaksudkan agar suku bunga yang berlaku sifatnya *short term*. Dengan adanya penyempurnaan kebijakan moneter tersebut, salah satunya dengan perubahan suku bunga acuan, akan berdampak baik bagi kondisi finansial dalam negeri.

Upaya BI dalam menyempurnakan kebijakan moneter, secara umum dapat dikatakan agar mempunyai dampak lebih baik terhadap pasar uang. Seperti yang direncanakan sebelumnya oleh BI, wacana

perubahan suku bunga *BI Rate* menjadi *overnight* sebenarnya dimaksudkan untuk mengurangi kekakuan *benchmark* suku bunga.

Sebelumnya, Gubernur BI pada saat itu Burhanuddin Abdullah mengatakan, Bank Indonesia menginginkan operasi moneter dapat menggunakan *benchmark* yang digunakan negara lain. Selama ini, BI hanya menggunakan referensi berupa *BI Rate*. "*Reference* dari *BI Rate* masih terlalu kaku." Menurutnya, BI pada saat sekarang sedang mencoba mencari berbagai kemungkinan dalam pelaksanaan operasi moneter.

Deputi Gubernur Senior BI saat itu yaitu Miranda Swaray Goeltom juga menjelaskan, pihaknya masih akan mencermati perkembangan tingkat inflasi untuk mengetahui bagaimana kebijakan BI dalam menentukan suku bunga. Suku bunga BI bukan didasarkan pada inflasi masa lalu, tapi pada ekspektasi dan tekanan inflasi perkiraan di masa yang akan datang.

Tekanan inflasi akibat kenaikan harga bahan bakar minyak atau BBM bersubsidi pada akhir Mei 2008 telah mendorong Bank Indonesia menaikkan suku bunga acuan atau *BI Rate* hingga mencapai 9,25 persen pada September 2008. Kenaikan *BI Rate* terjadi di tengah kondisi likuiditas keuangan yang sudah ketat. Sepanjang tahun 2008, ditengarai sistem keuangan negeri ini mengalami kekeringan likuiditas lebih cepat daripada yang diperkirakan sebelumnya. Penurunan jumlah *outstanding* Sertifikat Bank Indonesia (SBI) yang dipegang oleh perbankan,

berdasarkan data terakhir, sejak awal tahun 2008 sampai dengan Juni 2008 dapat menjadi indikator terjadinya kondisi di atas. Pada Januari 2008, jumlah *outstanding* SBI yang dipegang oleh kalangan perbankan masih berada di kisaran Rp 230 triliun. Jumlah ini terus turun pada bulan-bulan berikutnya dan pada bulan Juni 2008 jumlahnya menjadi sekitar Rp 113 triliun. Perbankan melakukan pencairan dana yang tersimpan dalam bentuk SBI untuk menutup kebutuhan likuiditasnya yang terus meningkat.

Banyak bank yang menawarkan deposito rupiah berjangka dengan suku bunga tinggi, lebih tinggi dari *BI Rate* dan suku bunga penjaminan. Hal ini dilakukan perbankan untuk mempertahankan dana rupiah pihak ketiga di bank yang bersangkutan. Selain itu juga, peningkatan suku bunga pinjaman rupiah harian antarbank (*interbank overnight call money rate/overnight rate*). Pergerakan *overnight rate* yang cenderung naik menunjukkan terjadinya peningkatan kebutuhan likuiditas untuk operasional harian perbankan.

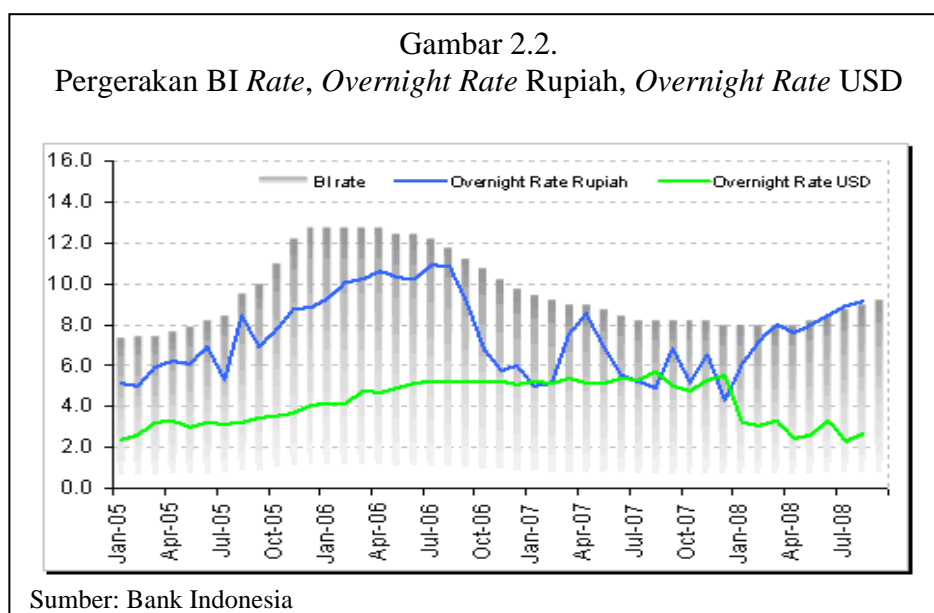
Seiring dengan ketatnya likuiditas tersebut, masing-masing bank akan memilih menjaga ketersediaan uang untuk menopang kebutuhannya. Peminjaman uang ke bank lain, seandainya dilakukan akan disertai dengan bunga yang tinggi.

Data historis rata-rata bulanan *overnight rate* menunjukkan bahwa pada waktu-waktu tertentu sistem keuangan Indonesia mengalami kekeringan likuiditas. Hal tersebut bahkan juga terjadi saat suku bunga

acuan berada pada *level* yang relatif rendah. Misalnya, pada rentang bulan Januari-April 2007, meskipun *BI Rate* stabil di kisaran 9 persen (dan masih cenderung bergerak turun), rata-rata *overnight rate* merangkak naik, yakni mulai dari kisaran 5 persen pada bulan Januari menjadi 8,53 persen pada bulan April 2007.

Sejak akhir tahun 2007 hingga pertengahan tahun 2008, terjadi kenaikan *overnight rate* secara signifikan. Pada bulan Desember 2007, rata-rata *overnight rate* "baru" mencapai 4,3 persen. Rata-rata *overnight rate* mulai naik secara signifikan pada bulan Januari 2008 ke *level* 6,0 persen. Kenaikan ini terus berlangsung, pada bulan Maret 2008 rata-rata *overnight rate* mencapai 8,0 persen.

Sejalan dengan kebijakan BI yang menyamakan target *overnight rate* dengan *BI Rate*, rata - rata *overnight rate* kembali bergerak naik dan pada bulan Juli 2008 mencapai 8,9 persen. Seperti yang terlihat dalam Gambar 2.2.



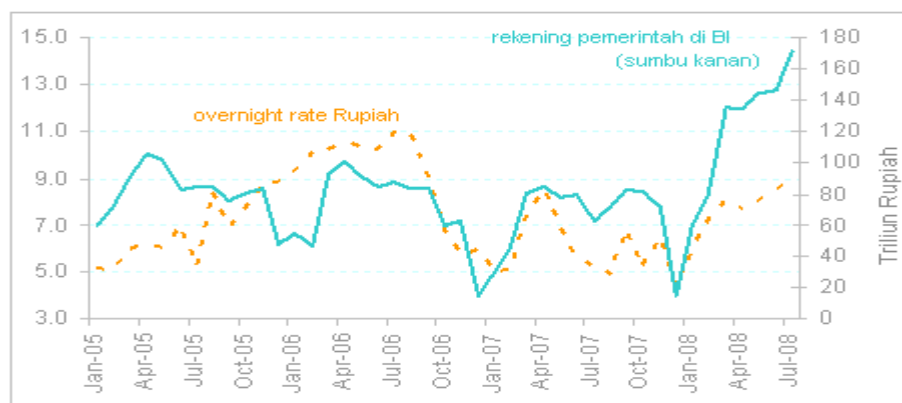
Kenaikan *overnight rate* secara signifikan tersebut cukup berpengaruh bagi sistem keuangan Indonesia. Kondisi ini mungkin setara dengan kenaikan *Fed Rate* (suku bunga acuan di Amerika Serikat/AS), sebesar 5 persen dalam waktu 7 bulan. Ini mengingat *Fed Funds Rate* merupakan suku bunga acuan *overnight rate* di Amerika.

Sebagai pembandingan, otoritas moneter AS memang pernah menaikkan *Fed Funds Rate* dari *level* 1 persen menjadi sekitar 6 persen. Namun, hal tersebut berlangsung dalam kurun waktu lebih kurang 2 tahun.

Jadi, meskipun suku bunga *BI Rate* baru mengalami kenaikan pada bulan Mei, penyusutan likuiditas sebenarnya disinyalir telah berlangsung sejak awal tahun 2008. Likuiditas jelas tidak masuk dalam bentuk SBI karena seperti telah disebutkan, dalam rentang waktu Januari-Juni 2008 jumlah *outstanding* SBI justru mengalami penurunan yang cukup signifikan.

Dari hasil penelusuran beberapa pos dana yang ada di Bank Indonesia, diduga bahwa siklus penyaluran anggaran pemerintah turut memberi andil terhadap masalah siklus likuiditas yang terjadi selama ini. Hal tersebut dapat dilihat pada Gambar 2.3 yang menunjukkan perkembangan rekening pemerintah yang ditempatkan di Bank Indonesia.

Gambar 2.3.
Perkembangan rekening pemerintah yang ditempatkan
di Bank Indonesia



Sumber: Bank Indonesia

Pola pertama yang dapat dilihat dari gambar tersebut adalah bahwa pemerintah selalu menyalurkan anggaran secara signifikan pada akhir tahun, dimulai pada sekitar bulan November atau bulan Desember setiap tahunnya. Setelah itu, dana pemerintah di rekening tersebut kembali naik. Ini menggambarkan pemerintah mendapatkan tambahan dana yang bersumber baik dari penghasilan pajak, deviden BUMN, dan lain-lain maupun dari aktivitas *financing* (pendanaan), seperti penerbitan surat utang.

Seperti ditunjukkan dalam gambar pergerakan *overnight rate* dan pergerakan jumlah dana pemerintah di Bank Indonesia pada rentang tahun 2005 sampai Juli 2008. Pola penyaluran anggaran yang dilakukan pemerintah selama ini diperkirakan mempunyai andil dalam masalah siklus likuiditas di atas. Dari Gambar 2.3 dapat dilihat, saat pemerintah menahan penyaluran anggaran (belum ada dana baru yang masuk ke

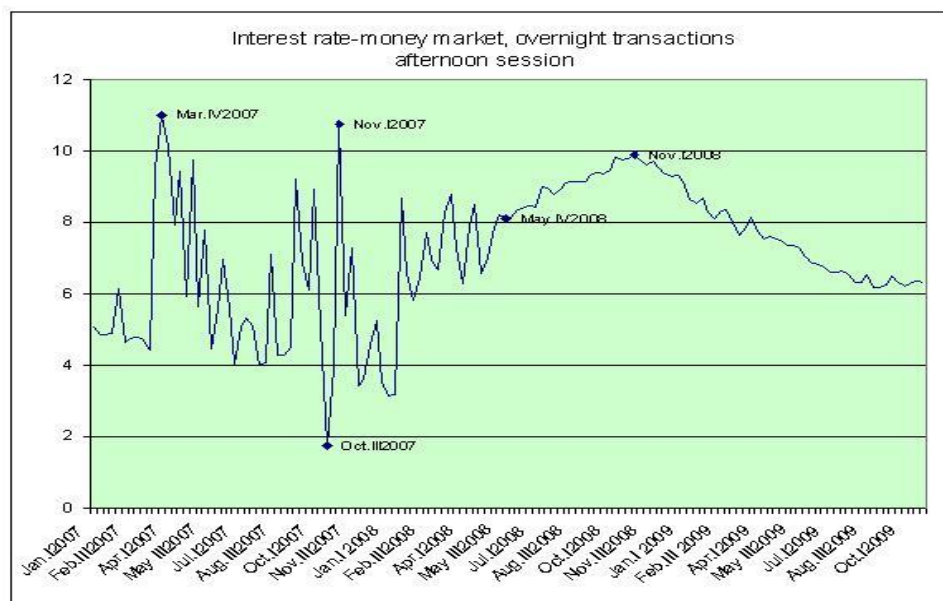
sistem keuangan), pasar seperti kehausan likuiditas (*overnight rate* bergerak naik). Sebaliknya, pada saat pemerintah mulai menyalurkan anggaran (ada dana yang masuk ke sistem keuangan), likuiditas menjadi longgar kembali (*overnight rate* bergerak turun).

Masalah likuiditas pada sistem keuangan Indonesia perlu diatasi secepatnya. Jika tidak, perlambatan pertumbuhan dapat lebih buruk dari yang diperkirakan. Salah satu hal yang dapat dikerjakan dalam waktu dekat adalah percepatan penyaluran anggaran pemerintah. Selain, mengelola penyaluran tersebut agar lebih merata sepanjang tahun. Sehingga jika hal tersebut dilakukan, kondisi likuiditas pada sistem keuangan Indonesia akan menjadi lebih baik.

Pengetatan likuiditas memang diperlukan untuk mengatasi kenaikan tekanan inflasi. Namun, *level* likuiditas yang tepat juga tetap diperlukan untuk menopang target pertumbuhan ekonomi yang telah direncanakan. Target pertumbuhan ekonomi yang tinggi tentu membutuhkan tingkat likuiditas dana yang mencukupi.

Dalam gambar suku bunga *overnight* di pasar uang Indonesia, tahun 2008 semester kedua sebenarnya tidak terlalu berfluktuasi meskipun dapat mencapai 9%. Suku bunga rata-rata *overnight* tahun 2007 lebih berfluktuasi dibanding semester kedua 2008 dan tahun 2009.

Gambar 2.4. Suku bunga *overnight transaction* di pasar uang pada sore hari, rata-rata tertimbang dari Januari minggu pertama 2007-Oktober minggu keempat 2009.



Sumber: Bank Indonesia

Pada bulan Maret 2007 minggu keempat bunga *overnight transaction* 10.77%, dua minggu kemudian sudah menjadi 8%. Oktober 2007 minggu ketiga 2.15%, November 2007 minggu pertama sudah 10.62%. Maret 2008, suku bunga *overnight* rata-rata menjadi sekitar 8%, sejak saat itu suku bunga menjadi lebih stabil meskipun *trend*-nya meningkat. November 2008 menjadi sekitar 9% (naik dua kali lipat dibandingkan Januari minggu pertama 2007). Selanjutnya *trend* suku bunga *overnight* terus turun menjadi sekitar 6%.

Tingkat suku bunga diukur dengan menggunakan suku bunga yang ditentukan oleh Bank Indonesia selaku penguasa moneter melalui Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Besar kecilnya suku bunga sangat tergantung dari kondisi makro yang berkembang di Indonesia. Tingkat suku bunga yang ideal jika besarnya berada di bawah sekitar angka 10. Hal ini berarti tingkat keuntungan yang diharapkan dari adanya investasi

akan menurun dengan cepat jika tingkat bunga meningkat, sehingga bagi pelaku ekonomi semakin rendah tingkat suku bunga adalah semakin baik.

2.1.4. Suku Bunga *The FED*

Bank Sentral AS (*Federal Reserve*), pada hari Selasa 11 Desember 2007 menurunkan tingkat suku bunga acuan sebesar 25 basis poin dari 4,50 persen menjadi 4,25 persen, dalam upaya mengurangi kejatuhan dari krisis kredit perumahan (*subprime mortgage*) AS dan menghindari terjadinya sebuah resesi di Amerika Serikat.

Dalam peringatan kerasnya sejak mulai menurunkan suku bunga pada September, *Fed* dengan datar mengatakan ekonomi AS "sedang melambat", memperingatkan bahwa kegiatan usaha dan belanja konsumen sedang melemah dan ketegangan di pasar keuangan sedang meningkat.

Ini merupakan ketiga kalinya *the Fed* menurunkan suku bunga *federal funds* tahun 2007, setelah memangkas suku bunga acuan setengah persentase poin pada 18 September 2007, dan seperempat persentase poin pada 31 Oktober 2007.

Sejalan dengan penurunan suku bunga acuan *federal funds* untuk pinjaman *overnight* antar bank-bank komersial, *the Fed* juga menurunkan tingkat suku bunga diskonto (suku bunga pinjaman untuk perbankan) menjadi 4,75 persen dari yang sebelumnya 5,0 persen.

Alasan yang mengharuskan *The FED* kembali memangkas suku bunganya adalah pasar merespon kondisi perekonomian Amerika tahun

2007 dengan kepanikan yang akhirnya berbuntut pada likuidasi *asset-asset* dalam US\$ secara besar-besaran. Dan kepanikan diperkirakan akan bertambah besar apabila *The FED* bersikeras untuk tetap mempertahankan suku bunganya.

Data ketenagakerjaan yang merealisasikan penurunan menjadi pukulan keras bagi kinerja mata uang US\$ yang terpuruk dalam *level* terendah selama 15 tahun terakhir terhadap mata uang utama dunia. Penurunan tersebut menjadi kekhawatiran pasar akan terjadinya resesi serta tekanan bagi Bank Sentral AS untuk menurunkan suku bunganya. Data penyusutan tenaga kerja sebanyak 4.000 jiwa selama bulan Agustus 2007 juga diikuti oleh revisi penyusutan selama bulan Juni dan Juli 2007 dari angka aktual sebelumnya. Pada 2007, *The FED* benar-benar tidak diuntungkan dari sisi manapun untuk setiap kebijakan yang akan diambil.

Daya tarik Dollar sebagai *Safe Heaven* terkikis setelah kembali mencatatkan pelemahan terhadap sejumlah mata uang utama dunia seperti Euro. Hal tersebut dikarenakan bertolak belakangnya pernyataan serta kebijakan yang diambil oleh Gubernur Bank Sentral AS (*Ben Bernanke*) dengan Gubernur Bank Sentral Eropa (*Jean C. Trichet*).

Ekspektasi yang berkembang menyebutkan bahwa Bank Sentral AS hanya memotong suku bunganya sebesar 25 basis poin pada tanggal 18 September 2007. Hal tersebut sangat dimungkinkan karena *The FED* akan bermain aman atau “hanya sekedar menutup luka”.

Namun, berapa pun besarnya suku bunga yang dipotong, hal tersebut tetap berdampak negatif bagi US Dolar karena tetap berimplikasi pada mengecilnya selisih bunga US\$ terhadap mata uang lainnya.

Sementara Rupiah tidak beranjak dari *level* 9.400-an, dan terus tertahan dibawah *level* 9.500 hingga ada sentimen baru di pasar. Ekspektasi pasar masih seputar BI *rate* yang kembali diturunkan seiring dengan penurunan suku bunga oleh Bank Sentral Amerika.

Pernyataan Gubernur Bank Sentral Indonesia sebelumnya yang lebih fokus terhadap perkembangan bunga Bank Sentral Amerika, membuat pasar menilai bahwa penurunan suku bunga *The FED* tidak begitu menguntungkan bagi Rupiah karena juga diikuti oleh penurunan BI *rate*.

Data *Non-Farm Payrolls* adalah data yang menunjukkan jumlah tenaga kerja baru dari sektor non pertanian, baik yang bekerja *full time* maupun *part time* serta mendapat upah resmi. Data tersebut berguna sebagai indikator laju pertumbuhan ekonomi AS, yang menentukan tingkat konsumsi warga Negara AS berkorelasi terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) Amerika. Data tersebut juga digunakan para *trader* dalam mengambil keputusan transaksi di pasar keuangan.

Data NFP yang dirilis pemerintah Amerika menunjukkan bahwa telah terjadi permasalahan serius, dimana terjadi penurunan jumlah tenaga kerja sebanyak 4.000 jiwa (selama bulan Agustus), jauh dari ekspektasi sebelumnya terjadi kenaikan sebesar 110.000 jiwa. Data tersebut membuat

US Dolar terpuruk terhadap sejumlah *hard currency* lainnya, juga sekaligus menunjukkan penurunan pertama sejak 4 tahun terakhir.

Implikasinya bahwa *The Fed* menurunkan suku bunganya (*The Fed Fund Rate*) dikisaran *level* 5%. Bagaikan 2 sisi mata pisau, *The Fed* dihadapkan pada dua pilihan yang sama-sama mempunyai dampak negatif terhadap perekonomian AS. Namun, melambatnya sektor perumahan Amerika menjadi perhatian serius, sehingga pemerintah Amerika lebih memilih untuk memangkas suku bunganya.

Untuk meningkatkan laju pertumbuhan ekonomi Amerika, hal tersebut menjadi alasan utama negeri paman sam mengambil keputusannya. Akan tetapi, dengan diturunkannya *The Fed Fund Rate* maka membuat perbedaan suku bunga Amerika dengan Negara lain mengecil. Hal tersebut tentunya memicu likuidasi *asset* dalam US Dolar secara besar-besaran, yang berimbas pada melemahnya mata uang US\$.

Bagi Indonesia, khususnya BI hal tersebut merupakan momen penting bagi Bank Sentral untuk kembali menurunkan *BI Rate*. Seperti yang pernah diekspektasikan sebelumnya, bahwa BI masih menunggu *The Fed* dalam mengambil keputusan.

Namun, BI diharapkan lebih berhati-hati dalam menurunkan suku bunga. Selain dikarenakan terjadi pelemahan pada mata uang Rupiah, penurunan suku bunga juga harus melihat pergerakan suku bunga dinegara lainnya, serta laju tekanan inflasi selama bulan ramadhan 2007.

Pada awal bulan September 2007 pemerintah menjadwalkan kembali merilis data inflasi selama bulan Agustus. Pemerintah berkeyakinan bahwa inflasi masih bergerak sesuai koridor yang ditetapkan pemerintah sebelumnya, yakni 6-6.5% selama tahun 2007.

Keyakinan stabilnya laju inflasi selama bulan Agustus tersebut mencuat walaupun sempat terjadi kenaikan harga minyak goreng maupun tarif jalan tol yang turut diiringi oleh kelangkaan minyak tanah di beberapa daerah di Indonesia. Terlebih BPS memperkirakan bahwa laju inflasi selama bulan Agustus lebih rendah dari laju inflasi bulan Juli sebesar 0,72%.

Dengan melambatnya laju inflasi, maka memberikan ruang bagi Bank Indonesia untuk menurunkan suku bunga acuan (*BI Rate*) yang berada di *level* 8.25%. Dengan diturunkannya *BI Rate* diharapkan meningkatkan konsumsi yang berbuntut pada meningkatnya Produk Domestik Bruto (PDB), dan tentunya masih banyak dampak positif lainnya.

Nilai tukar Rupiah kembali diperdagangkan melemah dikisaran *level* 9400, serta menahan BI untuk menurunkan *BI rate*. Rupiah sempat stabil dikisaran harga 9100. Pelemahan tersebut dipicu oleh memburuknya kinerja indeks bursa global yang turut menyeret sejumlah mata uang dunia.

Rupiah pun sempat mendekati ambang batas nilai tukar yang ditetapkan pemerintah yakni 9500. Anjuran untuk melakukan intervensi pun bermunculan apabila Rupiah menyentuh *level* psikologis 9500.

Hasilnya cukup efektif himbauan tersebut secara psikologis mampu menahan laju penguatan Rupiah lebih jauh.

Sehingga BI tidak mempunyai alasan yang kuat untuk kembali menurunkan BI *Rate* disaat nilai tukar Rupiah masih terpuruk terhadap US Dolar pada tahun 2007. Karena penurunan BI *Rate* hanya akan membuat para pemodal memindahkan modalnya ke Negara lain yang memberikan imbal hasil yang lebih baik.

Terkait faktor Global, keputusan Bank Sentral Amerika atau *The FED Fund Rate* dalam menentukan suku bunganya berdampak signifikan terhadap kebijakan moneter Amerika. Karena, *The FED* masih menjadi acuan arah suku bunga global.

Pada tahun 2007, perekonomian Amerika dihadapkan pada krisis di sektor kredit. Meskipun demikian Gubernur Bank Sentral Amerika *Ben Bernanke* maupun Presiden Amerika *George W. Bush* memberikan sinyal penurunan suku bunga US Dolar berada di *level 5,25%*.

Dalam pernyataannya *Bernanke*, melakukan tindakan untuk menyelamatkan perekonomian Amerika, walaupun dengan menurunkan suku bunga sekalipun dalam bulan September 2007. Keputusan tersebut tentunya berdampak pada melemahnya mata uang US Dolar serta meningkatnya laju tekanan inflasi akibat terdepresiasinya mata uang US Dolar.

Dalam Rapat Dewan Gubernur (RDG) BI, BI tetap mempertahankan suku bunganya dalam *level (interest rate differential)*

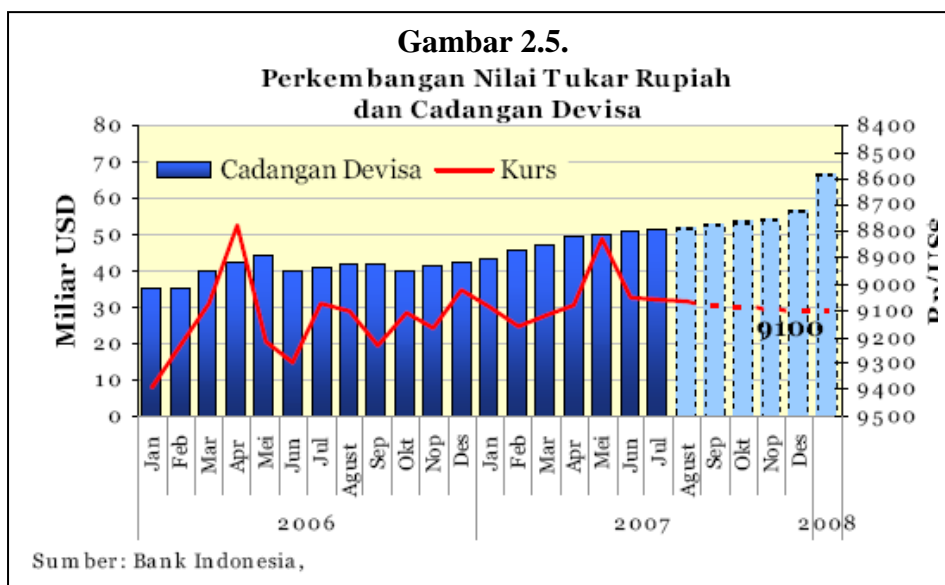
yang paling aman. Karena keputusan Bank Sentral Amerika (*The FED*) pada tanggal 18 September 2007 menjadi pertimbangan BI dalam menentukan suku bunga pada awal bulan Oktober.

2.1.5. Nilai Tukar Rupiah (Kurs)

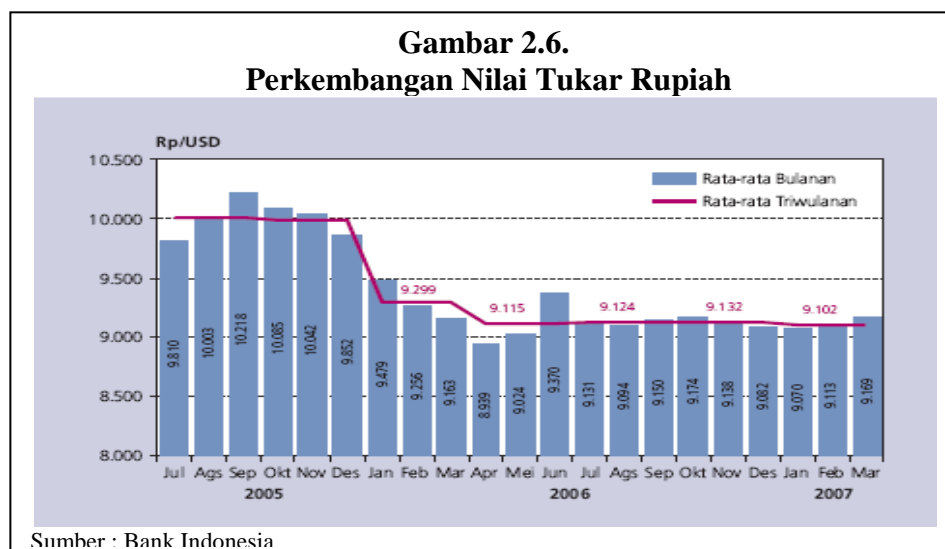
Dalam tahun 2007 nilai tukar rupiah tetap stabil pada kisaran Rp 9.100 per US\$. Sejalan dengan surplus NPI (Neraca Pembayaran Indonesia), keseimbangan antara pasokan dan permintaan pasar valas tetap terjaga. Selain itu, investasi rupiah juga dipandang masih menarik oleh investor asing karena imbal balik hasil Rupiah masih relatif lebih tinggi dibandingkan negara-negara lain di kawasan Asia-Pasifik. Daya tarik Rupiah yang tetap terjaga juga tercermin dari perbaikan *country risk* seiring dengan prospek ekonomi yang semakin kuat. Dari sisi eksternal, kecenderungan pelemahan mata uang dolar AS secara global berdampak positif terhadap kestabilan nilai tukar rupiah.

Dalam tahun 2008, nilai tukar rupiah tetap bergerak stabil pada kisaran Rp 9.100 per US\$. Dari sisi fundamental, NPI tetap mencatat surplus yang berpotensi meningkatkan cadangan devisa. Cadangan devisa yang meningkat berpengaruh positif terhadap pergerakan nilai tukar rupiah. Di satu sisi, peningkatan cadangan devisa meningkatkan keyakinan pasar terhadap Rupiah mengingat secara tidak langsung menunjukkan kemampuan untuk menstabilkan pergerakan Rupiah. Di sisi lain, cadangan devisa yang lebih tinggi secara langsung juga dapat

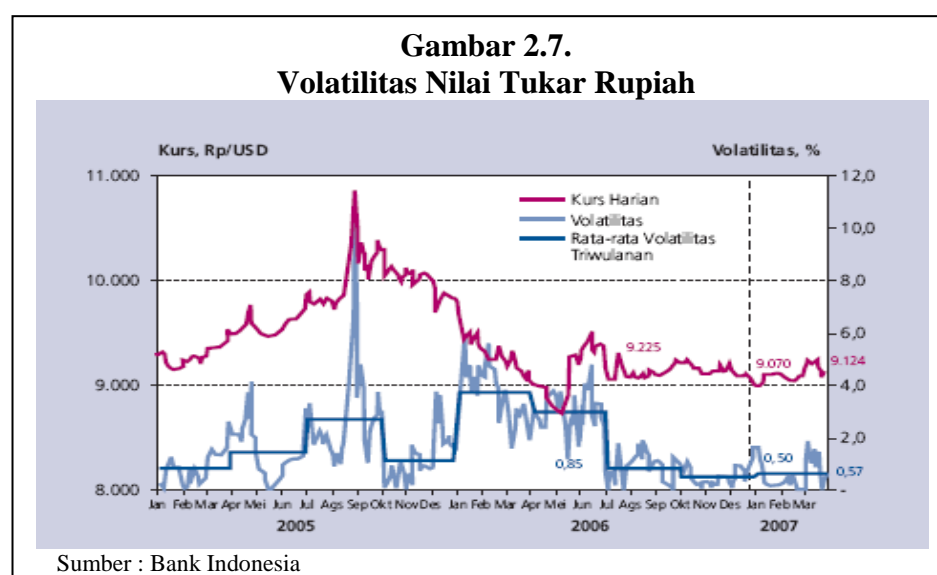
dimanfaatkan untuk meningkatkan pasokan valas di pasar. Perkembangan Nilai Tukar Rupiah dan Cadangan Devisa tahun 2006-2007 dapat dilihat dalam gambar 2.5.



Selama triwulan I-2007 nilai tukar rupiah mengalami penguatan dibandingkan triwulan sebelumnya. Pada akhir Maret 2007, nilai tukar rupiah secara rata-rata mencapai Rp 9.101 per USD, atau terapresiasi 0,34% dari triwulan sebelumnya sebesar Rp 9.132 per USD (Gambar 2.6).



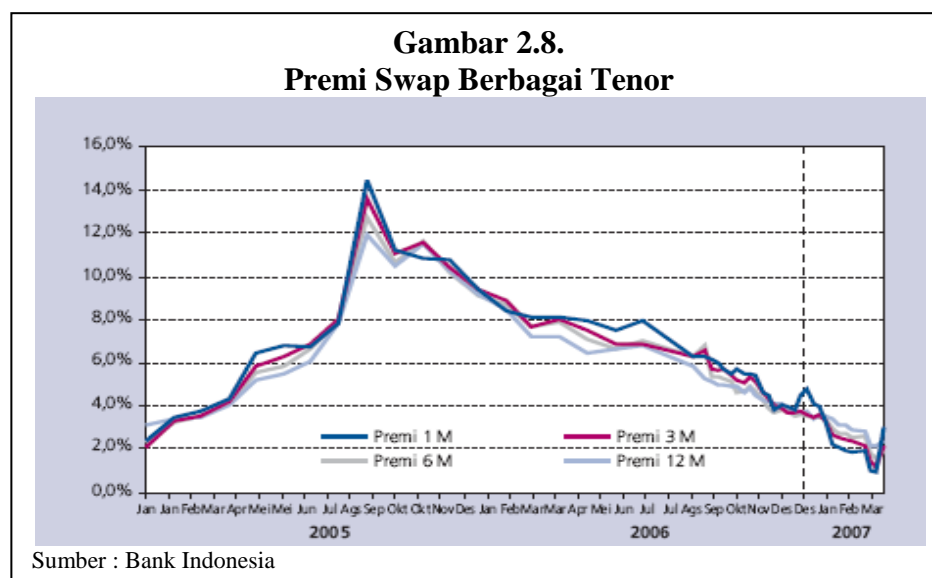
Penguatan tersebut ditopang oleh membaiknya faktor fundamental seperti peningkatan surplus Neraca Pembayaran Indonesia (NPI), imbal hasil rupiah yang tetap menarik, serta faktor risiko yang terjaga. Penguatan nilai tukar rupiah selama triwulan laporan juga disertai dengan pergerakan yang relatif stabil, tercermin dari volatilitas yang berada pada *level* rendah sebesar 0,57% (Gambar 2.7)



Stabilitas rupiah didukung oleh kondisi fundamental ekonomi yang membaik pada triwulan I-2007. Surplus NPI mengalami peningkatan hingga mencapai USD 4,6 miliar, lebih tinggi dibandingkan awal tahun sebesar USD 3,3 miliar. Dengan realisasi NPI yang lebih baik dan cadangan devisa sampai akhir Maret 2007 mengalami peningkatan hingga mencapai USD 47,2 miliar. Meningkatnya cadangan devisa memberikan dukungan secara fundamental terhadap nilai tukar rupiah.

Dari sisi risiko, pada triwulan I-2007 faktor risiko dalam negeri membaik. Perbaikan tersebut tercermin pada peningkatan rating

Indonesia, penurunan premi swap (Gambar 2.8) dan stabilnya *yield spread*. Lembaga pemeringkat internasional, *Fitch Ratings* (Januari 2007) serta *Moodys* (Pebruari 2007) meningkatkan *debt rating outlook* Indonesia (*long-term foreign currency debt*) dari «stable» menjadi «positive». Hal ini menunjukkan semakin kondusifnya investasi di Indonesia. Sementara itu, indikator premi swap selama triwulan I-2007 menunjukkan penurunan, yang mengindikasikan membaiknya risiko. *Yield spread* antara obligasi valas pemerintah dengan US *T-note* relatif masih terjaga. Perbaikan indikator risiko mampu menopang stabilitas rupiah sehingga masih tetap menarik aliran modal asing.

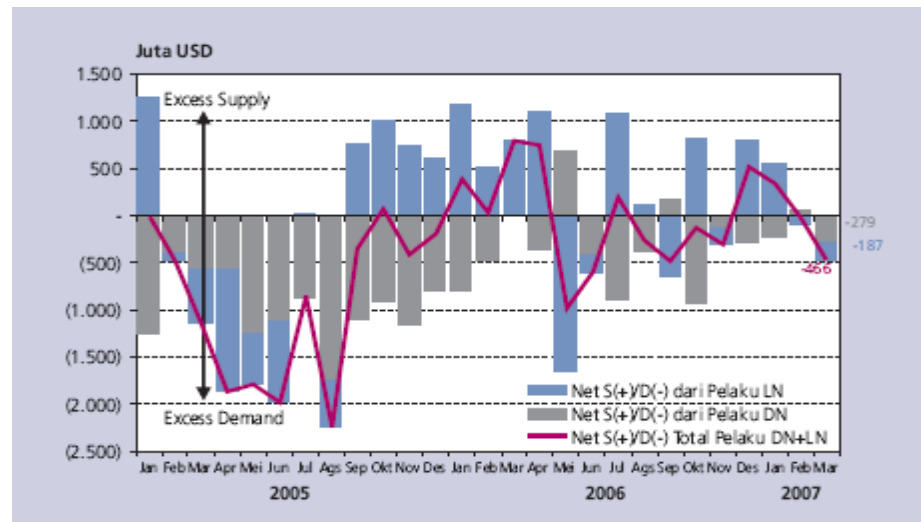


Perkembangan eksternal selama triwulan I-2007 memberikan tekanan terhadap nilai tukar rupiah. Beberapa hal seperti kebijakan kontrol aliran modal masuk oleh Thailand dan Venezuela, serta adanya kekhawatiran perlambatan ekonomi AS memberikan sentimen negatif terhadap perkembangan rupiah. *The Fed* mempertahankan suku bunga

pada *level* 5,25% tidak cukup untuk mengatasi sentimen negatif tersebut. Hal ini selanjutnya menimbulkan tekanan terhadap nilai tukar dan pasar saham global. Namun demikian, kinerja faktor fundamental dalam negeri terutama surplus NPI dapat meminimalisir tekanan dari faktor eksternal tersebut, sehingga secara keseluruhan nilai tukar rupiah tetap menguat.

Selama triwulan I-2007, aliran masuk dana asing menambah pasokan valas di pasar valas perbankan domestik. Pada Januari 2007 terjadi aliran masuk dana investasi asing yang cukup besar, sehingga pasar valas mengalami kelebihan pasokan (Gambar 2.9). Sedangkan Pebruari 2007 tekanan eksternal mengakibatkan terjadinya aliran keluar dana asing, namun pada saat yang sama pelaku domestik mencatat net pasokan valas. Mendekati akhir triwulan, aliran dana keluar masih berlanjut namun disertai dengan ekses permintaan valas domestik, sehingga kondisi pasar valas mengalami ekses permintaan. Secara kumulatif, permintaan valas dalam negeri didominasi oleh permintaan valas korporasi. Permintaan korporasi tersebut terutama berasal dari sektor makanan dan minuman, sektor otomotif dan sektor telekomunikasi.

Gambar 2.9.
Permintaan dan Penawaran Valas Berdasarkan Transaksi Spot



Sumber : Bank Indonesia

Bank Indonesia adalah suatu lembaga negara yang independen dan bebas dari campur tangan Pemerintah ataupun pihak lainnya. Sebagai suatu lembaga negara yang independen, Bank Indonesia mempunyai otonomi penuh dalam merumuskan dan melaksanakan setiap tugas dan wewenangnya. Sesuai dengan Undang-Undang Nomor 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia sebagaimana telah diubah dengan Undang-Undang Nomor 3 Tahun 2004, tujuan Bank Indonesia adalah mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah.

2.1.5.1. Pengertian Nilai Tukar (Kurs)

Mankiw (2003) mengemukakan bahwa kurs (*exchange rate*) antara dua negara adalah tingkat harga yang disepakati penduduk kedua negara untuk saling melakukan perdagangan.

Sedangkan *Tucker* (1995) menyatakan bahwa: *“the exchange rate is the number of units one nation’s currency that equals one unit of another nation’s currency,”*

Kalau kita bicara tentang nilai tukar rupiah atas dolar adalah jumlah mata uang rupiah yang disepakati sama dengan satu unit mata uang asing yaitu satu dolar.

Menurut *Fabozzi dan Franco* (1996) *an exchange rate is defined as the amount of one currency that can be exchange per unit of another currency, or the price of one currency in items of another currency.*

Sedangkan menurut *Sri Adiningsih, dkk* (1998), nilai tukar rupiah adalah harga rupiah terhadap mata uang negara lain. Jadi, nilai tukar rupiah merupakan nilai dari satu mata rupiah yang ditranslasikan ke dalam mata uang negara lain. Misalnya nilai tukar rupiah terhadap dolar AS, nilai tukar rupiah terhadap Yen, dan lain sebagainya.

Jose Rizal Joesoef (2008) mendefinisikan, kurs (*exchange rate*) adalah jumlah mata uang tertentu yang dapat ditukar terhadap satu unit mata uang lain. Kurs inilah sebagai salah satu indikator yang mempengaruhi aktivitas di pasar saham maupun pasar uang karena investor cenderung akan berhati-hati untuk melakukan investasi.

2.1.5.2 Penentuan Nilai Tukar (Kurs)

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

1. Faktor Fundamental

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

2. Faktor Teknis

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

3. Sentimen Pasar

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

2.1.5.3. Sistem Kurs Mata Uang

Menurut Mudrajad Kuncoro (2001), ada beberapa sistem kurs mata uang yang berlaku di perekonomian internasional, yaitu:

1. Sistem kurs mengambang (*floating exchange rate*), sistem kurs ini ditentukan oleh mekanisme pasar dengan atau tanpa upaya stabilisasi oleh otoritas moneter. Di dalam sistem kurs mengambang dikenal dua macam kurs mengambang, yaitu :
 - a. Mengambang bebas (murni) dimana kurs mata uang ditentukan sepenuhnya oleh mekanisme pasar tanpa ada campur tangan pemerintah. Sistem ini sering disebut *clean floating exchange rate*, di dalam sistem ini cadangan devisa tidak diperlukan karena otoritas moneter tidak berupaya untuk menetapkan atau memanipulasi kurs.
 - b. Mengambang terkendali (*managed or dirty floating exchange rate*) dimana otoritas moneter berperan aktif dalam menstabilkan kurs pada tingkat tertentu. Oleh karena itu, cadangan devisa biasanya dibutuhkan karena otoritas moneter perlu membeli atau menjual valas untuk mempengaruhi pergerakan kurs.
2. Sistem kurs tertambat (*pegged exchange rate*). Dalam sistem ini, suatu negara mengkaitkan nilai mata uangnya dengan suatu mata uang negara lain atau sekelompok mata uang, yang biasanya merupakan mata uang negara partner dagang yang utama “Menambatkan“ ke suatu mata uang yang artinya nilai mata uang tersebut bergerak mengikuti mata uang yang menjadi tambatannya. Jadi sebenarnya mata uang yang

ditambahkan tidak mengalami fluktuasi tetapi hanya berfluktuasi terhadap mata uang lain mengikuti mata uang yang menjadi tambatannya.

3. Sistem kurs tertambat merangkak (*crawling pegs*). Dalam sistem ini, suatu negara melakukan sedikit perubahan dalam nilai mata uangnya secara periodik dengan tujuan untuk bergerak menuju nilai tertentu pada rentang waktu tertentu. Keuntungan utama sistem ini adalah suatu negara dapat mengatur penyesuaian kursnya dalam periode yang lebih lama dibanding sistem kurs tertambat. Oleh karena itu, sistem ini dapat menghindari kejutan-kejutan terhadap perekonomian akibat revaluasi atau devaluasi yang tiba-tiba dan tajam.
4. Sistem sekeranjang mata uang (*basket of currencies*). Banyak negara terutama negara sedang berkembang menetapkan nilai mata uangnya berdasarkan sekeranjang mata uang. Keuntungan dari sistem ini adalah menawarkan stabilitas mata uang suatu negara karena pergerakan mata uang disebar dalam sekeranjang mata uang. Seleksi mata uang yang dimasukkan dalam “keranjang” umumnya ditentukan oleh peranannya dalam membiayai perdagangan negara tertentu. Mata uang yang berlainan diberi bobot yang berbeda tergantung peran relatifnya terhadap negara tersebut. Jadi

sekeranjang mata uang bagi suatu negara dapat terdiri dari beberapa mata uang yang berbeda dengan bobot yang berbeda.

5. Sistem kurs tetap (*fixed exchange rate*). Dalam sistem ini, suatu negara mengumumkan suatu kurs tertentu atas nama uangnya dan menjaga kurs ini dengan menyetujui untuk menjual atau membeli valas dalam jumlah tidak terbatas pada kurs tersebut. Kurs biasanya tetap atau diperbolehkan berfluktuasi dalam batas yang sangat sempit.

2.1.5.4. Sejarah Perkembangan Kebijakan Nilai Tukar (Kurs) di Indonesia

Sejak tahun 1970, negara Indonesia telah menerapkan tiga sistem nilai tukar (kurs), yaitu:

1. Sistem kurs tetap (1970 - 1978)

Sesuai dengan Undang-Undang No.32 Tahun 1964, Indonesia menganut sistem nilai tukar tetap kurs resmi Rp. 250/US\$, sementara kurs uang lainnya dihitung berdasarkan nilai tukar rupiah terhadap US\$. Untuk menjaga kestabilan nilai tukar pada tingkat yang ditetapkan, Bank Indonesia melakukan intervensi aktif di pasar valuta asing.

2. Sistem mengambang terkendali (1978 - Juli 1997)

Pada masa ini, nilai tukar rupiah didasarkan pada sistem sekeranjang mata uang (*basket of currencies*).

Kebijakan ini diterapkan bersama dengan dilakukannya devaluasi rupiah pada tahun 1978. Dengan sistem ini, pemerintah menetapkan kurs indikasi (pembatas) dan membiarkan kurs bergerak di pasar dengan *spread* tertentu. Pemerintah hanya melakukan intervensi bila kurs bergejolak melebihi batas atas atau bawah dari *spread*.

3. Sistem kurs mengambang (14 Agustus 1997- sekarang)

Sejak pertengahan Juli 1997, nilai tukar rupiah terhadap US\$ semakin melemah. Sehubungan dengan hal tersebut dan dalam rangka mengamankan cadangan devisa yang terus berkurang maka pemerintah memutuskan untuk menghapus rentang intervensi (sistem nilai tukar mengambang terkendali) dan mulai menganut sistem nilai tukar mengambang bebas (*free floating exchange rate*) pada tanggal 14 Agustus 1997. Penghapusan rentang intervensi ini juga dimaksudkan untuk mengurangi kegiatan intervensi pemerintah terhadap rupiah dan memantapkan pelaksanaan kebijakan moneter dalam negeri.

2.1.6. Pendekatan Asset (*Asset Approach*)

Pendekatan *asset* ini menitikberatkan pada pemahaman bahwa kurs adalah harga relatif dari dua *asset*, dalam hal ini adalah uang dipandang sebagai *asset*. Nilai sekarang dari suatu *asset* tergantung pada apakah

asset tersebut mempunyai nilai di masa depan atau tidak. Levi (2001), memberikan sebuah contoh, yaitu suatu mata uang yang diharapkan bernilai di masa depan, semakin tinggi nilainya sekarang. Jika dikaitkan dengan kurs, tentunya memberikan sebuah pemahaman baru, bahwa kurs saat ini tergantung pada kurs masa depan yang diharapkan. Sebaliknya, kurs masa depan yang diharapkan tergantung pada apa yang diharapkan terjadi terhadap semua faktor yang tercermin dalam neraca pembayaran masa depan.

Pendekatan *asset*, dibahas oleh Michael L. Mussa, meskipun sebelumnya, Jacob A. Frankel dan Michael L. Mussa pada tahun 1980 telah melakukan pengkajian. Mussa, (FX Sugiyanto, 2004), menyebutkan bahwa kurs spot sekarang sebagai dasar terbaik bagi pasar dalam mengevaluasi apa yang mungkin terjadi terhadap kurs di masa depan. Semua informasi yang relevan yang berkaitan dengan ekspektasi dapat digambarkan oleh kurs spot. Adanya informasi baru bersifat acak kemungkinan dapat dengan mudah menjadi baik atau jelek untuk satu mata uang dibandingkan mata uang lain.

Pendekatan *asset* mempunyai implikasi bagi pengaruh kebijakan fiskal dan moneter. Levi (2001), mengemukakan bahwa defisit anggaran yang besar akan menyebabkan depresiasi. Hal ini dapat terjadi, jika defisit anggaran menyebabkan masyarakat mengharapkan ekspansi penawaran uang di masa depan, seperti pencetakan uang oleh pemerintah untuk menutupi pembayaran bunga atas utangnya yang meningkat.

Penawaran uang di masa depan yang lebih tinggi menunjukkan harga di masa depan akan lebih tinggi. Jika dikaitkan dengan meningkatkan penawaran uang dengan prinsip *purchasing power parity* (PPP), menunjukkan depresiasi di masa depan. Depresiasi di masa depan diwujudkan dalam depresiasi langsung melalui pendekatan *asset*.

Melvin (2004), menyebutkan bahwa dalam model nilai tukar modern penekanannya pada *financial asset market*. Kurs dilihat sebagai penyesuaian keseimbangan perdagangan internasional dalam *asset* finansial. Lambannya penyesuaian harga barang terhadap harga *asset* finansial, sedangkan *asset* finansial diperdagangkan setiap hari di pasar *asset* menyebabkan terjadi perubahan kurs setiap saat melalui mekanisme penawaran dan permintaan untuk *asset* finansial. Pandangan ini memberikan implikasi bahwa pendekatan *asset* mencerminkan adanya perubahan pada beberapa harga barang sebagaimana penjelasan dari teori *purchasing power parity*. Pendekatan *asset* memberikan pemahaman bahwa kurs dipengaruhi oleh adanya harapan atau ekspektasi di masa depan dengan mengacu pada berbagai informasi sebagai risiko.

2.1.7. Pengertian Bank

Bank adalah sebuah lembaga intermediasi keuangan umumnya didirikan dengan kewenangan untuk menerima simpanan uang, meminjamkan uang, dan menerbitkan promes atau yang dikenal sebagai

banknote. Kata bank berasal dari bahasa Italia banca berarti tempat penukaran uang.

Prof. G.M. Verryn Stuart dalam Thomas Suyatno dkk mengatakan bank adalah suatu badan yang bertujuan untuk memuaskan kebutuhan kredit, baik dengan alat-alat pembayarannya sendiri atau dengan uang yang diperolehnya dari orang lain, maupun dengan jalan mengedarkan alat-alat tukar baru berupa uang giral.

A. Abdurrachman dalam Thomas Suyatno dkk menjelaskan bahwa bank adalah suatu jenis lembaga keuangan yang melaksanakan berbagai macam jasa, seperti memberikan pinjaman, mengedarkan mata uang, pengawasan terhadap mata uang, bertindak sebagai tempat penyimpanan benda-benda berharga, membiayai usaha perusahaan-perusahaan dll.

Pengertian bank menurut UU No.14/1967 Pasal 1 tentang Pokok-pokok Perbankan adalah lembaga keuangan yang usaha pokoknya memberikan kredit dan jasa-jasa dalam lalu lintas pembayaran dan peredaran uang.

Menurut Undang-undang Negara Republik Indonesia Nomor 10 Tahun 1998 Tanggal 10 November 1998 tentang perbankan, yang dimaksud dengan bank adalah badan usaha yang menghimpun dana dari masyarakat dalam bentuk simpanan dan menyalurkannya kepada masyarakat dalam bentuk kredit dan atau bentuk-bentuk lainnya dalam rangka meningkatkan taraf hidup rakyat banyak.

Industri perbankan telah mengalami perubahan besar dalam beberapa tahun terakhir. Industri ini menjadi lebih kompetitif karena deregulasi peraturan. Saat ini, bank memiliki fleksibilitas pada layanan yang ditawarkan, lokasi tempat beroperasi, dan tarif yang dibayar untuk simpanan deposito.

2.1.8. Saham

Saham merupakan tanda bukti memiliki perusahaan di mana pemiliknya disebut juga sebagai pemegang saham (*shareholder* atau *stockholder*). Bukti bahwa seorang atau suatu pihak dapat dianggap sebagai pemegang saham adalah apabila mereka sudah tercatat sebagai pemegang saham dalam buku yang disebut Daftar Pemegang Saham (DPS). Pada umumnya, DPS disajikan beberapa hari sebelum Rapat Umum Pemegang Saham diselenggarakan dan setiap pihak dapat melihat DPS tersebut. Bukti bahwa seseorang adalah pemegang saham juga dapat dilihat pada halaman belakang lembar saham apakah namanya sudah diregistrasi oleh perusahaan (*emiten*) atau belum.

Saham perusahaan dapat dibedakan dalam dua golongan, yaitu:

1. Saham Biasa (*Common Stock*)

Jenis saham dimana keuntungan akan diterima setelah keuntungan bagian saham preferen dibayarkan. Apabila perusahaan bangkrut, maka pemegang saham biasa yang menderita terlebih dahulu. Pemegang saham biasa mempunyai suara dalam RUPS.

Penghitungan indeks harga saham didasarkan pada harga saham biasa. Indeks harga saham adalah suatu indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham, serta berfungsi sebagai indikator *trend* pasar artinya pergerakan indeks menggambarkan kondisi pasar pada saat itu, apakah pasar sedang aktif atau lesu. Dengan adanya indeks, investor dapat mengetahui *trend* pergerakan harga saham apakah sedang naik, stabil atau turun. Pergerakan indeks menjadi indikator penting bagi para investor untuk menentukan apakah akan menjual, menahan atau membeli suatu atau beberapa saham. Karena harga-harga saham bergerak dalam hitungan detik dan menit, maka nilai indeks pun bergerak turun naik dalam hitungan waktu yang cepat pula.

Saham biasa merupakan cara utama bagi perusahaan untuk mendapatkan modal ekuitas. Pemegang saham biasa mempunyai hak dalam perusahaan sesuai dengan persentase kepemilikan sahamnya. Hak kepemilikan ini memberi pemegang saham (*stockholders*) untuk memilih dan menjadi (*residual claimant*) dari semua aliran modal yang masuk ke dalam perusahaan.

Pemegang saham berhak atas pangsa laba perusahaan. Laba dibayarkan langsung pada pemegang saham, pembayaran ini disebut dengan deviden. Pemegang saham mendapatkan deviden dari laba bersih perusahaan. Deviden dibayarkan kepada pemegang saham secara periodik biasanya setiap kuartal. Dewan komisaris perusahaan

menentukan besarnya deviden berdasarkan rekomendasi pihak manajemen, selain itu pemegang saham berhak untuk menjual saham.

Deviden penting dalam menelaah saham karena deviden adalah bentuk pendapatan yang diterima oleh pemegang saham dari perusahaan. Jadi, satu hal yang cenderung mempengaruhi harga saham adalah perkiraan orang tentang deviden pada masa depan. Semakin besar perkiraan deviden masa depan, semakin besar harga saham pada saat itu, jika hal-hal lain tetap sama. Selain itu jika harga saham naik, kekayaan rumah tangga naik, demikian juga halnya dengan belanja konsumen pada gilirannya akan naik. Investasi juga meningkat karena perusahaan dapat meningkatkan lebih banyak uang per saham untuk mendanai proyek investasi, sehingga dampak pasar modal atas perekonomian akan berakibat langsung.

Ada dua alasan mengapa harga saham dikaitkan dengan aktivitas perekonomian yaitu:

- a) Saham adalah bagian dari kekayaan rumah tangga, maka penurunan harga saham artinya menurunkan pengeluaran konsumen, selain itu juga menurunkan permintaan agregat.
- b) Penurunan harga saham dapat mencerminkan berita buruk tentang kemajuan teknologi dan pertumbuhan ekonomi jangka panjang. Artinya tingkat output alami dan penawaran agregat akan berekspansi lebih lambat di masa depan daripada yang diharapkan sebelumnya.

Harga saham ditentukan oleh keseimbangan penawaran dan permintaan. Pada harga pasar, jumlah saham yang ditawarkan sama dengan jumlah saham yang diminta. Artinya, pada harga pasar jumlah orang yang menganggap saham dinilai terlalu tinggi (*overvalue*) sama dengan jumlah orang yang menganggap saham dinilai terlalu rendah (*undervalue*). Dengan penilaian tersebut, saham harus dinilai dengan *fair*. Pasar modal menggambarkan semua informasi yang tersedia tentang nilai dari aset. Harga saham berubah ketika informasi berubah. Ketika berita baik tentang prospek perusahaan yang tersedia bagi publik, maka nilai perusahaan dan harga sahamnya juga akan naik. Demikian juga ketika prospek perusahaan menurun, nilai perusahaan dan harga sahamnya juga turun. Tetapi disetiap kemungkinan waktu, harga pasar merupakan dugaan rasional terbaik terhadap nilai perusahaan berdasarkan informasi yang tersedia.

Hal yang sebenarnya adalah fluktuasi yang terjadi di pasar modal akan terkait dengan perubahan yang terjadi pada berbagai variabel ekonomi makro. Harga saham merupakan cerminan dari ekspektasi investor terhadap faktor-faktor *earning*, aliran kas dan tingkat *return* yang disyaratkan investor, dan ketiga faktor tersebut sangat dipengaruhi oleh kinerja ekonomi makro.

Siegel (1991), menyimpulkan bahwa adanya hubungan yang kuat antara harga saham dan kinerja ekonomi makro, dan menemukan

bahwa perubahan pada harga saham selalu terjadi sebelum terjadinya perubahan ekonomi.

Alasan yang mendasari perubahan harga saham mendahului perubahan ekonomi ada dua, yaitu:

1. Harga saham yang terbentuk merupakan cermin ekspektasi investor terhadap *earning*, dividen maupun tingkat bunga yang akan terjadi. Hasil estimasi investor terhadap ketiga variabel tersebut akan menentukan berapa harga saham yang sesuai. Dengan demikian, harga saham yang sudah terbentuk akan merefleksikan ekspektasi investor atas kondisi ekonomi di masa datang, bukan kondisi ekonomi saat ini.
2. Kinerja pasar modal akan bereaksi terhadap perubahan-perubahan ekonomi makro seperti perubahan tingkat bunga, inflasi, ataupun jumlah uang beredar. Ketika investor menentukan harga saham yang tepat sebagai refleksi perubahan variabel ekonomi makro yang akan terjadi, maka masuk akal jika dikatakan harga saham terjadi sebelum perubahan ekonomi makro benar-benar terjadi.

Saham biasa merupakan bentuk kepemilikan tanpa hak istimewa. Artinya, para pemilik akan memperoleh pembagian keuntungan (dalam bentuk deviden) hanya apabila perusahaan memperoleh keuntungan. Penentuan besarnya keuntungan (*rate of return*) dan nilai dari saham biasa (*common stock*) lebih sulit dibandingkan dengan obligasi dan saham preferen, karena:

- a) *Forecasting* dari pendapatan, deviden dan harga saham di masa yang akan datang adalah sulit.
- b) Pendapatan dan deviden saham biasa diharapkan meningkat setiap tahunnya serta tidak konstan.

Nilai investasi dari selembaar saham biasa tergantung pada jumlah pendapatan dalam rupiah yang diharapkan akan diterima oleh seorang investor, apabila membeli saham tersebut. Dengan demikian nilai dari suatu saham ditentukan oleh besarnya deviden yang diterima oleh investor selama yang bersangkutan mempertahankan sahamnya ditambah dengan penerimaan hasil penjualan jika investor menjual sahamnya. Jadi harga akhir (*ending price*) dari saham biasa adalah sama dengan harga awal ditambah dengan "*capital gain*" atau dikurangi dengan "*capital lossess*". *Capital gain* akan diperoleh jika harga pada saat investor menjual saham lebih tinggi daripada harga pada saat membeli, sedangkan *capital losses* jika harga pada saat menjual saham lebih rendah daripada harga pada saat investor membeli saham tersebut.

2. Saham Preferen (*Preferred Stock*)

Jenis saham yang mempunyai hak terlebih dahulu menerima keuntungan dan mempunyai hak keuntungan kumulatif.

Saham preferen (*preferred stock*) adalah saham yang disertai dengan preferensi tertentu di atas saham biasa dalam hal pembagian deviden dan pembagian kekayaan dalam pembubaran perusahaan (Bambang

Riyanto,1995). Saham preferen memberikan deviden tetap setiap tahunnya seperti halnya obligasi. Pada umumnya saham preferen tidak mempunyai tanggal jatuh tempo.

Saham preferen atau saham dengan preferensi merupakan bentuk kepemilikan dengan hak istimewa. Hak-hak istimewa yang ada pada pemegang saham preferen adalah:

a) Pembagian deviden yang didahulukan

Pemegang saham preferen mendapat pembagian deviden lebih dahulu daripada pemegang saham biasa.

b) Pembagian deviden kumulatif

Hak kumulatif adalah hak untuk mendapatkan keuntungan yang tidak dibagikan pada suatu tahun yang mengalami kerugian, tetapi akan dibayarkan pada tahun yang mengalami keuntungan, sehingga saham preferen akan menerima keuntungan dua kali. Hak istimewa ini diberikan kepada pemegang saham preferen karena mereka yang memasok dana ke perusahaan pada saat mengalami kesulitan keuangan. Pemegang saham preferen mendapat hak untuk mendapatkan deviden setiap periode. Apabila tidak memperoleh deviden pada suatu periode karena sesuatu hal, maka akan memperolehnya pada periode yang akan datang secara kumulatif.

c) Pembagian kekayaan yang didahulukan

Pemegang saham preferen mempunyai hak untuk memperoleh pembagian kekayaan perusahaan lebih dahulu daripada pemegang

saham biasa pada saat perusahaan dilikuidasi/dibubarkan. Disamping hak-hak istimewa tersebut, saham preferen juga mempunyai kelemahan. Kelemahannya adalah bahwa para pemegang saham tidak mempunyai hak suara di dalam rapat pemegang saham, yang biasanya diadakan paling sedikit sekali dalam setiap tahun.

Selain kedua saham tersebut ada juga saham harta (*treasury stock*), dan saham kelas ganda (*dual class stock*). Saham yang dijual di Bursa Efek adalah saham biasa (*common stock*), jadi masyarakat dapat membeli saham biasa tersebut di Bursa Efek melalui broker. Saham preferen mempunyai prioritas lebih tinggi dibandingkan dengan saham biasa dalam pembagian dividen dan aset.

2.1.9. Pendekatan Markowitz (*Markowitz Model*)

Untuk memperoleh manfaat pengurangan risiko yang lebih optimal dari diversifikasi dengan memperhitungkan karakteristik aset seperti tingkat *return* yang diharapkan. Dalam teori portofolio *Markowitz* dijelaskan bahwa risiko portofolio tidak boleh dihitung dari penjumlahan semua risiko aset-aset yang ada dalam portofolio, tetapi harus dihitung dari kontribusi risiko aset tersebut terhadap risiko portofolio atau dengan istilah *covarians*.

Dalam konteks manajemen portofolio, *covarians* adalah suatu ukuran *absolute* yang menunjukkan sejauhmana *return* dari dua sekuritas

dalam portofolio cenderung untuk bergerak secara bersama-sama (Eduardus Tandelilin, 2001). *Covarians* dapat berbentuk angka positif, negatif ataupun nol. *Covarians* positif artinya bahwa kecenderungan dua sekuritas bergerak dalam arah yang sama dan *covarians* negatif artinya bahwa *return* dua buah sekuritas cenderung untuk bergerak menuju ke arah yang berkebalikan. Sedangkan, *covarians* nol mengindikasikan bahwa pergerakan dua buah sekuritas bersifat independen satu dengan lainnya. Dalam *Markowitz Model*, jumlah tertimbang dari nilai-nilai dalam matriks *covariance* tingkat *return* merupakan representasi dari keseluruhan *variance* dari sebuah portofolio.

Pada tahun 1952, *Markowitz* mengembangkan suatu bentuk diversifikasi yang efisien. Ukuran yang dipakai dalam portofolio *Markowitz* adalah koefisien korelasi. Koefisien korelasi positif menunjukkan bahwa kedua aset bergerak searah, sedang koefisien korelasi negatif menunjukkan bahwa kedua aset bergerak berlawanan.

Menurut *Markowitz*, portofolio yang maksimal adalah dengan mengkombinasikan beberapa aset yang koefisien korelasinya kurang dari positif, disamping itu apabila ada dua surat berharga yang *return*-nya sama tetapi risikonya berbeda, maka dipilih yang risiko rendah.

Kesulitan lain dalam menerapkan *Markowitz Model* pada optimisasi portofolio adalah bahwa kesalahan penilaian atau estimasi koefisien korelasi dapat menghasilkan angka yang sensasional. Ini dapat terjadi karena beberapa perangkat koefisien korelasi secara bersamaan

adalah tidak konsisten.

Koefisien korelasi adalah suatu ukuran statistic yang menunjukkan pergerakan bersamaan relative (*relative comovements*) antara dua *variable*. Dalam konteks diversifikasi, ukuran ini akan menjelaskan sejauhmana *return* dari suatu sekuritas terkait satu dengan lainnya (Eduardus Tandelilin, 2001).

Pada dasarnya, teori dengan *Markowitz Model* didasari oleh asumsi sebagai berikut:

- 1) Waktu yang digunakan hanya satu periode.
- 2) Tidak ada biaya transaksi.
- 3) Preferensi investor hanya didasarkan pada *return* ekspektasi dan risiko dari portofolio.
- 4) Tidak ada pinjaman dan simpanan bebas risiko.

2.1.10. Pendekatan keseimbangan portofolio (*portfolio balance approach*)

Pada intinya pendekatan ini menyatakan bahwa uang domestik hanya merupakan salah satu dari sekian banyak jenis *asset* finansial yang diminta oleh penduduk dari suatu negara. Dalam model keseimbangan portofolio yang paling sederhana, segenap individu dan perusahaan menyimpan kekayaan finansial dalam berbagai devisa, obligasi yang ternilai dalam valuta asing, dan lain sebagainya.

Adapun komposisi uang tunai, saham dan berbagai bentuk *asset* finansial lainnya tergantung pada preferensi pribadi serta sejauh mana kecenderungan orang menghindari risiko.

Pemilihan jenis-jenis portofolio atau kombinasi *asset* finansial itu sendiri ditentukan oleh berbagai faktor dasar seperti selera dan preferensi pribadi pemilik modal, besar kecilnya kekayaan yang dimilikinya, suku bunga domestik dan luar negeri yang tengah ditawarkan, dugaan investor mengenai nilai tukar valuta asing dimasa mendatang, tingkat inflasi di dalam dan di luar negeri, dan lain sebagainya.

Perubahan atas setiap faktor dasar yang menjadi bahan pertimbangan tersebut (misalnya preferensi pemilik modal, kekayaan, suku bunga domestik dan luar negeri, perkiraan kurs dimasa mendatang, dlsb) jelas akan mendorong setiap investor untuk merubah portofolio atau kombinasi *asset*-nya, dan perubahan tersebut akan terus dilakukannya sampai terbentuk suatu kombinasi *asset* atau portofolio baru yang paling sesuai dengan keinginan dan analisisnya.

Setiap investor senantiasa berusaha mendiversifikasikan atau meragamkan dan menyeimbangkan portofolio *asset-asset* finansialnya. Atas dasar tersebut, maka model ini disebut sebagai pendekatan keseimbangan portofolio.

Perubahan-perubahan kurs, suku bunga, kekayaan, perkiraan mengenai nilai *asset* dimasa mendatang akan mengguncangkan ekuilibrium pasar-pasar finansial dan mendorong setiap investor untuk

merealokasikan segenap *asset* finansialnya untuk mencapai ekuilibrium atau keseimbangan portofolio yang baru. Hal penting yang perlu diperhatikan disini adalah setiap perubahan yang melanda indikator-indikator ekonomi penting seperti suku bunga, perkiraan kurs dimasa datang, atau berbagai variabel lainnya yang dalam prakteknya selalu dapat mempengaruhi keuntungan dan biaya kepemilikan masing-masing *asset* finansial.

Kenaikan kurs merupakan konsekuensi langsung dari kekakuan tingkat harga. Secara hipotesis, tingkat harga dapat segera menyesuaikan diri menuju ke posisi jangka panjangnya setelah terjadinya kenaikan penawaran uang. Hanya dalam kondisi seperti inilah, suku bunga dolar tidak turun karena tingkat harga dapat segera menyesuaikan dan mencegah kenaikan penawaran uang riil.

Kita dapat berasumsi bahwa dalam jangka pendek tingkat harga dapat diabaikan karena tidak dapat bergerak cepat dalam menanggapi perubahan-perubahan kebijakan. Hanya saja, asumsi ini tidak selamanya berlaku dan tidak dapat diterapkan untuk semua negara. Oleh karena itu, asumsi kekakuan harga dalam jangka pendek paling cocok diterapkan pada negara-negara yang tingkat harganya relatif stabil, misalnya Amerika Serikat.

1.1.11. Teori Ekspektasi Rasional (RATEX)

Teori ekspektasi rasional (*rational expectations*) diajukan pertama kali oleh *John F. Muth* pada tahun 1961 dalam tulisannya yang berjudul “*Rational Expectations and the Theory of Price Movements*”. Teori ini kemudian dikembangkan oleh *Robert E. Lucas Jr.* untuk memodelkan bagaimana agen ekonomi melakukan peramalan di masa yang akan datang.

Golongan ekspektasi rasional melahirkan pemikiran mengenai hipotesis pasar efisien. *Mankiw* (2006) menjelaskan bahwa ada sebuah cara dalam memilih saham untuk portofolio, yaitu memilih secara acak. Alasan dari cara ini adalah hipotesis pasar yang efisien (*efficient markets hypothesis*). Asumsinya adalah semua saham sudah dinilai tepat sepanjang waktu karena keseimbangan penawaran dan permintaan mengatur harga pasar. Pasar saham dianggap mencerminkan semua informasi yang tersedia mengenai nilai sebuah aset. Harga-harga saham berubah ketika informasi berubah. Kalau ada berita baik mengenai prospek suatu perusahaan, nilai dan harga saham sama-sama naik. Tetapi, pada saat kapan pun, harga pasar adalah perkiraan terbaik dari nilai perusahaan yang didasarkan atas semua informasi yang tersedia.

Para ekonom cenderung alergi terhadap situasi dan kondisi yang penuh dengan “ketidakpastian”. Kondisi ketidakpastian sering membuat instrumen-instrumen ekonomi yang telah dibangun tidak mampu bekerja dengan baik (*The dead of economics*). Oleh karena itu, ekonom

senantiasa bekerja keras untuk mengembangkan berbagai “model” guna memprediksi kondisi masa depan dengan berpijak dari berbagai fenomena yang ada saat ini atau bahkan masa lampau.

Secara konvensional modeling “*time series*”, yaitu model yang dibangun atas fenomena runtun waktu, khususnya masa lampau dianut oleh banyak ahli ekonometrika. Namun dalam dunia yang berubah sangat cepat seperti sekarang ini, upaya-upaya prediksi yang dibuat oleh ekonom sering meleset. Hal ini menunjukkan bahwa para ekonom sebenarnya kurang mampu untuk membaca fenomena ekonomi yang ada dan menghubungkannya dengan kemungkinan-kemungkinan masa depan. Dengan demikian harapan atau ekspektasi yang dibangun menjadi tidak tercapai.

“Ekspektasi Rasional”, yaitu suatu pandangan makroekonomi yang banyak dianut oleh kelompok ekonom dasa warsa terakhir ini, khususnya mereka yang sangat fanatik terhadap sistem pasar bebas dan secara ekstrim menolak campur tangan pemerintah dalam sistem ekonomi.

Menurut *Michael Carter* (1984), ekspektasi rasional adalah upaya meramal secara esensial masa depan variabel-variabel ekonomi untuk membuat kebijakan secara tepat. Dalam memprediksi, variabel-variabel yang relevan, namun penuh dengan ketidakpastian, harus diperhitungkan secara cermat.

Asumsi dasar bekerjanya model ekspektasi rasional adalah :

1. Ekspektasi ini didasarkan kepada informasi yang lengkap yang dimiliki oleh semua pelaku ekonomi, baik itu konsumen maupun produsen (simetris). Informasi yang lengkap ini bukan hanya meliputi informasi masa lalu, atau yang baru dialami tetapi juga informasi tentang masa yang akan datang.
2. Berdasarkan informasi-informasi tersebut, pelaku ekonomi akan melakukan tindakan yang rasional. Tindakan rasional yang dimaksudkan disini adalah : produsen cenderung untuk memaksimalkan profit dengan kendala faktor-faktor produksi, sedangkan konsumen cenderung memaksimalkan *utility* dengan kendala *income*. Pelaku ekonomi yang rasional akan senantiasa berpegang pada prinsip tersebut terutama dalam menghadapi berbagai perubahan yang timbul dari aspek makroekonomi, seperti inflasi dan pengangguran.
3. Pelaku-pelaku ekonomi mengetahui dengan baik implikasi-implikasi dari berbagai kebijakan yang akan dijalankan oleh pemerintah. Pengetahuan seperti itu terutama didapat dari pengalaman-pengalaman di masa lalu.

Teori ekspektasi rasional menganggap bahwa pada umumnya masyarakat mengetahui dampak yang akan ditimbulkan sebagai akibat kebijakan-kebijakan pemerintah seperti melakukan anggaran belanja defisit dan dampaknya terhadap perekonomian. Kemampuan untuk

memprediksi (*to expect and to anticipate*) dampak dari tindakan pemerintah seperti itu, memungkinkan pelaku-pelaku ekonomi melakukan tindakan untuk melindungi diri dari dampak buruk kebijakan pemerintah tersebut di masa depan.

Dalam kesempatan lain, Case dan Fair (1999) mengatakan bahwa hipotesis ekspektasi rasional mengasumsikan bahwa orang mengetahui tentang “model ekonomi secara benar”. Sebagai contoh model tentang inflasi. Variabel-variabel yang mempengaruhi terjadinya inflasi, diketahui secara pasti oleh semua pelaku ekonomi secara simetris. Apabila terjadi perubahan-perubahan terhadap parameter dari variabel-variabel tersebut, maka secara cepat para pelaku ekonomi dapat mengekspektasi perubahan inflasi.

2.2. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu akan diuraikan secara ringkas karena penelitian ini mengacu pada beberapa penelitian sebelumnya. Meskipun ruang lingkup hampir sama tetapi karena obyek dan periode waktu yang digunakan berbeda, maka terdapat banyak hal yang tidak sama sehingga dapat dijadikan sebagai referensi untuk saling melengkapi.

Berikut ringkasan beberapa penelitian terdahulu:

1. Mateis (Tahun 2009)

Dalam penelitiannya dengan *Markowitz Model* (Pendekatan *Mean Variance Portfolio*) menghasilkan *expected rate of return* positif untuk

seluruh saham yang dianalisis, ada tiga saham yang secara individual mempunyai karakteristik tingkat risiko yang lebih tinggi pada *expected rate of return* yang lebih rendah, koefisien korelasi positif untuk semua pasangan yang dianalisis.

2. Mansur (Tahun 2009)

Dengan menggunakan analisis jalur dalam penelitiannya menyimpulkan secara bersama-sama tingkat suku bunga SBI dan kurs dolar AS memberikan pengaruh yang signifikan. Tetapi secara individual tingkat suku bunga SBI tidak berpengaruh signifikan terhadap IHSG, sedangkan kurs dolar AS berpengaruh signifikan terhadap IHSG.

3. M.Y Dedi (Tahun 2007)

Dengan menggunakan *Single Index Model* serta pengujian dengan analisa regresi berganda menghasilkan tingkat suku bunga SBI dan kurs terbukti mempengaruhi risiko sistematis saham namun hasilnya tidak konsisten pada dua karakteristik saham perusahaan yang berbeda. Industri manufaktur dipengaruhi oleh kurs, sedangkan non manufaktur dipengaruhi oleh tingkat suku bunga SBI.

4. Sa'adah dan Panjaitan (Tahun 2006)

Berdasarkan hasil penelitian dengan metode VAR (*Vector Auto Regression*) menunjukkan bahwa tidak ada interaksi dinamis yang signifikan antara harga saham dengan nilai tukar.

5. Sudjono (Tahun 2002)

Dengan menggunakan metode VAR (*Vector Auto Regression*) dan ECM (*Error Correction Model*) ditemukan bahwa variabel ekonomi makro yang direfleksikan dengan nilai rupiah berpengaruh signifikan terhadap indeks harga saham.

6. Gupta (Tahun 2000)

Mengadakan penelitian dengan menggunakan data periode 1993-1997 menyimpulkan bahwa tidak ada hubungan kausalitas antara tingkat bunga, nilai tukar, dan harga saham.

7. Lee (Tahun 1992)

Menemukan bahwa perubahan tingkat bunga (*interest rate*) berpengaruh signifikan terhadap indeks harga saham.

Berdasarkan uraian tersebut, ringkasan dari penelitian terdahulu dapat dilihat dalam Tabel 2.1.

Tabel 2.1.
Ringkasan Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul	Variabel	Model Penelitian	Hasil Penelitian
1	Mateis Tahun 2009	<i>An Analysis of Portfolio Creasion of Jakarta Islamic Index Stocks</i>	Harga saham JII.	<i>Markowitz Model dengan Pendekatan Mean Variance Portfolio</i>	<i>Expected rate of return</i> positif untuk seluruh saham yang dianalisis, ada tiga saham yang secara individual mempunyai karakteristik tingkat risiko yang lebih tinggi pada <i>expected rate of return</i> yang lebih rendah, koefisien korelasi positif untuk semua pasangan yang dianalisis.
2	Mansur Tahun 2009	Pengaruh Tingkat Suku Bunga SBI dan Kurs Dolar AS Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan BEJ Periode Tahun 2000-2002	Tingkat suku bunga SBI. Kurs Rupiah terhadap Dolar AS. IHSG.	Analisis Jalur	Secara bersama-sama tingkat suku bunga SBI dan kurs dolar AS berpengaruh signifikan. Tetapi secara individual tingkat suku bunga SBI tidak pengaruh signifikan terhadap IHSG. Sedangkan kurs dolar AS berpengaruh signifikan terhadap IHSG.
3	M.Y Dedi Tahun 2007	Pengaruh Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia Dan Nilai Kurs Terhadap Risiko Sistematis Saham Perusahaan Di BEJ	Harga saham manufaktur dan non manufaktur. Kurs. Tingkat suku bunga SBI.	<i>Single Index Model</i> , pengujian dengan analisa regresi berganda	Tingkat suku bunga SBI dan kurs terbukti mempengaruhi risiko sistematis saham namun hasilnya tidak konsisten pada dua karakteristik saham perusahaan yang berbeda. Industri manufaktur dipengaruhi oleh kurs, sedangkan non manufaktur dipengaruhi oleh tingkat suku bunga SBI.
4	Sa'adah Tahun 2006	Interaksi Dinamis Antara Harga Saham Dengan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Dollar Amerika Serikat	IHSG. Nilai Tukar.	VAR (<i>Vector Auto Regression</i>)	Tidak ada interaksi dinamis antara harga saham dan nilai tukar

5	Sudjono Tahun 2002	Analisis Keseimbangan dan Hubungan Simultan Antara Variabel Ekonomi Makro Terhadap Indeks Harga Saham di BEJ dengan Metode VAR (<i>Vector Autoregression</i>) dan ECM (<i>Error Correction Model</i>)	IHSG. Tingkat suku bunga Deposito SBI . Jumlah Uang Beredar . Nilai Tukar Rupiah . Inflasi.	VAR (<i>Vector Auto Regression</i>) dan ECM (<i>Error Correction Model</i>)	Nilai tukar rupiah mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap indeks harga saham
6	Gupta Tahun 2000	<i>The Causality Between Interst Rate, Exchange Rate and Stock Price in Emerging Market: The Case Of The Jakarta Stock Exchange</i>	Tingkat suku bunga. Nilai Tukar. Harga saham.	Regresi	Tidak ada kausalitas antara ketiga varibel tersebut
7	Lee Tahun 1992	<i>Causal Relation Among Stock Return, Interest Rate, Real Activity, and Inflation</i>	<i>Return</i> saham. Tingkat suku bunga. Inflasi . Indeks Harga Saham.	Regresi	Tingkat suku bunga mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap indeks harga saham

Sumber: Dari berbagai jurnal

Adapun persamaan dan perbedaan penelitian ini dengan penelitian–
penelitian sebelumnya adalah:

Tabel 2.2.
Persamaan dan Perbedaan Penelitian
dengan Penelitian Terdahulu

Persamaan	Perbedaan
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Variabel yang digunakan berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya yaitu variabel ekonomi makro (Nilai Tukar Rupiah/US\$) sebagai variabel independen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Variabel yang digunakan adalah suku bunga <i>overnight</i> sebagai variabel independen lain, harga saham perbankan sebagai variabel dependen ▪ Jangka waktu penelitian hanya 1 (satu) tahun yaitu 2007, data harian (<i>time series</i>) ▪ Teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda (<i>multiple regression linear analysis model</i>) dengan persamaan pangkat kuadrat terkecil biasa (<i>Ordinary Least Square</i>) dan <i>Markowitz Model</i> dengan menggunakan pendekatan <i>Mean Variance Portfolio</i>

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Kerangka pemikiran teoritis pada dasarnya adalah kerangka hubungan antara konsep-konsep yang akan diteliti atau diukur melalui penelitian. Tujuan dari pengajaran teori pada umumnya dan teori ekonomi mikro pada khususnya yaitu *inter alia*, menunjukkan cara-cara untuk menangkap dan menyederhanakan serta memecahkan permasalahan yang dihadapi secara sistematis. Diperlukan juga uraian tentang konsep-konsep guna mencari hubungan sebab-akibat (*causal*) atau interpendensi antara semua unsur-unsur yang terkandung dalam konsep secara verbal, dipergunakan juga alat-alat analisa grafis dan matematis.

Dalam penelitian terhadap 2 (dua) variabel ekonomi makro yang diduga berpengaruh terhadap harga saham perbankan di Bursa Efek Indonesia. Adapun variabel ekonomi makro yang diprediksikan berpengaruh terhadap harga saham perbankan adalah suku bunga *overnight* dan nilai tukar Rupiah/US\$.

Berdasarkan uraian di atas, hubungan masing-masing variabel independen (variabel ekonomi makro) terhadap harga saham perbankan dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Hubungan Suku Bunga *Overnight* terhadap Harga Saham Perbankan

Suku bunga dan sekuritas adalah dua faktor yang sering diperhatikan sebelum investor melakukan investasi, umumnya suku bunga mempunyai hubungan negative dengan harga sekuritas. Secara sederhana, jika suku bunga pasar meningkat, maka tingkat *return* yang disyaratkan investor juga akan meningkat. Suku bunga merupakan besarnya imbalan yang harus dibayarkan atas penggunaan sejumlah uang berdasarkan perjanjian pinjam meminjam.

Dalam rangka mencapai sasaran akhir kebijakan moneter, Bank Indonesia menerapkan kerangka kebijakan moneter melalui pengendalian suku bunga (target suku bunga). Sasaran operasional, *BI Rate* tercermin dari pergerakan suku bunga Pasar Uang Antar Bank *Overnight* (PUAB O/N). Kenaikan *overnight rate* cukup berpengaruh pada sistem keuangan Indonesia. Sehingga secara langsung juga akan berpengaruh pada harga saham.

Menurut Cahyono (2000) terdapat 2 penjelasan mengapa kenaikan suku bunga dapat mendorong harga saham ke bawah. Pertama, kenaikan suku bunga mengubah peta hasil investasi. Kedua, kenaikan suku bunga akan memotong laba perusahaan. Hal ini terjadi dengan dua cara. Kenaikan suku bunga akan meningkatkan beban bunga emiten, sehingga labanya dapat terpengang. Selain itu, ketika suku bunga tinggi, biaya produksi akan meningkat dan harga produk akan lebih mahal sehingga konsumen mungkin akan menunda perbeliannya dan menyimpan dananya di bank. Akibatnya penjualan perusahaan menurun. Penurunan penjualan perusahaan dan laba akan menekan harga saham.

Kenaikan tingkat suku bunga dapat meningkatkan beban perusahaan (emiten) yang lebih lanjut dapat menurunkan harga saham. Kenaikan ini juga potensial mendorong investor mengalihkan dananya ke pasar uang atau tabungan maupun deposito sehingga investasi di lantai bursa turun dan selanjutnya dapat menurunkan harga saham. Hal ini telah dibuktikan oleh Lee dalam penelitiannya tahun 1992 bahwa tingkat bunga mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap indeks harga saham.

2. Hubungan Nilai Tukar Rupiah/US\$ terhadap Harga Saham Perbankan

Terdapat dua pendekatan teori yang dikembangkan dalam literatur untuk menentukan hubungan antara nilai tukar atau kurs dengan harga saham. Yang pertama, *good market approach* (Dornbusch & Fischer, 1980) menyatakan perubahan nilai tukar atau kurs mempengaruhi *competitiveness* suatu perusahaan, yang selanjutnya mempengaruhi pendapatan perusahaan

atau *cost of fund* dan selanjutnya harga sahamnya. Berdasarkan *macro basis* dampak fluktuasi kurs mata uang terhadap pasar modal sangat tergantung pada tingkat keterbukaan ekonomi domestik dan kesinambungan neraca perdagangan. Yang kedua adalah *portfolio balance approach* (Franke, 1993) dimana menekankan peranan *capital account transactions*. Kenaikan return saham (*rising stock market*) akan menarik *capital flow* yang selanjutnya akan meningkatkan *demand* mata uang domestik dan menyebabkan kurs mata uang terapresiasi. Sekalipun menurut teori terdapat *causal relationship* antara kurs mata uang dengan harga saham, bukti yang ada menunjukkan hubungan yang lemah diantara keduanya pada tataran mikro.

Pada tataran makro, Ma & Kao (1990) membuktikan bahwa apresiasi mata uang atau kurs secara negatif mempengaruhi pasar modal domestik yang negaranya sebagai *export dominant* dan akan berpengaruh positif terhadap pasar modal domestik bagi negara yang *import dominant*. Hal ini konsisten dengan *goods market theory*. Ajayi and Mougoue (1996) dengan menggunakan data harian delapan negara, menunjukkan dalam penelitiannya terdapat interaksi signifikan antara kurs dan pasar modal, sementara Abdulla & Murinde (1997) menyatakan dalam penelitiannya bahwa kurs mata uang bulanan cenderung berhubungan terhadap harga saham. Berkaitan dengan kausalitas antara kurs mata uang dan pasar modal, Ramasamy & Mathew (2001) menyatakan apakah pergerakan harga saham menyebabkan volatilitas kurs mata uang atau sebaliknya adalah tergantung situasi negara tersebut dan *time dependent*.

Jika diamati menurut perspektif *emerging market*, meneliti hubungan harga saham dan kurs mata uang menjadi sangat menarik dengan beberapa alasan. Pertama, dalam era pertumbuhan perdagangan dan liberalisasi keuangan, ekonomi *emerging market* saat ini dipengaruhi oleh fluktuasi kurs mata uang baik pada tingkat mikro maupun makro. Penelitian ini juga semakin menarik dimana negara-negara *emerging market* telah memberlakukan atau meninggalkan kurs tetap (*pegged arrangement towards exchange rate system*) seiring dengan negara tersebut sedang meningkatkan peranan pasar modalnya (Abdalla and Murinde, 1997).

Kedua, *emerging market* menjadi sangat sensitif, seiring dengan percepatan integrasi pasar keuangan dunia. Misalnya hampir seluruh pasar modal *emerging market* sangat cepat bereaksi atas kejadian krisis *sub-prime mortgages* yang terjadi. Oleh karena itu hubungan harga saham dan kurs mata uang menjadi bagian dalam penelitian ini.

Fluktuasi nilai rupiah terhadap mata uang asing yang stabil akan sangat mempengaruhi iklim investasi di dalam negeri, khususnya pasar modal. Terjadinya apresiasi nilai tukar rupiah terhadap dolar misalnya, akan memberikan dampak terhadap perkembangan pemasaran produk Indonesia di luar negeri, terutama dalam hal persaingan harga. Apabila hal ini terjadi, secara tidak langsung akan memberikan pengaruh terhadap neraca perdagangan, karena menurunnya nilai ekspor dibandingkan dengan nilai impor. Selanjutnya, akan berpengaruh pula kepada neraca pembayaran Indonesia. Dan memburuknya neraca pembayaran tentu akan berpengaruh

terhadap cadangan devisa. Berkurangnya cadangan devisa akan mengurangi kepercayaan investor terhadap perekonomian Indonesia, yang selanjutnya menimbulkan dampak negatif terhadap perdagangan saham di pasar modal sehingga terjadi *capital outflow*.

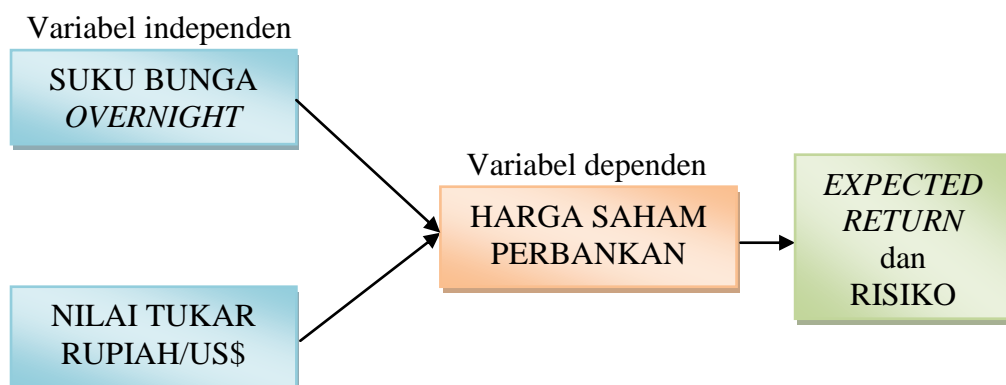
Selanjutnya jika terjadi penurunan nilai tukar yang berlebihan, akan berdampak pada perusahaan-perusahaan *go public* yang menggantungkan faktor produksi terhadap barang-barang impor. Besarnya belanja impor dari perusahaan seperti ini dapat menaikkan biaya produksi, serta menurunkan laba perusahaan. Selanjutnya dapat ditebak, harga saham perusahaan akan anjlok.

Menurut Sri Adiningsih, dkk (1998) bahwa, menurunnya nilai tukar rupiah (kurs) terhadap mata uang asing khususnya dolar US mempunyai pengaruh negatif terhadap kondisi ekonomi secara keseluruhan termasuk pasar modal. Naiknya tingkat bunga akan mengurangi investor untuk melakukan investasi di pasar modal. Dengan demikian, maka melemahnya nilai tukar rupiah secara signifikan akan dapat mempengaruhi tingkat pengembalian investasi suatu perusahaan khususnya perusahaan yang hanya mengandalkan bahan baku dari luar negeri, dan hal tersebut juga akan dapat menimpa perusahaan yang hanya mengandalkan pinjaman luar negeri dalam bentuk dolar US untuk membiayai operasi perusahaan. Jadi dengan terdepresiasi nilai tukar rupiah akan mengakibatkan biaya yang akan ditanggung perusahaan akan semakin besar, sehingga akan menekan tingkat

keuntungan yang diperoleh perusahaan, dan hal tersebut akan dapat menurunkan harga saham perusahaan yang diperjualbelikan di pasar modal.

Atas dasar analisis tersebut maka pengaruh dari masing-masing variabel tersebut terhadap harga saham perbankan dapat digambarkan dalam model seperti ditunjukkan dalam Gambar 2.10.

Gambar 2.10: Kerangka Pemikiran Teoritis Analisis Pengaruh Suku Bunga *Overnight* dan Nilai Tukar Rupiah/US\$ Terhadap Harga Saham Perbankan di Bursa Efek Indonesia



Dalam penelitian ini peneliti menggunakan teknik analisis regresi linier berganda (*multiple regression linear analysis*) dengan persamaan pangkat kuadrat terkecil biasa (*Ordinary Least Square*). Analisis regresi linier berganda merupakan analisis hubungan antara beberapa variabel independen dengan satu variabel dependen. Tujuan analisis regresi linier berganda adalah untuk menemukan model regresi yang paling sesuai menggambarkan faktor-faktor yang berhubungan dengan variabel dependen. Satu hal yang penting dalam regresi linier berganda adalah bagaimana memilih variabel independen sehingga terbentuk sebuah model yang paling sesuai untuk menjelaskan/menggambarkan variabel dependen yang sesungguhnya dalam

populasi.

Perlu diketahui bahwa dengan memasukkan sebanyak mungkin variabel independen ke dalam model tidak selalu meningkatkan kemampuan prediksi variabel independen terhadap variabel dependen, sebab semakin banyak variabel independen (lebih-lebih variabel yang tidak relevan) mengakibatkan makin besarnya nilai standar error (Se). Disamping itu, model dengan banyak variabel seringkali menyulitkan dalam interpretasi.

Berdasarkan pertimbangan tersebut pemilihan variabel independen hendaknya memperhatikan aspek statistik dan substansi. Model yang dihasilkan diharapkan model yang parsimoni, artinya variabel yang masuk dalam model sebaiknya sedikit jumlahnya, namun cukup baik untuk menjelaskan faktor-faktor penting yang berhubungan dengan variabel dependen. (Sutanto Priyo Hastomo, 2007) Oleh karena itu peneliti hanya menggunakan dua variabel independen.

Selain itu peneliti menggunakan teknis analisis *Markowitz Model* dengan menggunakan pendekatan *Mean Variance Portfolio*. Teori dengan *Markowitz Model* didasari oleh salah satu asumsinya yaitu waktu yang digunakan hanya satu periode. Peneliti menggunakan waktu penelitiannya tahun 2007, dengan alasan prospek ekonomi tahun 2007 lebih baik, dimana stabilitas ekonomi tetap terjaga dengan nilai tukar rupiah yang stabil, serta laju inflasi dan suku bunga yang terkendali.

Demikian pula di bidang perbankan, tahun 2007 juga menunjukkan perkembangan yang cukup baik. Total *Asset* perbankan, Kredit, dan Dana

Pihak Ketiga tumbuh dengan diturunkannya *BI rate* sejalan dengan terpeliharanya stabilitas ekonomi makro. Kinerja keuangan Bank di tahun 2007 dipresentasikan melalui pencapaian *asset* Rp. 15,64 triliun atau lebih tinggi 9,14% dibandingkan dengan tahun sebelumnya. *Capital Adequacy Ratio* (CAR) setelah memperhitungkan risiko pasar untuk tahun 2007 adalah sebesar 13,13%.

Dengan *Markowitz Model* akan dianalisa berapa besar variabel independen mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi dan risiko dari variabel dependen.

Dalam penelitian ini, suku bunga *overnight* dan nilai tukar Rupiah/US\$ sebagai variabel independen, sedangkan harga saham perbankan sebagai variabel dependen. Peneliti menggunakan variabel independennya adalah suku bunga *overnight*, karena kemungkinan merupakan salah satu variabel ekonomi makro yang keberadaannya berpotensi mempengaruhi kegiatan perdagangan di lantai bursa. Suku bunga *overnight* sebagai cerminan *BI rate* yang merupakan pergerakan suku bunga Pasar Uang Antar Bank (PUAB). Suku bunga *overnight* merupakan salah satu kendali terpenting guna mempengaruhi jalannya proses perekonomian. Wacana pergantian instrumen suku bunga acuan (*BI Rate*) menjadi suku bunga *overnight* dalam upaya penyempurnaan sistem moneter Indonesia, agar mempunyai dampak lebih baik terhadap pasar uang. Suku bunga yang kompetitif diikuti perbaikan iklim investasi akan dapat mendorong tumbuhnya investasi. Sehingga secara langsung juga akan berpengaruh pada harga saham.

Selain itu juga peneliti menggunakan variabel independen nilai tukar rupiah terhadap dolar AS (kurs). Dolar AS merupakan mata uang internasional yang terkuat di dunia, sehingga banyak negara ataupun perusahaan yang melakukan transaksi dengan menggunakan mata uang ini (Dolar AS). Kurs valuta asing adalah salah satu alat pengukur lain yang digunakan dalam menilai kekuatan suatu perekonomian. Kurs menunjukkan banyaknya uang dalam negeri yang diperlukan untuk membeli satu unit valuta asing tertentu. Kurs valuta asing dapat dipandang sebagai harga dari suatu mata uang asing. Perubahan kurs valuta asing dapat dipergunakan sebagai salah satu ukuran untuk menilai kestabilan dan perkembangan suatu perekonomian. Kurs inilah sebagai salah satu indikator yang mempengaruhi aktivitas di pasar saham maupun pasar uang karena investor cenderung akan berhati-hati untuk melakukan investasi.

2.4. Hipotesis

Istilah hipotesis berasal dari bahasa Yunani, yaitu *hupo* dan *thesis*. *Hupo* artinya lemah, kurang atau di bawah dan *thesis* artinya teori, proposisi, atau pernyataan yang disajikan sebagai bukti. Jadi, hipotesis dapat diartikan sebagai suatu pernyataan yang masih lemah kebenarannya dan perlu dibuktikan atau dugaan yang sifatnya masih sementara (M. Iqbal Hasan, 2003).

Adapun hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- H1 : Variabel Suku Bunga *Overnight* (X1) dan Nilai Tukar Rupiah/US\$ (X2) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap Harga Saham Perbankan (Y) di Bursa Efek Indonesia tahun 2007.
- H2 : Variabel Suku Bunga *Overnight* (X1) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap Harga Saham Perbankan (Y) di Bursa Efek Indonesia tahun 2007.
- H3 : Variabel Nilai Tukar Rupiah/US\$ (X2) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap Harga Saham Perbankan (Y) di Bursa Efek Indonesia tahun 2007.