

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Pustaka

2.1.1 *Return Saham*

Return saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya. Tanpa adanya tingkat keuntungan yang dinikmati dari suatu investasi, tentunya investor tidak akan melakukan investasi. Secara praktis, tingkat pengembalian suatu investasi adalah persentase penghasilan total selama periode inventasi dibandingkan harga beli investasi tersebut.

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi yang berupa *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis dan digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. *Return* realisasi ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) yang merupakan *return* yang diharapkan oleh investor serta risiko di masa mendatang. *Return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh investor di masa mendatang (Pancawati et al, 2002).

Return yang diterima oleh investor pasar modal dibedakan menjadi dua jenis yaitu *current income* (*pendapatan lancar*) dan *capital gain* (keuntungan selisih harga). *Current income* adalah keuntungan yang didapat melalui pembayaran yang bersifat periodik seperti *dividen*. Keuntungan ini biasanya diterima dalam bentuk kas atau setara kas sehingga dapat dicairkan (diuangkan) secara cepat.

Misalnya *dividen* saham yaitu dibayar dalam bentuk saham yang bisa dikonversi menjadi uang kas dengan cara menjual saham yang diterimanya (Ang, 1997).

Jenis kedua dari *return* adalah *capital gain*, yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih positif harga jual dan harga beli suatu instrumen investasi. Tentunya tidak semua instrumen investasi memberikan komponen *return* berupa *capital gain*. *Capital gain* ini sangat tergantung dari harga pasar instrumen investasi yang bersangkutan yang berarti bahwa instrumen investasi tersebut harus diperdagangkan di pasar. Karena dengan adanya perdagangan, maka akan timbul perubahan nilai dari suatu instrumen investasi. Investasi yang dapat memberikan *capital gain* seperti *obligasi dan saham*, sedangkan yang tidak memberikan komponen *return capital gain* seperti *sertifikat deposito, tabungan, dan sebagainya*.

Perubahan-perubahan *return* saham secara menyeluruh atau sektoral selalu diukur dengan indeks harga saham. Indeks harga saham merupakan salah satu indikator utama dalam setiap pergerakan saham, sehingga *return* saham dapat menjadi pintu permulaan untuk melakukan investasi. *Return* saham yang tinggi mengindikasikan bahwa saham tersebut aktif diperdagangkan.

Husnan (2000), mengatakan bahwa meskipun disebutkan sebagai *return* saham atau tingkat keuntungan, sebenarnya tingkat keuntungan tersebut lebih tepat dikatakan sebagai persentase perubahan harga saham. Harga saham di pasar modal (sekunder) setiap saat bisa berubah (naik atau turun).

Berikut ini merupakan beberapa faktor yang dapat mempengaruhi *return* saham:

- 1) Harapan investor terhadap tingkat keuntungan dividen untuk masa yang akan datang. Jika pendapatan atau dividen suatu saham stabil, maka harga saham cenderung stabil. Sebaliknya, jika pendapatan atau dividen suatu saham berfluktuasi, maka harga saham tersebut cenderung berfluktuasi pula.
- 2) Tingkat pendapatan perusahaan. Tingkat pendapatan perusahaan yang tercermin dari *Earning Per Share (EPS)* juga berimplikasi dengan peningkatan harga saham. Apabila fluktuasi *EPS* makin tinggi maka makin tinggi pula perubahan harga pasarnya. *EPS* merupakan perbandingan antara *Earning After Tax (EAT)* dengan jumlah saham yang beredar. *EPS* merupakan rasio keuangan yang digunakan investor untuk menganalisa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba berdasarkan saham yang dimiliki. *EPS* menunjukkan laba bersih perusahaan yang siap dibagikan kepada semua pemegang saham.
- 3) Kondisi perekonomian. Apabila kondisi perekonomian stabil dan mantap, maka investor optimis terhadap kondisi perekonomian yang akan datang sehingga harga saham cenderung stabil dan sebaliknya.

Di samping faktor-faktor tersebut, *return* saham juga dipengaruhi oleh kondisi perusahaan (laba perusahaan, kebijakan direksi), tingkat suku bunga, harga komoditas, kondisi ekonomi, faktor investasi lain, kebijakan pemerintah, inflasi, penawaran serta permintaan, dan lain-lain.

Menurut Koesno (2002), salah satu faktor penting yang mempengaruhi pengharapan investor adalah kinerja keuangan dari tahun ke tahun. Kinerja keuangan perusahaan dapat menjadi petunjuk arah naik turunnya *return* saham

suatu perusahaan. Oleh karena itu, harga saham lebih banyak ditentukan oleh *performance* atau kinerja perusahaan itu sendiri dibandingkan faktor-faktor lainnya. Secara umum kinerja keuangan perusahaan ditunjukkan dalam laporan keuangan yang dipublikasikan, dimana dengan laporan keuangan tersebut dapat dilakukan analisis berdasarkan rasio-rasio keuangan.

2.1.2 Risiko

Risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaannya, maka akan semakin besar pula risiko investasi tersebut. Menurut Tandelilin (2001), dalam manajemen investasi *modern*, pembagian risiko total investasi dibagi menjadi 2 yaitu:

1) Risiko sistematis (risiko pasar)

Merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Jadi perubahan pasar akan mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi (kondisi makro)

2) Risiko tidak sistematis (risiko perusahaan)

Merupakan risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan. Jadi lebih terkait pada perubahan kondisi mikro perusahaan emiten.

Dalam manajemen portofolio disebutkan bahwa risiko non sistematis dapat diminimalkan dengan melakukan diversifikasi investasi. Risiko sistematis berasal dari faktor-faktor yang secara sistematis mempengaruhi sebagian besar perusahaan, seperti; perang, inflasi, resesi, perubahan kurs, dan suku bunga yang tinggi (Brigham dan Houston, 1998). Risiko-risiko ini yang mempengaruhi surat

berharga secara keseluruhan, dan kebanyakan saham cenderung dipengaruhi secara negatif oleh risiko ini, sehingga konsekuensinya tidak dapat didiversifikasi (Brigham dan Houston, 1998).

Indeks untuk mengukur risiko sistematis adalah beta (β), koefisien beta ini yang menggambarkan kecenderungan saham untuk bergerak naik atau turun dalam pasar. Penggunaan beta (β) sebagai pengukur risiko sistematis mengacu pada konsep *single-index model* (Sharpe, 1964). Model ini didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar (Jogiyanto, 2003).

Berdasarkan pengamatan secara khusus harga suatu sekuritas kebanyakan bahwa harga saham cenderung mengalami kenaikan apabila indeks harga saham gabungan (IHSG) naik. Demikian terjadi sebaliknya, bahwa kebanyakan harga saham cenderung mengalami penurunan apabila indeks harga saham gabungan (IHSG) turun.

Beta dapat dihitung dengan menggunakan data historis berupa data pasar (*return* sekuritas dan *return* pasar), data akuntansi (laba perusahaan dan laba indeks pasar) atau data fundamental (faktor internal perusahaan). Beta yang dihitung dengan data pasar disebut dengan beta pasar, beta yang dihitung dengan data akuntansi disebut dengan beta akuntansi, sedangkan beta yang dihitung dengan menggunakan data fundamental disebut dengan beta fundamental.

Beta pasar dapat ditentukan dengan teknik grafik (*Scatter Diagram*) dan teknik regresi. Teknik regresi dapat didasarkan atas metode indeks tunggal (model pasar) atau model *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*).

Beta merupakan mekanisme kontrol terhadap risiko yang masih banyak dipakai oleh para manajer portofolio karena sesuai dengan konsep hubungan risiko dan *return* dalam *CAPM*, beta memiliki hubungan yang kuat dengan *return* suatu investasi.

Menurut Barra dalam Ardiana (2006), peran beta dalam manajemen portofolio pada dasarnya dapat dibagi menjadi 3 peran utama, yaitu:

- 1) Meramalkan risiko sistematis portofolio
- 2) Ukuran risiko sistematis yang terjadi
- 3) Meramalkan return yang diharapkan dari suatu portofolio

2.1.3 Nilai Tukar

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.*

Nilai tukar merupakan indikator yang digunakan oleh para investor untuk melakukan investasi di pasar modal. Para pelaku dalam pasar internasional amat peduli terhadap penentuan kurs valuta asing (valas), karena kurs valas akan mempengaruhi biaya dan manfaat "bermain" dalam perdagangan barang, jasa dan surat berharga (Mudrajad, 1996).

Faktor-faktor fundamental yang diduga kuat berpengaruh kuat terhadap kurs valas adalah jumlah uang beredar, pendapatan riil relatif, harga relatif, perbedaan inflasi, perbedaan suku bunga, dan permintaan serta penawaran asset di kedua negara.

Gustav Cassel, seorang ekonom berkebangsaan Swedia pada tahun 1918 memperkenalkan teori *Purchasing Power Parity (PPP)* atau di Indonesia dikenal dengan teori Paritas Daya Beli, teori *Interest Rate Parity (IRP)*, dan teori

International Fisher Effect (IFE). *Purchasing Power Parity (PPP)* menghubungkan kurs valas dengan harga-harga komoditi dalam mata uang lokal di pasar internasional, yaitu bahwa kurs valas akan cenderung menurun dalam proporsi yang sama dengan laju kenaikan harga (Baillie and McMahon, 1990).

Menurunnya kurs karena laju kenaikan harga membuat biaya produksi naik, terutama pada perusahaan yang menggunakan bahan baku impor. Akibatnya, daya saing perusahaan-perusahaan tersebut menurun, karena perusahaan harus menjual produknya dengan harga yang lebih tinggi.

Teori *PPP (Purchasing Power Parity)*, juga menjelaskan bahwa kurs *spot* suatu valas akan berubah sebagai reaksi terhadap perbedaan inflasi antara dua negara. Akibatnya daya beli seorang konsumen ketika membeli barang di negaranya sendiri akan sama dengan daya beli ketika mengimpor barang dari negara lain (Mudrajad, 1996). Teori *IRP (Interest Rate Parity)*, kurs *forward* suatu mata uang yang mengandung premi (atau diskon) ditentukan oleh perbedaan suku bunga antara dua negara. Akibatnya arbitrase suku bunga yang ditutup (*covered interest arbitrage*) akan jauh lebih menguntungkan dibanding suku bunga domestik (Mudrajad, 1996).

Demikian juga menurut teori *IFE (International Fisher Effect)*, kurs *spot* mata uang akan berubah sesuai dengan perbedaan suku bunga antara 2 negara. Akibatnya rata-rata keuntungan dari sekuritas pasar uang internasional yang tidak ditutup akan tidak lebih dari keuntungan yang diperoleh dari sekuritas pasar uang domestik, terutama dari sudut pandang investor di negara asal (Mudrajad, 1996).

Menurunnya kurs Rupiah terhadap mata uang asing khususnya Dollar AS memiliki pengaruh negatif terhadap ekonomi dan pasar modal (Sitinjak dan Kurniasari, 2003).

Apabila nilai tukar mata uang dalam negeri suatu negara tidak stabil atau fluktuasinya sangat tinggi (semakin melemah) terhadap mata uang negara lain (khususnya Dollar AS) maka berdampak pada menurunnya daya beli masyarakat karena dari sisi sektor bisnis berupaya melakukan efisiensi seketat mungkin.

Menurut Madura (2006), ada beberapa faktor yang mempengaruhi pergerakan nilai tukar, yaitu:

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

3) Sentimen Pasar

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

2.1.4 Analisis Rasio

Laporan keuangan akan melaporkan posisi perusahaan pada satu titik waktu tertentu maupun operasinya selama satu periode di masa lalu. Akan tetapi, nilai sebenarnya dari laporan keuangan terletak pada kenyataan bahwa laporan tersebut dapat digunakan untuk membantu meramalkan keuntungan dan dividen di masa depan. Analisis laporan keuangan akan bermanfaat baik untuk membantu mengantisipasi kondisi-kondisi di masa depan maupun yang lebih penting lagi sebagai titik awal untuk melakukan perencanaan langkah-langkah yang akan meningkatkan kinerja perusahaan di masa mendatang.

1) Rasio Likuiditas

Aktiva lancar merupakan aktiva yang diperdagangkan dalam suatu pasar yang akan aktif sehingga akibatnya dapat dengan cepat diubah menjadi kas dengan menggunakan harga pasar yang berlaku.

Aktiva lancar umumnya meliputi kas, sekuritas, piutang usaha dan persediaan. Kewajiban lancar terdiri dari utang usaha, wesel tagih jangka pendek, utang jatuh tempo yang kurang dari satu tahun, akrual pajak dan beban-beban akrual lainnya terutama gaji.

Jika sesudah perusahaan mengalami kesulitan keuangan, perusahaan akan membayar tagihan-tagihannya (utang usaha) secara lebih lambat, meminjam dari bank dan seterusnya. Jika kewajiban lancar meningkat secara lebih cepat dari aktiva lancar, rasio lancar akan turun, dan hal ini pertanda adanya masalah. Rasio lancar merupakan indikator tunggal terbaik dari sampai sejauh mana klaim dari kreditor jangka pendek telah ditutupi oleh aktiva-aktiva yang

diharapkan dapat diubah menjadi kas dengan cukup tepat. Rasio ini merupakan ukuran solvabilitas jangka pendek yang paling sering digunakan.

2) Rasio Manajemen Aktiva

Rasio manajemen aktiva mengukur seberapa efektif perusahaan mengelola aktivasnya. Rasio-rasio ini dirancang untuk menjawab pertanyaan sebagai berikut: apakah jumlah total dari tiap-tiap jenis aktiva seperti yang dilaporkan dalam neraca terlihat wajar, terlalu tinggi atau terlalu rendah jika dibandingkan dengan tingkat penjualan yang diproyeksikan? Rasio perputaran persediaan dinyatakan sebagai penjualan dibagi persediaan.

a) Mengevaluasi piutang (jumlah hari penjualan belum tertagih)

Jumlah hari penjualan belum tertagih (*days sale outstanding*), digunakan untuk menilai piutang dan dihitung dengan membagi piutang dengan jumlah hari penjualan rata-rata untuk menemukan berapa hari penjualan masih dicatat dalam piutang. Jadi DSO mencerminkan rata-rata rentang waktu perusahaan harus menunggu untuk menerima kas setelah melakukan penjualan.

b) Mengevaluasi aktiva tetap (rasio perputaran aktiva tetap)

Rasio perputaran aktiva tetap mengukur seberapa efektif perusahaan mempergunakan pabrik dan peralatannya. Ini merupakan rasio dari penjualan aktiva bersih.

3) Rasio Manajemen Utang

Seberapa jauh perusahaan menggunakan pendanaan melalui utang atau pengungkit keuangan (*financial leverage*).

Rasio manajemen utang memiliki tiga implikasi penting:

- a) Dengan memperoleh dana melalui utang, para pemegang saham dapat mempertahankan kendali mereka atas perusahaan tersebut sekaligus membatasi investasi yang mereka berikan.
- b) Kreditor akan melihat pada ekuitas atau dana yang diperoleh sendiri sebagai satuan batasan keamanan, sehingga semakin tinggi proporsi dari jumlah modal yang diberikan oleh pemegang saham, maka semakin kecil risiko yang harus dihadapi kreditor.
- c) Jika perusahaan mendapatkan hasil dari investasi yang didanai dari hasil pinjaman yang lebih besar daripada bunga yang dibayarkan, maka pengembalian dari modal pemilik akan diperbesar atau diungkit.

Perusahaan-perusahaan memiliki rasio utang relatif tinggi ketika perekonomian berada pada posisi normal, namun memiliki rasio kerugian ketika ekonomi mengalami resesi. Oleh sebab itu, keputusan akan penggunaan utang mengharuskan perusahaan menyeimbangkan tingkat ekspektasi pengembalian yang lebih tinggi dengan risiko yang meningkat. Rasio total utang terhadap total aktiva yang umumnya disebut sebagai rasio utang, akan mengukur persentase dari dana yang diberikan kreditor.

Total utang meliputi kewajiban lancar dan utang jangka panjang. Kreditor lebih menyukai rasio utang yang lebih rendah karena semakin rendah angka rasionya maka semakin besar peredaman dari kerugian yang dialami kreditor jika terjadi likuidasi. Di lain pihak, pemegang saham mungkin menginginkan lebih banyak *leverage* karena akan memperbesar ekspektasi keuntungan.

(1) Kemampuan untuk membayar bunga (rasio kelipatan pembayaran bunga)

Rasio kelipatan pembayaran bunga mengukur sejauh mana laba operasi menurun sebelum perusahaan tidak mampu lagi membayar bunga tahunannya. Kegagalan dalam memenuhi kewajiban ini akan dapat mengakibatkan adanya tuntutan hukum oleh kreditor perusahaan yang kemungkinan akan menyebabkan kebangkrutan.

(2) Kemampuan untuk melayani utang (rasio cakupan *EBITDA*)

Rasio *time interest earned* akan berguna dalam menilai kemampuan sebuah perusahaan memenuhi beban bunga atas utangnya. Akan tetapi rasio ini memiliki dua kelemahan.

(a) Bunga bukanlah satu-satunya beban keuangan yang bersifat tetap. Perusahaan juga harus mengurangi utangnya sesuai jadwal dan banyak perusahaan menyewa aktivitya dan akibatnya harus melakukan pembayaran sewa. Jika gagal membayar kembali utang atau melunasi pembayaran sewanya, perusahaan terpaksa harus menyatakan bangkrut.

(b) *EBIT* tidaklah mencerminkan seluruh arus kas yang tersedia untuk melayani utang, terutama perusahaan yang memiliki beban depresiasi dan amortisasi yang tinggi. Untuk memasukkan kelemahan-kelemahan ini, para banker dan pihak lainnya telah mengembangkan rasio kecukupan *EBITDA*.

4) Rasio Profitabilitas

Menurut Brigham & Houston (2006), profitabilitas dapat diukur dengan beberapa rasio keuangan (rasio profitabilitas) yaitu:

- a) Margin laba atas penjualan (*profit margin on sales*), yang dihitung dengan membagi laba bersih dengan penjualan, akan menunjukkan laba per nilai penjualan.
- b) Kemampuan dasar untuk menghasilkan laba (*basic earning power-BEP*), dihitung dengan membagi keuntungan sebelum beban bunga dan pajak (*EBIT*) dengan total aktiva.
- c) Tingkat pengembalian total aktiva, rasio antara laba bersih terhadap total aktiva mengukur tingkat pengembalian total aktiva (*return on assets-ROA*) setelah beban bunga dan pajak.
- d) Tingkat pengembalian ekuitas saham biasa, rasio laba bersih terhadap ekuitas saham biasa, dimana mengukur tingkat pengembalian atas investasi dari pemegang saham biasa.

5) Rasio Nilai Pasar

Rasio nilai pasar akan menghubungkan nilai saham perusahaan pada laba, arus kas, dan nilai buku per sahamnya. Rasio-rasio ini dapat

memberikan indikasi kepada manajemen mengenai yang dipikirkan oleh para investor tentang kinerja masa lalu dan prospek perusahaan di masa mendatang. Jika rasio-rasio likuiditas, manajemen aktiva, manajemen utang dan profitabilitas semuanya terlihat baik, maka rasio-rasio nilai pasarnya juga akan tinggi, dan harga saham kemungkinan juga akan tinggi sesuai harapan.

- a) Rasio laba per harga (*price earning ratio*) menunjukkan seberapa banyak uang yang rela dikeluarkan oleh investor untuk membayar setiap Dollar laba yang dilaporkan.
- b) Rasio laba per arus kas. Di beberapa industri, harga saham akan lebih terikat pada arus kas daripada laba bersih.
- c) Rasio nilai pasar per nilai buku. Rasio atas harga pasar saham terhadap nilai bukunya juga akan memberikan indikasi yang lain tentang bagaimana investor memandang perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pengembalian ekuitas yang relatif tinggi biasanya menjual dengan perkaliannya rendah.

Menurut Ang (1997), salah satu rasio yang berpengaruh terhadap *return* saham ialah rasio solvabilitas. Tingkat *debt ratio* yang kecil menunjukkan kinerja yang semakin baik, karena menyebabkan tingkat pengembalian yang semakin tinggi.

Rasio *Debt to Equity Ratio (DER)* digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan utang) terhadap total ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio ini diukur dengan cara membandingkan antara *debts* terhadap *total equity*. *Debt ratio* yang tinggi mempunyai dampak yang buruk terhadap kinerja

perusahaan, karena tingkat utang semakin tinggi, yang berarti beban bunga akan semakin besar sehingga dapat mengurangi keuntungan.

2.1.5 Perusahaan Multinasional (MNC)

Perusahaan multinasional adalah perusahaan yang memiliki operasi-operasi yang signifikan di dua atau lebih negara secara bersamaan, namun keputusan utama dan kontrolnya dilakukan oleh perusahaan di negara asalnya (M. Fasal, 2001), sedangkan menurut Shapiro dalam M. Fasal, perusahaan multinasional adalah perusahaan yang beroperasi (memproduksi dan menjual barang atau jasanya) di lebih dari satu negara. Perusahaan ini terdiri dari perusahaan induk (*parent company*) yang berlokasi di negara asalnya dan memiliki paling sedikit lima atau enam perusahaan afiliasi / *subsidiary* (anak perusahaan) di luar negeri, secara khas dengan suatu interaksi derajat yang tinggi atau saling terkait antara suatu perusahaan dengan perusahaan yang lainnya.

Mamduh M. Hanafi (2003), mengatakan bahwa perusahaan multinasional mempunyai beberapa ciri yang berlainan dengan perusahaan domestik. Salah satu ciri yang menonjol adalah wilayah operasi yang mencakup beberapa wilayah negara, dengan kondisi perekonomian, politik, sosial, budaya yang berbeda.

Perusahaan multinasional melakukan diversifikasi dalam pendanaan dan operasinya karena memiliki anak perusahaan lebih dari satu. Manfaat dari diversifikasi ini adalah menekan biaya modal karena biasanya pemodal asing mau menerima tingkat keuntungan yang lebih rendah dari pemodal domestik. Manfaat lainnya adalah karena perusahaan multinasional jaringan operasinya terdiversifikasi di beberapa negara, akan lebih tahan menghadapi segala situasi yang tidak menguntungkan di suatu negara, karena sumber aliran kasnya tidak

terkonsentrasi hanya di satu negara. Keuntungan ini tidak dinikmati oleh perusahaan domestik yang lebih rentan terhadap perubahan, karena sumber alirannya hanya terkonsentrasi di satu negara. Kondisi ini membuat risiko kebangkrutan perusahaan multinasional lebih rendah dari perusahaan domestik. Dengan demikian biaya modal perusahaan multinasional relatif akan lebih rendah dari perusahaan domestik (Yuliati dan Prasetyo, 1998).

Banyak keuntungan yang diperoleh perusahaan multinasional, tetapi ada juga kerugian yang didapat dari perusahaan nasional. Kerugian tersebut menurut Casson dalam Salamah (2002), muncul dari sifat perusahaan multinasional sejak beberapa waktu yang lalu, yaitu:

- 1) Perusahaan multinasional sebagai kelompok, dapat menguasai sektor perdagangan luar negeri.
- 2) Perusahaan multinasional umumnya tidak berhasil atau lebih tepat dikatakan kurang bersedia mengalihkan pengetahuannya kepada penduduk dan manajer-manajer di perusahaan mereka beroperasi.
- 3) Operasi perusahaan multinasional pada dasarnya bersifat monopoli, memperoleh proteksi terhadap pesaing-pesaingnya berbentuk kendala-kendala untuk turut serta (*barrier to entry*).
- 4) Perusahaan multinasional sering dapat menguasai industri-industri penting (*key industry*) atau sektor-sektor ekonomi tertentu di negara-negara mereka beroperasi karena kedudukannya yang monopolistis tersebut.

Stoner dalam Salamah (2002), menyatakan bahwa dalam membuat keputusan investasi, manajer perusahaan multinasional harus memperhatikan tiga faktor, yaitu:

a) Ekonomi dari berbagai negara

Apakah negara tersebut cukup makmur untuk menyediakan fasilitas yang diperlukan untuk mendukung aktivitas ekonomi seperti sistem transportasi, sistem komunikasi, sekolah, rumah sakit, dan lain-lain.

b) Risiko politik

Mengacu pada kemungkinan apakah perubahan politik yang terjadi, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang akan mempengaruhi aktivitas di luar negeri.

c) Kecocokan teknologi pada budaya yang berbeda

Teknologi produksi mungkin berhasil di suatu negara tetapi belum tentu berhasil di negara lain.

2.1.6 Pengaruh Nilai Tukar Rupiah per Dollar AS terhadap Risiko Sistematis

Menurut Sudiyatno (2010), meningkatnya nilai tukar berarti menurunnya nilai mata uang domestik yang disebabkan karena inflasi di dalam negeri lebih besar dari inflasi di luar negeri. Era globalisasi menyebabkan perubahan inflasi di luar negeri akan berpengaruh terhadap perekonomian global maupun nasional (domestik) akibat dari perubahan kondisi perekonomian tersebut, maka kegiatan investasi di sektor riil menjadi tidak menentu. Oleh karena itu, investor akan mencari alternatif investasi yang lebih menguntungkan, kemungkinan transaksi

valas akan menjadi pilihannya, akibatnya kinerja pasar modal menurun, khususnya di sektor riil.

Jadi dengan melemahnya kurs Rupiah atau terdepresiasi Rupiah terhadap Dollar AS dapat menyebabkan risiko sistematis meningkat, karena dengan melemahnya nilai kurs Rupiah terhadap Dollar AS berarti semakin tinggi nilai tukar Rupiah terhadap Dollar AS.

Auliyah (2006) dalam penelitiannya menemukan bahwa nilai tukar berpengaruh secara signifikan terhadap beta saham syariah di Bursa Efek Jakarta. Namun Ardiana (2006), dalam penelitiannya menemukan *exchange rate*, *leverage ratio*, *price to book value* dan *earning variability* tidak berpengaruh terhadap risiko sistematis.

2.1.7 Pengaruh DER (*Debt to Equity Ratio*) terhadap Risiko Sistematis

Menurut Brigham (2009), sebuah perusahaan dapat mempengaruhi risiko pasarnya, dan juga nilai betanya, melalui perubahan-perubahan dalam komposisi aktivitya dan juga melalui penggunaan utang.

Semakin tinggi utang perusahaan dalam bentuk mata uang asing akan meningkatkan risiko utang tersebut tidak terbayarkan. Apabila terjadi depresiasi Rupiah terhadap Dollar AS, menyebabkan beban bunga serta utang perusahaan meningkat. Perusahaan akan kesulitan dalam melunasi utangnya. Hal ini mengakibatkan perusahaan akan kesulitan untuk meminjam dana untuk periode berikutnya dan perusahaan akan dihadapkan pada suku bunga yang tinggi (karena kreditur menghadapi risiko utang tak terbayarkan), sehingga risiko sistematis menjadi semakin tinggi.

Menurut Racelis (2007) dalam penelitiannya menemukan bahwa *DER* berpengaruh signifikan negatif terhadap beta. Penelitian tersebut menunjukkan pada tingkat risiko operasi yang tinggi tidak seharusnya meningkatkan tingkat utang. Hal ini berbeda dengan hasil penelitian yang ditemukan oleh Kapoor dan Pope (1997) serta Utomo (2006).

Kapoor dan Pope (1997), dalam penelitiannya menemukan bahwa tingkat utang tidak berpengaruh signifikan terhadap beta.

Utomo (2006), dalam penelitiannya menemukan bahwa *Asset Growth*, *DER*, *ROE*, dan *EPS* tidak berpengaruh terhadap beta saham.

2.1.8 Pengaruh Nilai Tukar Rupiah per Dollar AS terhadap *return* saham

Menurunnya nilai tukar Rupiah (Rupiah menguat) terhadap mata uang asing dalam hal ini Dollar AS, merupakan sinyal positif bagi perekonomian yang mengalami inflasi. Menurunnya nilai tukar Rupiah terhadap mata uang asing akan menurunkan biaya impor bahan baku untuk produksi dan akan menurunkan tingkat suku bunga yang berlaku. Hal ini akan menyebabkan *return* saham meningkat.

Menurut Sohail (2009) dalam penelitiannya menemukan bahwa indeks produksi industri, nilai tukar riil, dan peredaran uang berpengaruh positif terhadap harga saham. Hal ini menunjukkan meningkatnya nilai tukar akan menyebabkan harga saham perusahaan yang berorientasi pada ekspor meningkat sehingga *return* saham juga meningkat.

Suardani (2008), dalam penelitiannya menemukan bahwa kurs Dollar, *ROE* dan tingkat suku bunga SBI, masing-masing berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Maysami *et al.* (2004), dalam penelitiannya menemukan bahwa nilai tukar berpengaruh negatif terhadap *return* saham di pasar modal Singapura. Hal ini menunjukkan pada tingkat ekspor dan impor yang tinggi dalam perekonomian Singapura, mata uang domestik yang lebih kuat akan mengurangi biaya impor dan memungkinkan produsen lokal untuk menjadi lebih kompetitif secara internasional, sehingga perekonomian menjadi meningkat dan *return* saham juga ikut meningkat.

Prihantini (2009), dalam penelitiannya menemukan bahwa Inflasi, Nilai Tukar, *DER* memiliki hubungan yang negatif terhadap *return* saham. Hal ini menunjukkan semakin tinggi nilai tukar, maka *return* saham semakin menurun. Pialang saham, investor, dan pelaku pasar modal sangat berhati-hati dalam menentukan posisi beli atau jual jika nilai tukar mata uang tidak stabil.

Triayuningsih (2003), dalam penelitiannya menemukan bahwa Kurs berpengaruh negatif terhadap *return* saham secara signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa kenaikan nilai tukar akan menyebabkan naiknya biaya produksi akibat impor bahan baku yang dilakukan. Biaya produksi yang tinggi akan mempengaruhi harga jual barang sehingga akan menurunkan jumlah penjualan yang akan berdampak juga pada tingkat keuntungan perusahaan. Penurunan tingkat keuntungan perusahaan akan berakibat turunnya kepercayaan investor yang terlihat dari penurunan *return* saham.

Ali *et al.* (2010), dalam penelitiannya menemukan bahwa tidak ada hubungan kausalitas antara variabel makro ekonomi dengan harga saham yang dicerminkan oleh Indeks harga saham di negara Pakistan.

Gay (2008), dalam penelitiannya menemukan bahwa nilai tukar berpengaruh positif terhadap harga saham di negara Brasil, Rusia dan Cina. Hasil penelitian Gay menunjukkan apresiasi mata uang domestik menguntungkan di pasar saham domestik.

2.1.9 Pengaruh Risiko Sistematis Terhadap *Return* Saham

Investor perlu mempertimbangkan hubungan antara risiko dan *return* sebelum mengambil keputusan investasi. Risiko dan *return* memiliki hubungan positif. Semakin besar risiko suatu investasi, *return* yang diperoleh akan semakin tinggi. Begitu juga dengan risiko sistematis yang diukur dengan beta memiliki hubungan positif terhadap *return* saham.

Menurut Haruman (2005), dalam penelitiannya menemukan bahwa risiko sistematis berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, namun pengaruhnya sangat lemah.

Theriou *et al.* (2010), dalam penelitiannya menemukan bahwa beta berpengaruh positif terhadap *return* saham. Theriou *et al.* menyatakan bahwa saham dengan beta yang tinggi akan menyebabkan *return* meningkat ketika premium risiko pasar positif dan *return* yang lebih rendah ketika premium risiko pasar negatif.

Solechan (2010), dalam penelitiannya menemukan bahwa beta tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Solechan menyatakan bahwa besar kecilnya risiko sistematis (beta) pada perusahaan tidak dapat digunakan untuk memprediksi tingkat keuntungan saham (*return*).

2.1.10 Pengaruh *DER* (*Debt to Equity Ratio*) terhadap *return* saham

DER (*Debt to Equity Ratio*) merupakan istilah yang sering digunakan perusahaan untuk mengukur kemampuan perusahaan di dalam memenuhi seluruh

kewajiban finansialnya apabila perusahaan dilikuidasi, secara umum *DER* dapat dihitung dengan membagi total utang dengan total ekuitas.

DER (Debt to Equity Ratio) yaitu rasio untuk menghitung seberapa besar dana disediakan oleh kreditur. Rasio yang tinggi berarti perusahaan menggunakan *leverage* keuangan yang tinggi. Penggunaan *leverage* yang tinggi akan meningkatkan modal perusahaan dengan cepat, tetapi sebaliknya apabila penjualan menurun, modal perusahaan akan menurun dengan cepat pula. (Hanafi dan Halim, 2000). Dengan semakin tinggi rasio utang perusahaan menunjukkan bahwa tingginya utang perusahaan yang dibiayai oleh modal saham yang ditanamkan pemegang saham (investor) akan memberikan beban tersendiri karena investor merasa terbebani dengan besarnya utang yang dimiliki perusahaan. Investor tidak ingin mengambil risiko yang besar dalam berinvestasi dengan harapan bahwa investor nantinya memperoleh pengembalian (*return*) saham yang menguntungkan bagi mereka.

Menurut Leland (1994), *balancing theories* membuktikan bahwa peningkatan *DER* sesungguhnya menyebabkan peningkatan biaya yang berkaitan dengan *leverage* dimana peningkatan nilai perusahaan pada akhirnya akan berhenti. Masih dalam lingkup *balancing theories*, model optimal yang dinamik dari Fisher, Heinkel, dan Zechner (1989), serta Mauer dan Triantis (1994) tidak mendukung struktur modal yang statis. Meskipun demikian, kebijakan pendanaan dinamik yang optimal masih dicirikan dengan *trade off*, antara manfaat *corporate tax shield* dari utang dan biaya utang (Robert M. Hull, 1999).

Penggunaan utang yang semakin besar akan meningkatkan keuntungan dari penggunaan utang tersebut, namun semakin besar pula biaya kebangkrutan

dan biaya keagenan bahkan lebih besar. Dengan memasukkan pertimbangan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan ke dalam model MM dengan pajak, disimpulkan bahwa penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan utang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan utang tidak sebanding dengan kenaikan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Titik balik tersebut disebut struktur modal yang optimal (Lukas S. Atmaja, 1999).

Menurut Solechan (2010) dalam penelitiannya menemukan bahwa rasio utang (*Debt to Equity Ratio*) berpengaruh signifikan negatif terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi rasio utang perusahaan dapat digunakan untuk memprediksi menurunnya tingkat keuntungan saham (*return*). Sebaliknya, semakin rendah rasio utang perusahaan dapat digunakan untuk memprediksi meningkatnya tingkat keuntungan saham (*return*).

Juita (2007), dalam penelitiannya menemukan bahwa *DER* (*Debt to Equity Ratio*) berpengaruh signifikan negatif terhadap *return* saham.

Prihantini (2009), dalam penelitiannya menemukan bahwa Inflasi, Nilai Tukar, *DER* memiliki hubungan yang negatif terhadap *return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat *DER* yang tinggi menunjukkan komposisi total utang (utang jangka pendek dan utang jangka panjang) semakin besar apabila dibandingkan dengan total modal sendiri, sehingga hal ini akan berdampak pada semakin besar pula beban perusahaan terhadap pihak eksternal (para kreditur) dalam memenuhi kewajiban utangnya, yaitu membayar pokok utang ditambah dengan bunganya. Peningkatan beban terhadap kreditur akan menunjukkan

sumber modal perusahaan sangat tergantung dari pihak eksternal, serta semakin tingginya tingkat risiko suatu perusahaan.

Subalno (2009), dalam penelitiannya menemukan bahwa *DER* tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hal ini disebabkan karena investor dalam melakukan investasi tidak memandang penting penggunaan utang maupun pengembalian bunga dan pokok utang yang pada akhirnya tidak mempengaruhi persepsi investor terhadap keuntungan di masa yang akan datang.