

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1. Hubungan Antara *Money Supply*, Tingkat Suku Bunga & *Output Aggregate*

2.1.1. Teori Tingkat Bunga

Menurut Hubbard (1997)¹² dan Laksmono (2001)¹³, bunga adalah biaya yang harus dibiayai oleh peminjam (*borrower*) atas pinjaman yang diterima dan imbalan *lender* atas investasinya. Suku bunga mempengaruhi keputusan individu terhadap pilihan membelanjakan uang lebih banyak (*Spending*) atau menabung (*Saving*).

Menurut Kem dan Guttman (1992) seperti diuraikan Laksmono (2001) menganggap bahwa suku bunga merupakan sebuah harga dan sebagaimana harga lainnya maka tingkat suku bunga ditentukan oleh interaksi antara permintaan dengan penawaran.

Para peneliti ekonomi membedakan suku bunga menjadi tiga, yaitu :

1. Suku Bunga Nominal : Merupakan tingkat suku bunga yang dapat diamati di pasaran.
2. Suku Bunga Riil : Merupakan tingkat suku bunga, yang secara konsep diukur tingkat pengembaliannya, setelah dikurangi dengan inflasi.
3. Suku Bunga Jangka Pendek : Yaitu merupakan tingkat suku bunga yang memiliki jatuh tempo (*Maturity*) kurang dari satu tahun.

Analisis John Maynard Keynes dalam teorinya yang dinamakan *Monetary Theory of Interest Rate*, menyatakan bahwa tingkat suku bunga ditentukan oleh jumlah permintaan dan penawaran uang.

Kondisi ekuilibrium akan terjadi apabila jumlah uang yang diminta sama dengan jumlah uang yang ditawarkan.

¹²R. Glenn Hubbard, "Factors that are Influence Interest Rate", *Economics*, 2000

¹³Laksmono, R, Didy "Suku Bunga Sebagai Salah Satu Indikator Ekspektasi Inflasi", *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*", 2001

Tingkat suku bunga akan berubah mengikuti perubahan dalam permintaan dan penawaran jumlah uang yang beredar.

- Perubahan dalam penawaran uang (*Money supply*)

Kenaikan dalam penawaran uang akan menyebabkan turunnya tingkat suku bunga, dan sebaliknya, penurunan jumlah uang yang ditawarkan, akan menyebabkan kenaikan tingkat suku bunga.

- Perubahan dalam permintaan uang (*Money Demand*)

Kenaikan dalam permintaan uang akan menyebabkan tingkat suku bunga meningkat, dan sebaliknya, penurunan jumlah uang yang diminta, akan menyebabkan tingkat suku bunga menurun.

Menurut Karl dan Fair (2001)¹⁴ suku bunga adalah pembayaran bunga tahunan dari suatu pinjaman, dalam bentuk persentase dari pinjaman yang diperoleh dari jumlah bunga yang diterima tiap tahun dibagi dengan jumlah pinjaman. Pengertian suku bunga menurut Sunariyah (1993)¹⁵ adalah harga dari pinjaman (*Cost of Lending*). Suku bunga dinyatakan sebagai persentase uang pokok per unit waktu. Bunga merupakan suatu ukuran harga sumber daya yang digunakan oleh peminjam (*debitur*) yang harus dibayarkan kepada pihak yang meminjamkan (*kreditur*).

Adapun fungsi suku bunga menurut Sunariyah (1993) adalah :

- Sebagai daya tarik bagi pihak yang menyimpan dananya (*Saver*) yang mempunyai dana lebih untuk diinvestasikan.
- Suku bunga dapat digunakan sebagai alat moneter dalam mengendalikan *supply* dan *demand* uang yang beredar dalam perekonomian.
- Pemerintah dapat memanfaatkan suku bunga untuk mengontrol jumlah uang beredar. Ini berarti, pemerintah dapat mengatur sirkulasi uang dalam suatu perekonomian.

¹⁴Karl E Case and Fair, Ray C, "Definition of Interest Rate", *Principles of Economics*, 1986

¹⁵Sunariyah "Informasi Prospektus dan Ketepatan Peramalan Laba", *Universitas Gadjah Mada*, 1993

Suku bunga itu sendiri ditentukan oleh dua kekuatan, yaitu : penawaran tabungan dan permintaan investasi modal (terutama dari sektor bisnis). Tabungan adalah selisih antara pendapatan dan konsumsi. Bunga pada dasarnya berperan sebagai pendorong utama agar masyarakat bersedia menabung. Jumlah tabungan akan ditentukan oleh tinggi rendahnya tingkat bunga. Semakin tinggi suku bunga, akan semakin tinggi pula minat masyarakat untuk menabung, dan sebaliknya. Tinggi rendahnya penawaran dana investasi ditentukan oleh tinggi rendahnya suku bunga tabungan masyarakat.

Menurut Lipsey, Ragan, dan Courant (1997)¹⁶ suku bunga adalah harga yang dibayarkan untuk satuan mata uang yang dipinjam pada periode waktu tertentu. Menurut Lipsey, Ragan, dan Courant (1997) suku bunga dapat dibedakan menjadi dua yaitu suku bunga nominal (*Nominal Interest Rate*) dan suku bunga riil (*Real Interest Rate*). Dimana suku bunga nominal adalah perbandingan antara jumlah uang yang dibayarkan kembali dengan jumlah uang yang dipinjam. Sedangkan suku bunga riil lebih menekankan pada perbandingan daya beli uang yang dibayarkan kembali terhadap daya beli uang yang dipinjam. Suku bunga riil adalah selisih antara suku bunga nominal dengan laju inflasi. Menurut Samuelson dan Nordhaus (1998)¹⁷ suku bunga adalah pembayaran yang dilakukan atas penggunaan sejumlah uang.

Menurut Nopirin (1992) fungsi tingkat bunga dalam perekonomian yaitu alokasi faktor produksi untuk menghasilkan barang dan jasa yang dipakai sekarang dan di kemudian hari. Menurut Ramirez dan Khan (1999)¹⁸ ada dua jenis faktor yang menentukan nilai suku bunga, yaitu faktor internal dan eksternal. Faktor internal meliputi pendapatan nasional (*Real GDP*), jumlah uang beredar (*Money Supply*), dan inflasi. Sedangkan faktor eksternal merupakan suku bunga luar negeri dan tingkat perubahan nilai valuta asing yang diduga.

¹⁶Lipsey, Ragan, Courant "Market, Pricing, and Efficiency", *Microeconomics*, 1997

¹⁷Paul A. Samuelson & William D. Nordhaus "Macroeconomics : The Study of Economic Growth and Business Cycles", *Economics*, 1998

¹⁸Miguel D. Ramirez and Shahryar Khan "Cointegration Analysis of PPP", *Trinity College*, USA, 1999

Menurut pandangan Prasetiantono (2000)¹⁹ mengenai suku bunga adalah : jika suku bunga tinggi, secara otomatis, seorang individu akan lebih suka menyimpan dananya di bank (*Saving*) karena ia dapat mengharapkan pengembalian yang menguntungkan. Dan pada posisi ini, permintaan masyarakat untuk memegang uang tunai menjadi lebih rendah karena mereka sibuk mengalokasikan dananya ke dalam bentuk portfolio perbankan (deposito dan tabungan). Seiring dengan berkurangnya jumlah uang beredar, keinginan masyarakat untuk melakukan pembelanjaan (*Spending*) pun akan menurun. Selanjutnya harga barang dan jasa umum akan cenderung stagnan, atau tidak terjadi dorongan inflasi. Sebaliknya jika suku bunga rendah, masyarakat cenderung tidak tertarik lagi untuk menyimpan uangnya di bank dan kecenderungan untuk melakukan pembelanjaan dananya (*Spending*) akan meningkat.

Beberapa aspek yang dapat menjelaskan fenomena tingginya suku bunga di Indonesia adalah tingginya suku bunga terkait dengan kinerja sektor perbankan yang berfungsi sebagai lembaga intermediasi (perantara), kebiasaan masyarakat untuk bersosialisasi dan memanfaatkan berbagai jasa bank secara relatif masih belum cukup tinggi, dan sulit untuk menurunkan suku bunga perbankan bila laju inflasi masih tetap tinggi (Prasetiantono, 2000)

Teori dana pinjaman (*Loanable funds theory*) menjelaskan bahwa, tingkat suku bunga, akan ditentukan oleh jumlah permintaan dan penawaran di dalam pasar obligasi. Permintaan dana yang dapat dihutang (*loanable funds*) yang dipinjam oleh perusahaan maupun individu, akan digunakan untuk tujuan investasi, sedangkan penawaran dana yang dapat dipinjamkan, akan disediakan oleh pihak yang kelebihan dana simpanan (*Surplus*) atau berkeinginan untuk menabung (*Saving*).

Tingkat suku bunga akan mengalami peningkatan, jika terjadi kenaikan penawaran jumlah dana yang dapat dipinjamkan atau dengan kata lain kenaikan permintaan pada obligasi.

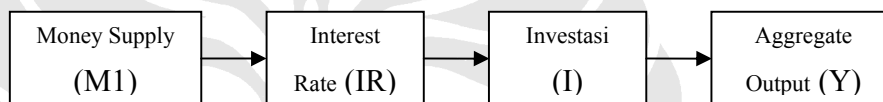
¹⁹Tony A. Prasetiantono “Keluar Dari Krisis : Analisis Ekonomi Indonesia” Gramedia Pustaka Utama, 2000

Kenaikan tingkat suku bunga ini, akan mendorong investasi menurun, karena pelaku usaha kesulitan dalam membayar cicilan pinjaman dalam bentuk bunga. Sebaliknya, kenaikan dalam permintaan jumlah dana yang dapat dihutang akan menurunkan tingkat suku bunga.

2.1.2. Analisis *Keynesian* (Hubungan Uang dan Aktivitas Ekonomi)

Menurut teori yang dikemukakan oleh John Maynard Keynes, terdapat transmisi antara jumlah uang beredar (*money supply*), tingkat suku bunga (*Interest Rate*), investasi dan *output* perekonomian. Berikut ini adalah diagram arus yang menunjukkan *transmission mechanism* antara aktivitas perekonomian dan penawaran uang :

Diagram 1.1 Hubungan Money Supply, Tingkat Bunga, dan Output Agregat



Sumber : Gregory, Mankiw, "Teori Makroekonomi", Harverd University, penerbit Erlangga, 2004

Pada diagram arus di atas, terlihat bahwa, tingkat suku bunga (*Interest Rate*) pada awalnya dipengaruhi oleh perubahan dalam jumlah uang beredar (*Money Supply*). Konsekuensi daripada perubahan tingkat suku bunga (*Interest Rate*) akan mempengaruhi *aggregate output* melalui investasi. Tingkat bunga merupakan biaya pinjaman atau *cost of borrowing funds* dalam investasi, sehingga kenaikan dalam investasi akan didorong oleh penurunan dalam tingkat suku bunga (*Interest Rate*) dan juga kenaikan di dalam *real output*. Sedangkan kenaikan dari output riil tergantung pada *multiplier*-nya. Mekanisme transmisi ini dapat diperluas jika konsumsi juga dipengaruhi oleh tingkat suku bunga (*Interest Rate*).

2.2. Hubungan Neraca Pembayaran, Nilai Tukar dan Jumlah Uang Beredar

Monetarist memandang bahwa neraca pembayaran (*Balance of Payment*) sebagai fenomena moneter yang dipengaruhi oleh penawaran uang (*Money Supply*). Asumsi dalam pendekatan moneter ini menyatakan bahwa permintaan dan penawaran uang beredar sebagai fungsi yang stabil.

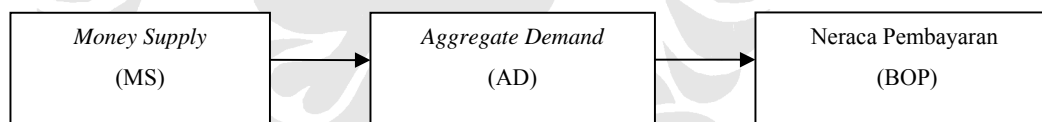
Hubungan antara permintaan dan penawaran uang dianggap sebagai penentu utama dari arus neraca pembayaran dalam rezim *fixed exchange rate*. BOP defisit terjadi jika Bank Sentral menciptakan kelebihan uang beredar. Kelebihan uang beredar akan mendorong turunnya tingkat bunga dan kemudian menyebabkan BOP defisit dalam dua cara.

Pertama, turunnya tingkat bunga mendorong kenaikan *aggregate demand* dan karena itu terjadi penurunan *current account*. Kedua, turunnya tingkat bunga mendorong terjadinya *capital outflow*. Jadi kelebihan keseimbangan uang akan ditentukan melalui BOP defisit.

Di dalam rezim *floating exchange rate*, pendekatan moneter berasumsi bahwa pergerakan dalam nilai tukar ditentukan oleh tingkat ekspansi moneter pada suatu negara relatif terhadap negara lain. Sebagai contoh, semakin cepat tingkat ekspansi moneter, *ceteris paribus*, akan mendorong depresiasi nilai tukar yang dibarengi dengan kelebihan uang beredar dan mendorong BOP defisit.

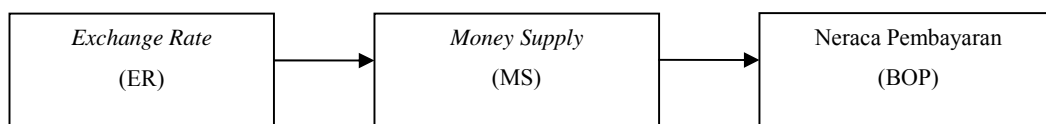
Berikut ini adalah mekanisme yang menghubungkan uang beredar dengan BOP :

Diagram 1.2 Hubungan MS dengan BOP pada rezim *fixed exchange rate*



Sumber : Gregory, Mankiw, "Teori Makroekonomi", Harverd University, penerbit Erlangga, 2004

Diagram 1.3 Hubungan MS dan BOP pada rezim *floating exchange rate*



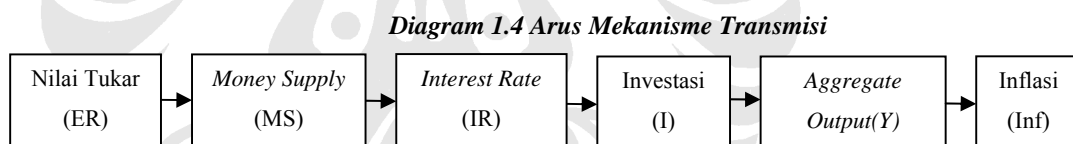
Sumber : Gregory, Mankiw, "Teori Makroekonomi", Harverd University, penerbit Erlangga, 2004

2.3. Hubungan Penawaran Uang dengan Inflasi

Berdasarkan teori kuantitas uang, $MV=PT$, adanya ekspansi yang terus menerus pada penawaran uang (MS) menyebabkan terjadinya inflasi. Menurut pandangan *monetarist*, inflasi disebabkan oleh adanya kelebihan dalam ekspansi moneter dan hanya disebabkan oleh meningkatnya kuantitas uang secara cepat dibandingkan output. Ide dasar pandangan monetarist adalah kenaikan pada *money supply* mendorong naiknya *aggregate demand*. *Excess demand* menyebabkan kenaikan harga dan kenaikan upah. Inflasi akan terjadi terus menerus apabila terjadi kenaikan ekspansi moneter yang terus menerus.

2.4. Mekanisme Transmisi Penelitian

Teori mekanisme transmisi antara hubungan investasi dan variabel-variabel makroekonomi dalam penelitian ini, akan mengikuti pada teori dan hubungan dasar yang telah dijelaskan pada bagian sebelumnya. Setelah dilakukan simplifikasi serta modifikasi, di bawah ini merupakan gambar arus mekanisme transmisi yang digunakan sebagai dasar analisis dari hasil *Impulse Response (IRF)* dan *Variance Decomposition (VD)*:



Sumber : Gregory, Mankiw, "Teori Makroekonomi", Harvard University, penerbit Erlangga, 2004

Berikut ini merupakan penjelasan gambar diagram arus mekanisme transmisi dalam penelitian ini:

Jika dilakukan suatu ekspansi moneter, maka yang terjadi adalah depresiasi nilai tukar (ER) yang secara langsung berakibat pada kenaikan jumlah penawaran uang (MS), kenaikan penawaran uang (*Reserve Base Increasing*) akan menyebabkan tingkat suku bunga turun. Tingkat bunga merupakan *cost of borrowing funds* dalam investasi, sehingga penurunan dalam tingkat bunga akan mendorong kenaikan investasi. Dan juga kenaikan dalam output riil atau *aggregate demand*.

Kelebihan permintaan (*Excess demand*) yang terjadi akan menyebabkan kenaikan harga dan kenaikan tingkat upah. Inflasi akan terjadi terus menerus apabila terjadi kenaikan ekspansi moneter yang secara terus menerus pula.

2.5. Konsep Efisiensi Pasar (*Market Efficient*)

Investor menentukan harga saham berdasarkan arus kas (*Cash Flow*) yang diharapkan akan diterima di masa yang akan datang serta segala bentuk resiko yang mungkin terjadi dari saham yang dinilai tersebut. Investor yang rasional tentunya akan menggunakan semua informasi yang tersedia. Informasi menjadi kunci di dalam menentukan harga saham dan menjadi pertimbangan dalam membentuk pasar yang efisien.

Di dalam pasar yang efisien, harga surat-surat berharga (sekuritas) mencerminkan semua informasi yang tersedia di publik, kemudian dinilai harganya oleh para investor untuk dijadikan pengambilan keputusan menjual atau membeli suatu saham.

Jadi, Harga saham sekarang merefleksikan semua informasi baik informasi yang sebelumnya maupun informasi yang tersedia sekarang dan juga kepercayaan investor, sebagai contoh jika banyak investor yang percaya bahwa tingkat bunga akan turun maka harga mencerminkan kepercayaan sebelum penurunan tingkat bunga terjadi.

2.6. Pertumbuhan Ekonomi (*Economic Growth*)

Menurut teori pertumbuhan yang dikemukakan oleh Solow²⁰, ada empat variabel yang berperan utama dalam pertumbuhan ekonomi suatu negara, yaitu, output (*Y*), modal (*K*), tenaga kerja (*L*), dan *knowledge* atau tingkat efektivitas dari tenaga kerja (*A*). Kombinasi *Y*, *K*, *L*, dan *A* ini akan menentukan jumlah *output* yang akan dihasilkan dalam suatu perekonomian. Apabila kita formulasikan secara matematis, maka menghasilkan persamaan sebagai berikut :

$$Y_{(t)}=F[K_{(t)}, A_{(t)}, L_{(t)}].....(2.1)$$

Di mana *t* menunjukkan waktu.

²⁰Robert M. Solow "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, 1956

Dari fungsi persamaan di atas, ada tiga hal yang perlu diperhatikan. Pertama, output pada waktu t hanya dipengaruhi oleh variabel K , L , dan A pada waktu t . Kedua, model ini menggunakan model *Labor-augmenting* atau *Harrod neutral*. Ketiga, model ini mengasumsikan adanya *Constant Return to Scale*. Maksudnya adalah, jika kita menambah masing-masing input dengan suatu konstanta tertentu, maka jumlah pengali dari output yang dihasilkan adalah akan sama dengan konstanta tersebut.

$$F(cK, cAL) = cF(K, AL), \text{ di mana } c \geq 0 \dots\dots\dots(2.2)$$

2.7. Nilai Tukar (Exchange Rate)

Nilai tukar (*Exchange Rate*) merupakan harga nilai tukar (mata uang) suatu negara terhadap nilai tukar negara lain atau dengan kata lain harga relatif pada mata uang yang berbeda. Ketidakadaannya intervensi pemerintah menjadikan nilai tukar ditentukan oleh *demand* dan *supply*. Kondisi ekuilibrium di *foreign exchange market* terjadi apabila jumlah nilai tukar yang diminta sama dengan jumlah yang ditawarkan. Dengan asumsi tidak ada perubahan pada variabel lain yang mempengaruhi *demand* dan *supply* mata uang domestik di *foreign exchange market*, seperti pendapatan, tingkat bunga, dan lain-lain. Dalam kondisi pasar yang bebas dan stabil akan ada kecenderungan nilai mata uang turun ketika *supply* mata uang domestik melebihi *demand* di *foreign exchange market*.

Kebijakan nilai tukar dikelompokkan menjadi tiga sistem, yaitu sistem nilai tukar tetap (*fixed exchange rate system*) dimana bank sentral luar negeri bersedia membeli dan menjual nilai tukarnya pada harga tetap, sistem nilai tukar mengambang (*floating exchange rate system*) dimana bank sentral mengizinkan nilai tukar disesuaikan dengan *supply* dan *demand* nilai tukar luar negeri, dan sistem nilai tukar yang merupakan kombinasi antara keduanya (*floating, clean and dirty*) dimana bank sentral mengizinkan nilai tukar secara bebas ditentukan pasar tetapi tetap ada intervensi.

2.8. Jumlah Uang Beredar M1 (*Real Money Supply*)

Friedman dan Schwartz²¹ menganalisa hubungan antara uang beredar dengan tiga determinannya yaitu uang primer (B) yang mencerminkan perilaku otoritas moneter dan rasio tabungan (deposit) terhadap cadangan perbankan (*reserve*) atau D/R yang mencerminkan perilaku perbankan serta rasio deposit terhadap uang kartal (D/C) yang mencerminkan perilaku masyarakat. D/R tergantung pada *reserve requirement*, ekspektasi tingkat bunga dan keputusan perbankan mengenai *excess reserve* yang akan dipegang. D/C tergantung pada tingkat bunga, pendapatan dan preferensi masyarakat dalam memegang uang. Persamaannya adalah :

$$M = \frac{\frac{D}{R}(1 + \frac{D}{C})}{\frac{D}{R} + D/C} \cdot B \dots\dots\dots(2.3)$$

Dengan menggunakan uang kartal sebagai rasio terhadap uang beredar (C/M) dan *reserve* sebagai rasio terhadap deposit (R/D), maka persamaannya menjadi :

$$M = \frac{1}{\frac{C}{M} + (\frac{R}{M} - (C/M \times \frac{R}{D}))} \cdot B \dots\dots\dots(2.4)$$

Kesimpulan kedua teori tersebut adalah uang primer merupakan penyebab utama perubahan uang beredar, sedangkan C/M dan R/D hanya memberikan kontribusi yang kecil.

Sedangkan Brunner Meltzer menyatakan uang sebagai hasil dari perkalian antara pengganda uang (m) dengan uang primer (B). Persamaannya adalah :

$$M = m \cdot B \dots\dots\dots(2.5)$$

Jadi, perubahan yang terjadi pada uang beredar adalah akibat perubahan m dan B. lebih tepatnya, presentase perubahan uang beredar sama dengan presentase perubahan uang primer ditambah dengan presentase perubahan pengganda uang ditambah dengan perkalian antara presentase perubahan uang primer dan pengganda uang.

²¹Milton Friedman and Anna J. Schwartz "Monetary History of United States", *Princeton University*, 1960

2.9. Inflasi

Menurut Bodie dan Marcus (2001)²² inflasi merupakan suatu nilai di mana tingkat harga barang dan jasa secara umum mengalami peningkatan. Inflasi adalah salah satu fenomena moneter yang menunjukkan suatu kecenderungan akan naiknya harga-harga barang secara umum, yang berarti terjadinya penurunan nilai uang (*Value of Money Declining*).

Penyebab utama dan satu-satunya yang memungkinkan gejala ini muncul menurut Teori Kuantitas (*Theory of Quantity*) mengenai uang pada paradigma klasik adalah terjadinya kelebihan uang yang beredar (*Excess Supply of Money*) sebagai akibat penambahan jumlah uang di masyarakat.

Menurut John Maynard Keynes dalam *The General Theory of Employment, Interest and Money*, dinyatakan bahwa inflasi disebabkan oleh jarak (*Gap*) antara kemampuan ekonomi masyarakat terhadap keinginannya terhadap barang-barang (Shapiro, 2002). Yang dimaksud dengan jarak (*Gap*) disini adalah permintaan masyarakat terhadap barang lebih besar daripada jumlah barang yang tersedia sehingga terjadi kenaikan harga barang dan jasa, yang kemudian dikenal dengan istilah *inflationary gap*.

Menurut Winardi (1995)²³ pengertian inflasi adalah suatu kenaikan relatif dalam tingkat harga umum (Sarwoko, 2005). Inflasi dapat timbul bila jumlah uang atau uang dalam bentuk deposito di peredaran banyak, dibandingkan dengan jumlah barang dan jasa yang ditawarkan atau bila karena hilangnya kepercayaan terhadap mata uang nasional, terdapat gejala yang meluas untuk menukar dengan barang-barang.

²²Zvi Bodie, Alex Kane and Alan J. Marcus "Active Investment Management" *Essentials of Investments*, University of California, 2005

²³Winardi "Teori Struktur Modal", *Jurnal Manajemen*, 1995

Menurut Kusnadi (1997)²⁴ jenis inflasi yang dibedakan berdasarkan atas parah tidaknya inflasi tersebut dibedakan menjadi empat macam (Sarwoko, 2005), yaitu

- Inflasi tingkat ringan : yaitu jika tingkat inflasi dibawah 10 persen setahun.
- Inflasi tingkat sedang : yaitu jika tingkat inflasi diatas 10 persen sampai 30 persen setahun.
- Inflasi tingkat berat : yaitu jika tingkat inflasi diatas 30 persen akan tetapi masih dibawah 100 persen.
- Inflasi tingkat sangat parah : inflasi yang terakhir ini dikenal pula dengan nama hiperinflasi, yaitu jika tingkat inflasi diatas 100 persen.

Jenis inflasi atas dasar perbedaan kualitatif, yaitu penggolongan yang didasarkan pada perbedaan keadaan. Dalam hal ini inflasi dibagi dalam tiga tahap (Samuelson dan Nordhaus, 1998)²⁵, yaitu :

- Inflasi moderat : Bentuk inflasi ini terjadi ketika harga-harga meningkat dengan perlahan-lahan. Kita dapat mengatakan inflasi ini bersifat moderat apabila angkanya masih di bawah 10% setahun atau inflasi satu angka atau satu digit. Dalam situasi inflasi moderat harga barang-barang relatif tidak akan bergerak jauh menyimpang. Orang tidak akan terlalu banyak berpikir dalam menggunakan uangnya, karena tingkat suku bunga riil tidak terlalu rendah. Apabila laju inflasi rendah, maka uang yang biasanya berbunga nominal hampir mendekati nol, maksimal menghasilkan suku bunga riil sedikit negatif. Selain itu harapan yang timbul dari masyarakat relatif stabil. Orang tidak khawatir dalam membuat transaksi dengan nilai nominal.

²⁴Kusnadi "Teori Suku Bunga dan Inflasi", *Jurnal Manajemen*, 1997

²⁵Paul A. Samuelson and William D. Nordhaus "Economic Growth and Macroeconomic Policy" *Economics*, 1998

- Inflasi menengah (*Galloping Inflation*) : Bentuk inflasi ini terjadi jika harga-harga mulai melonjak 20, 100 atau 200% setahun artinya inflasi ini ditandai dengan kenaikan harga yang cukup besar (biasanya *double digit* atau *triple digit*), inflasi ini sering disebut dengan inflasi dua / tiga angka / digit. Begitu inflasi ganas mulai mengakar, maka gangguan ekonomi yang buruk mulai bermunculan. Pada umumnya sebagian besar kontrak-kontrak transaksi dikaitkan dengan indeks harga atau mata uang asing, *dollar* misalnya, uang kehilangan nilainya begitu cepat, di mana uang memperoleh suku bunga riilnya sebesar negatif 50 atau 100% setahun, karena itu orang tidak mau lagi menyimpan uang lebih dari jumlah minimum yang dibutuhkannya. Pasar uang akan semakin buruk dan dana biasanya dialokasikan lebih dengan cara penjabatan daripada perhitungan suku bunga. Orang-orang berlomba-lomba dalam menimbun barang, membeli rumah, tanah, dan tidak akan pernah meminjamkan uang dengan suku bunga yang biasa.
- Hiperinflasi : Adapun ciri-ciri dari hiperinflasi adalah, adanya kecepatan perputaran uang (yaitu betapa cepat uang dibelanjakan begitu diterima) meningkat sangat besar, misalnya uang akan berputar lebih dari 30 kali lebih cepat dari awal periode. Dan harga-harga relatif sangat tidak stabil, biasanya upah riil seseorang hanya berubah satu persen atau bahkan kurang dari bulan ke bulan.

Inflasi dan suku bunga mempunyai hubungan timbal balik. Jika tingkat suku bunga tinggi, maka akan mengakibatkan kenaikan bunga pinjaman kredit bank yang dibutuhkan oleh peminjam dana meningkat sehingga biaya produksi akan meningkat dan berujung pada harga jual produk yang meningkat pula. Inflasi yang meningkat mengakibatkan suku bunga juga meningkat, sebab jika terjadi inflasi maka setiap investor akan meminta imbal hasil minimum yang telah mampu mengganti besarnya inflasi.

Pandangan kelompok *monetarist* terhadap inflasi adalah bahwa inflasi terjadi akibat dari kelebihan ekspansi ekonomi moneter. Menurut Friedman, inflasi adalah selalu ada dan di mana-mana dalam setiap kejadian moneter yang dapat dihasilkan dari kenaikan secara cepat dalam kuantitas uang dibandingkan output. *Monetarist* juga memandang bahwa *money supply* di bawah kontrol pemerintah. Ide dasar dari pandangan monetarist adalah kenaikan pada *money supply* mendorong naiknya *aggregate demand*. Kelebihan permintaan (*Excess demand*) menyebabkan kenaikan harga dan kenaikan tingkat upah. Inflasi akan terjadi secara terus menerus apabila terjadi kenaikan ekspansi moneter yang terus menerus.

Analisis A.W Philips melihat hubungan antara tingkat pengangguran (U) dengan perubahan upah (W). Menurut Philips, penurunan upah riil (*Real Wages*) terjadi jika upah tetap dan harga meningkat. Dengan cara yang sama, inflasi akan lebih menurunkan biaya riil (*real cost*) buruh dengan upah tetap disebabkan oleh kenaikan dalam harga output.

Jadi kenaikan upah buruh kemungkinan terjadi dari dua komponen yaitu kenaikan dalam upah riil yang berkaitan dengan *excess demand* (dilihat dari tingkat pengangguran, dan tingkat inflasi yang diharapkan).

Secara matematis dapat ditulis dengan :

$$W = f(U) + P^e \dots\dots\dots(2.6)$$

Dimana : W adalah tingkat perubahan upah, U adalah pengangguran. Dan P^e adalah tingkat inflasi yang diharapkan. Teori inflasi menurut Keynes adalah keseimbangan antara permintaan dan penawaran *aggregate*, yang meliputi *demand pull inflation* dan *cost push inflation*

Menurut Hera Susanti (1995)²⁶, jenis inflasi ada empat macam, yaitu :

1. Peningkatan Permintaan Agregat (*Demand Pull Inflation*)

Menurut teori *demand pull inflation*, kenaikan tingkat harga terjadi karena adanya peningkatan permintaan *aggregate* dalam kondisi *full employment* sehingga menyebabkan terjadinya kelebihan permintaan (*Excess Demand*) dalam pasar.

Jenis inflasi ini disebabkan oleh ekspansi moneter, adanya pergeseran fungsi konsumsi, investasi atau pengeluaran pemerintah tanpa adanya peningkatan jumlah uang yang beredar. Menurut teori makroekonomi, permintaan agregat (AD) terdiri dari variabel konsumsi (C), pengeluaran pemerintah (G), Investasi (I) dan *net* ekspor impor (I-E).

Jika salah satu variabel meningkat (kecuali impor) maka AD akan meningkat juga dan kurva AD bergerak ke atas. Pergeseran kurva AD ke atas menghasilkan pendapatan nasional yang semakin tinggi, padahal perekonomian dalam keadaan *full employment*. Adanya kelebihan permintaan (*Excess Demand*) ini menyebabkan pasar barang dan jasa mengalami *shock* karena tidak mampu mencukupi permintaan sehingga harga barang dan jasa meningkat.

Di lain sisi, pasar faktor produksi mengalami *shock* dengan adanya kenaikan harga faktor produksi. Kombinasi kenaikan harga di dua pasar tersebut menyebabkan timbulnya inflasi.

2. Peningkatan penawaran agregat (*Cost Push Inflation*)

Menurut teori *cost push inflation*, inflasi terjadi karena adanya pergeseran penawaran menyeluruh sebagai akibat kenaikan upah, harga barang dan jasa domestik, dan impor. Pergeseran kurva penawaran agregat (AS) menyebabkan kenaikan harga. Inflasi ini disebut juga *supply shock inflation*. *Cost push inflation* ditandai dengan kenaikan harga serta turunnya produksi. Inflasi sebagai akibat dari kebijakan (*Policy Inflation*).

Inflasi ini disebabkan oleh kebijakan ekspansi moneter yang juga bisa merefleksikan defisit anggaran yang berlebihan dan cara pembiayaannya.

3. *Inertial Inflation*

Inflasi ini cenderung berlanjut pada tingkat yang sama sampai kejadian ekonomi yang menyebabkan berubah. Jika inflasi terus bertahan, dan tingkat ini diantisipasi dalam bentuk kontrak finansial dan upah, kenaikan inflasi akan terus berlanjut. *Inertial inflation* disebut pula inflasi dasar (*core inflation*).

²⁶Hera Susanti dkk "Indikator-Indikator Makroekonomi" Lembaga Penerbit FEUI, 1995

2.10. Suku bunga SBI

Suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) merupakan indikator kebijakan moneter di Indonesia. SBI merupakan salah satu instrumen kebijakan operasi pasar terbuka (*Open Market Operation*) yang mempengaruhi peredaran uang beredar (*Money Supply*). Menurut statistik keuangan internasional, suku bunga SBI satu bulan di Indonesia dapat dijadikan ukuran makroekonomi khususnya menyangkut kebijakan moneter.

Prosedur pengeluaran SBI di Indonesia yaitu Bank Indonesia menentukan berapa besar volume dari SBI yang diterbitkan, sementara suku bunganya ditentukan dengan cara lelang (*Auction*). Untuk menentukan besarnya volume SBI, Bank Indonesia memperhatikan likuiditas pasar. Sertifikat Bank Indonesia (SBI) ini sering dijadikan suku bunga pedoman (*benchmark*) dalam menentukan tingkat bunga tabungan dan investasi.

Sertifikat Bank Indonesia (SBI) adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia sebagai pengakuan utang berjangka waktu pendek (1-3 bulan) dengan sistem diskonto/bunga. SBI merupakan salah satu mekanisme yang digunakan Bank Indonesia untuk mengontrol kestabilan nilai Rupiah. Dengan menjual SBI, Bank Indonesia dapat menyerap kelebihan uang primer yang beredar.

Tingkat suku bunga yang berlaku pada setiap penjualan SBI ditentukan oleh mekanisme pasar berdasarkan sistem lelang. Sejak awal Juli 2005, BI menggunakan mekanisme "BI rate" (suku bunga BI), yaitu BI mengumumkan target suku bunga SBI yang diinginkan BI untuk pelelangan pada masa periode tertentu. BI *rate* ini kemudian yang digunakan sebagai acuan para pelaku pasar dalam mengikuti pelelangan.

2.11. Saham

2.11.1. Pengertian dan Tipe-tipe Saham

Saham adalah bukti penyertaan modal pada sebuah perusahaan / emiten²⁷. Dengan membeli saham perusahaan, berarti pihak pembeli menginvestasikan modal / dana yang nantinya akan digunakan oleh pihak manajemen untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan.

Ada beberapa tipe dari saham, termasuk saham biasa (*Common Stock*), saham preferen (*Preferred Stock*), saham harta (*Treasury Stock*), dan saham kelas ganda (*Dual Class Stock*). Saham preferen adalah penanaman modal atau kepemilikan pada suatu perusahaan pada tingkat yang terbatas. Seorang pemegang saham preferen, nantinya tidak memiliki hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Namun demikian, pemegang saham preferen akan dijanjikan keuntungan yang berupa dividen dengan jumlah yang tetap (*Fixed*) dalam presentase tertentu, yang mana, pelaksanaan pembayarannya lebih didahulukan daripada pemegang saham biasa (*Common Stock*). Dan juga, pemegang saham preferen, kadangkala memiliki hak pilih yang lebih tinggi seperti kemampuan untuk memveto penggabungan atau pengambilalihan atau hak untuk menolak ketika saham baru dikeluarkan (yaitu, pemegang saham preferen dapat membeli saham yang dikeluarkan sebanyak yang dia mau sebelum saham itu ditawarkan kepada orang lain).

Saham yang biasa dijual di bursa efek adalah saham biasa (*Common Stock*) dan saham preferen tidak diperjualbelikan di bursa efek. Struktur kelas ganda memiliki beberapa kelas saham (contohnya, kelas A, kelas B, kelas C) masing-masing dengan keuntungan dan kerugiannya sendiri. Saham harta (*Treasury Stock*), adalah saham perusahaan / emiten yang kembali dibeli (*Buy-Back*) oleh perusahaan atau emiten yang bersangkutan. Masyarakat dapat membeli saham biasa di bursa efek melalui perantara atau yang biasa kita sebut sebagai *broker*.

²⁷Emiten adalah pihak yang melakukan penawaran umum saham kepada investor, UU pasar modal, Bapepam-LK, www.bapepam.go.id

Di Indonesia, pembelian saham harus dilakukan atas kelipatan 500 lembar atau disebut juga dengan 1 lot. Saham pecahan (tidak bulat 500 lembar) biasa diperjualbelikan secara *over the counter (OTC)*.

2.11.2. Tujuan Membeli Saham

Pihak pembeli saham, yaitu investor, sudah pasti mengharapkan imbal hasil dari apa yang telah mereka investasikan. Jika sebuah perusahaan memperoleh laba bersih di akhir tahun, para pemegang saham akan mendapatkan bagian keuntungan berupa dividen. Besarnya dividen yang akan dibagikan ditentukan berdasarkan keputusan rapat umum pemegang saham (RUPS). Karena dividen bersifat kebijakan, tidak ada rumusan tertentu atau keharusan yang menetapkan besaran dividen.

Bahkan, jika perusahaan yang bersangkutan membutuhkan dana untuk ekspansi atau membayar hutang, bisa saja perusahaan tersebut tidak membagikan dividen. Namun demikian, Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) akan memberikan sanksi bagi perusahaan publik yang tidak membagikan dividen selama tiga tahun berturut-turut.

Jika suatu saat harga saham perusahaan meningkat dan investor memutuskan untuk melepas kepemilikan atas saham tersebut (yang berarti menjualnya), maka investor tersebut akan mendapatkan keuntungan yang disebut dengan *capital gain*.

Jadi secara umum, seorang investor yang memegang saham, akan memperoleh dua keuntungan, yaitu :

1. Dividen
2. Selisih harga beli dengan harga jual saham itu sendiri (*Capital Gain*)

Ada beberapa perusahaan / emiten di Indonesia melakukan *dual listing* saham di Bursa Efek Indonesia dan di *New York Stock Exchange (NYSE)*. Saham yang diperjualbelikan di NYSE tersebut biasa dikenal dengan *American Depositary Receipt (ADR)*. Harga saham, biasa naik atau turun, seiring dengan situasi dan kondisi yang ada. Saat krisis moneter tahun 1998, IHSG, yang merupakan barometer saham di Indonesia terpuruk hingga mencapai nilai di bawah 400²⁸.

²⁸”Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)”, Wikipedia, www.wikipedia.org.

Hal ini menyebabkan saham-saham di dalam negeri menjadi *undervalue*. Dalam periode 2002-2006, nilai IHSG telah pulih dan bahkan sudah beberapa kali memecahkan rekor.

2.11.3. Penilaian Saham

Sebagaimana telah dijelaskan di atas bahwa, saham dibagi menjadi dua jenis, yaitu saham biasa (*Common Stock*) dan saham preferen (*Preferred Stock*). Karena kedua saham ini mempunyai sifat dividen yang berbeda, maka cara penilaian harganya pun berbeda.

▪ Penilaian Saham Preferen

Pemegang saham preferen akan menerima dividen tetap yang dibayarkan secara regular oleh perusahaan penerbitnya. Tidak ada jatuh tempo sebagaimana halnya pada obligasi. Saham preferen akan menerima dividen secara *perpetuity* (terus-menerus) selama perusahaan itu masih berdiri. Menghitung harga wajar dari saham preferen relative mudah, yaitu dengan mendiskontokan (*Discounting*) dividen ke nilai sekarang (*Present Value*) dengan *required rate of return*²⁹ selama periode waktu yang tak terhingga atau selama investor memiliki saham tersebut. Perhitungannya adalah :

$$V_p = D / K \dots \dots \dots (2.7)$$

Di mana :

- V_p = Nilai Intrinsik (Nilai Wajar) saham preferen
- D = Dividen Tetap
- k = *Required rate of return* atau *discount rate*

²⁹Required rate of return = $k = R_{\text{nominal risk-free rate}} + P_{\text{Risk Premium}}$, di mana $R_{\text{nominal risk-free rate}}$ adalah tingkat pengembalian instrument investasi bebas resiko ditambah premi perkiraan inflasi, sedangkan Risk Premium meliputi resiko bisnis, keuangan, nilai tukar, dan resiko Negara.

- **Penilaian Saham Biasa**

Ada tiga langkah penting yang harus diikuti oleh investor sebelum mengambil keputusan untuk membeli suatu saham, yaitu :

1. Perkiraan laba per saham ($EPS = \text{Earning per share}$) di masa yang akan datang
2. Perkiraan rasio pembayaran dividen (*Dividen Payout Ratio*)
3. Hitung nilai sekarang (*Present Value*) aliran dividen yang diperkirakan melalui pendiskontoan dividen-dividen tersebut dengan tingkat imbal hasil yang diharapkan (*required rate of return*)

Seperti diketahui bahwa, tidak seperti pemegang saham preferen, pemegang saham biasa tidak mempunyai jaminan kepastian atas pembayaran dividen sebagaimana dijanjikan pada saham preferen. Kebijakan dividen masing-masing perusahaan bergantung pada laba yang diperoleh serta tersedianya dana untuk itu. Besarnya dividen yang dibayarkan tidak selalu sama setiap tahunnya.

Adakalanya tahun ini lebih kecil dibanding tahun sebelumnya, atau bahkan tidak ada dividen sama sekali selama beberapa tahun. Manajemen perusahaan menahan laba dengan berbagai alasan, antara lain membayar hutang, mengambil alih perusahaan lain, dan lain-lain.

Karena sifatnya adalah kebijakan, bukan kewajiban, besarnya dividen selama bertahun-tahun dapat saja berupa presentasi tetap atau mengalami pertumbuhan dividen yang cukup tinggi selama beberapa tahun, lalu pertumbuhannya berhenti dan menjadi konstan pada angka tertentu. Berdasarkan semua kemungkinan tersebut, perhitungan harga saham biasa tidak dapat dipisahkan dari perkiraan penerimaan dividen di masa yang akan datang.

Harga saham biasa dipengaruhi oleh tiga hal, yaitu, dividen tahunan, pertumbuhan dividen, dan *required rate of return*. Jika perusahaan memiliki tingkat resiko yang tinggi, maka investor akan menetapkan *required rate of return* yang tinggi juga atas sahamnya.

Menentukan tingkat pertumbuhan / *Growth* (g) :

$$g = RR \times ROE \dots \dots \dots (2.8)$$

Di mana :

- RR (*retention rate*) = Persentase laba ditahan
- ROE (*return on equity*) = laba bersih dibagi total modal.

Ada beberapa metode untuk menilai harga wajar saham biasa, salah satunya adalah dengan menggunakan metode *Dividen Discount Model (DDM)*, di mana metode ini mengasumsikan pertumbuhan dividen adalah konstan untuk setiap tahunnya, rumusnya adalah seperti di bawah ini :

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s - g} \dots \dots \dots (2.9)$$

Di mana :

- D_1 = Arus kas dividen
- K_s = *required rate of return*
- G = pertumbuhan / *growth*

Untuk bisa menilai apakah sebuah saham biasa bernilai mahal atau murah, biasanya digunakan juga rasio perhitungan seperti *Earning per Share (EPS)*, *Price-to Earning Ratio (PER)*, *Price to Book Value (PBV)*, dan lain-lain.

Untuk berinvestasi di saham, disarankan untuk melakukan teknik valuasi terlebih dahulu dan uang yang hendak diinvestasikan disebar di dalam beberapa saham, agar resiko bisa dibagi.