

Hubungan antara Indeks Harga Saham dengan Indikator Makro Ekonomi: Kajian Teori

Belinda Fortuna

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya

Email: belindafortuna@gmail.com

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis bagaimana dan apa saja teori yang mendasari akan adanya hubungan antara variabel makro ekonomi dengan indeks harga saham. Apakah indeks harga saham memiliki hubungan satu arah ataukah dua arah terhadap variabel ekonomi dinegaranya. Kajian teori ini menunjukkan teori-teori terdahulu yang memiliki andil dalam dunia perekonomian. Berdasarkan teori yang diteliti diketahui bahwa terdapat hubungan kausalitas dua arah antara indeks harga saham gabungan dengan nilai tukar. Terdapat hubungan kausalitas satu arah antara indeks harga saham gabungan dengan inflasi. Terdapat hubungan kausalitas dua arah antara indeks harga saham gabungan dengan nilai indeks produksi industri. Terdapat hubungan kausalitas satu arah antara indeks harga saham dengan suku bunga kebijakan bank sentral. Terdapat hubungan kausalitas dua arah antara indeks harga saham gabungan dengan nilai jumlah uang beredar.

Kata Kunci : Kausalitas, Indeks harga saham, Variabel makro ekonomi, inflasi, nilai tukar, suku bunga, jumlah uang beredar, indeks produksi industri.

A. Latar Belakang

Investor dalam berinvestasi di pasar saham, akan selalu memperhatikan bagaimana keadaan ekonomi negara tersebut sehingga investor dapat menentukan seberapa besar resiko yang akan dihadapi kelak. Menurut Jhon J. Murphy (1991) bahwa investor dalam melakukan investasi dipasar saham akan melakukan analisis fundamental salah satunya dengan melihat keadaan ekonomi makro negara tersebut. Pasar saham, mampu menggambarkan nilai investasi disuatu negara, dan seperti yang kita ketahui bahwa investasi merupakan salah satu unsur penting dalam menentukan perkembangan ekonomi negara tersebut. Karena pasar saham mampu menggambarkan keadaan investasi, maka pasar saham juga mampu mempengaruhi perkembangan ekonomi suatu negara. Hubungan antara harga saham dan variabel makro ekonomi yang seperti ini yang kemudian membuat perlu dilakukan penelitian tentang hubungan kausalitas antar keduanya.

Buyuksalvarci dan Abidiouglu (2010)meneliti tentang hubungan kausalitas antara indeks harga saham di Turki dengan variabel makro ekonomi menemukan bahwa indeks harga saham mampu menjelaskan seluruh variabel makro ekonomi yang diteliti yaitu nilai tukar, Gross Domestic Product, jumlah uang beredar, indeks produksi industri, dan indeks harga konsumen. Kedua penelitian tersebut melihat bagaimana hubungan kausalitas antara indeks harga saham dengan variabel makro ekonomi. Wahyudi dan Sani (2014), meneliti hubungan kausalitas antara Jakarta Islamic Indeks (JII) dengan variabel makro ekonomi, menemukan bahwa JII mampu menjelaskan kurs mata uang dan suku bunga. ditemukan pula bahwa JII dapat dijelaskan oleh harga minyak, kurs rupiah, dan volatile indeks.

Variabel ekonomi makro dengan harga saham memang memiliki hubungan satu sama lain. Apakah aktivitas makro ekonomi menjelaskan nilai harga saham? Mungkinkah sebenarnya harga saham lebih dulu menyebabkan aktivitas makro ekonomi? bahkan kemungkinan keduanya memiliki hubungan dua arah? Hasil penelitian yang berbeda-beda tentang hubungan kausalitas antara variabel makroekonomi dengan indeks harga saham, dan keinginan untuk menelusuri kesamaan pergerakan indeks harga saham di Indonesia dan Malaysia menjadi salah satu tujuan mengapa penelitian ini dilakukan. Penelitian ini mengangkat studi kasus pasar modal syariah dan konvensional di Indonesia dan Malaysia, mengingat persamaan sumber daya alam, letak geografis dan perilaku pada krisis yang dimiliki kedua negara ini. Maka dalam penelitian ini, penulis akan memaparkan lebih dalam bagaimana hubungan antara pasar modal terhadap variabel aktivitas ekonomi di Indonesia dan Malaysia. Apakah ada perbedaan hubungan antara variabel aktivitas ekonomi dengan pasar modal konvensional dan pasar modal syariah? Manakah yang memiliki hubungan yang dominan? Dan apakah ada perbedaan antara pasar modal di Indonesia dengan Malaysia?

B. Kajian Teori

2.1. Teori Penelitian

Siklus bisnis suatu negara sangat dipengaruhi oleh tingkat investasi pada pertumbuhan jangka panjang, karena investasi merupakan salah satu unsur dalam tingkat pertumbuhan yang paling sering berubah (Mankiw, 2000). Salah satu instrumen investasi dalam pasar keuangan yang bersifat jangka panjang dan dapat diperjual belikan baik dalam bentuk hutang atau modal sendiri adalah pasar modal (Husnan, 2003). Joseph Schumpeter (dalam King & Levine, 1993) berpendapat bahwa pasar finansial sebagai jasa dari intermediasi keuangan memiliki peran yang sangat penting bagi pertumbuhan ekonomi. John Maynard Keynes (1930) mengatakan bahwa pertumbuhan pasar modal suatu negara biasanya hanya merupakan bubble dari aksi spekulasi, dan memiliki efek negatif yang lebih besar dari pada efek positif terhadap perekonomian riil.

Bencivenga, dkk (1996) berpendapat bahwa perkembangan pasar modal akan mempengaruhi perekonomian riil melalui peningkatan likuiditas. Sebagian investment yang berskala besar akan membutuhkan dana yang cukup besar yang akan didapatkan melalui investasi pada pasar modal. King & Levine (1993), berpendapat bahwa pertumbuhan pasar modal dapat mendorong sektor riil melalui technical progress yaitu peningkatan kemampuan mengelola sumberdaya modal dan kewirausahaan. Teori q Tobin dapat melihat hubungan antara investasi dan pasar modal. Teori ini dikembangkan oleh James Tobin. Inti teori ini adalah kebijakan moneter mempengaruhi perekonomian melalui pengaruhnya pada penilaian ekuitas. Teori investasi q Tobin menekankan bahwa keputusan investasi tidak hanya dipengaruhi kebijakan ekonomi yang berlaku saat ini, tetapi juga kebijakan yang diharapkan berlaku di masa depan.

Teori James Tobin percaya bahwa kebijakan moneter mempengaruhi perekonomian melalui penilaian ekuitas. Ketika keadaan ekonomi baik-baik saja, nilai dari share akan naik, sehingga perusahaan meningkatkan jumlah saham yang dijual, kemudian perusahaan tersebut akan mendapatkan modal yang lebih tinggi. Teori James Tobin menjelaskan bahwa perusahaan akan lebih memilih menjual saham mereka lebih banyak ketika nilai saham sedang tinggi. Fluktuasi nilai saham dapat mempengaruhi ekspektasi masyarakat terhadap pasar keuangan. Christina Romer (dalam Mankiw, 2000), berpendapat bahwa penurunan saham di Amerika pada tahun 1929 memiliki peran yang cukup tinggi terhadap Great Depression pada tahun 1930. menurut Jorgenson (1967) yang mengungkapkan teori investasi neo-klasik modern mengemukakan bahwa investasi sebagai suatu proses penyesuaian capital stock. Menurut Jorgenson bahwa investor yang rasional dan profit-maximizer akan memperhitungkan present value imbalan keputusan investasinya dan akan menyamakan marginal benefit dengan marginal cost dari investasi yang direncanakan.

Pergerakan harga saham dapat ditentukan dengan angka indeks, menurut (Suprpto, 2004) angka indeks adalah angka yang dibuat sedemikian rupa sehingga dapat dipergunakan untuk membandingkan kegiatan atau peristiwa yang sejenis dalam waktu yang berbeda. Indeks harga saham merupakan ukuran statik yang biasanya digunakan untuk menyatakan perubahan atau perbandingan nilai suatu variabel tunggal atau nilai sekelompok variabel (Darmadji dan Fakhruddin, 2006).

Teori "Flow-Oriented" yang dikemukakan oleh Dornbusch & Fischer (1994), menyatakan bahwa pergerakan nilai tukar mata uang akan mempengaruhi kemampuan kompetitif suatu perusahaan internasional. Selanjutnya nilai tukar akan mempengaruhi pendapatan perusahaan, cost of fund, output dan akhirnya harga saham diinterpretasikan sebagai refleksi dari present value atas future cash flow perusahaan. Teori "Stock-Oriented" yang diungkapkan oleh Frankel (1993) menyatakan bahwa kenaikan return saham (rising stock market) akan menarik capital flow yang selanjutnya akan meningkatkan permintaan terhadap mata uang domestik dan menyebabkan kurs mata uang meningkat.

Menurut Omotor (2011) bahwa inflasi dan pasar modal dapat digunakan sebagai salah satu faktor penentu bagi investor dalam membeli ataupun menjual sahamnya. Menurut Irving Fischer, inflasi dapat mempengaruhi tingkat harga saham melalui nominal suku bunga saat ini. Kevin dan Perry (dalam Bai, 2014) menyatakan bahwa, ketika tingkat inflasi sangat tinggi, tingkat profit investor akan turun. Semakin tinggi risiko yang dihadapi, maka kondisi ketidakpastian akan

semakin besar yang kemudian akan memberikan biaya yang semakin tinggi, yang menyebabkan nilai saham turun. Teori ini juga deijelaskan bahwa, ketika inflasi meningkat akan menyebabkan ekspektasi dari investor terhadap return saham turun, kemudian untuk nilai dimasa depan nilai saham akan berkurang.

Menurut Fama (1990), shock pada jumlah produksi output dalam periode tertentu akan mempengaruhi jumlah output pada periode selanjutnya dan pada akhirnya akan mempengaruhi tingkat harga saham. Menurut Fama, perubahan yang terjadi dalam produksi output ekonomi pada periode tertentu, kemudian mempengaruhi pergerakan produksi output pada beberapa periode setelah itu kemudian produksi tersebut akan mempengaruhi tingkat pengembalian harga saham pada periode selanjutnya. Sementara prinsip akselerator menyatakan bahwa investasi merupakan respon terhadap perubahan-perubahan pada output yang secara tidak langsung menekan kapasitas output sebenarnya yang sudah lama ada.

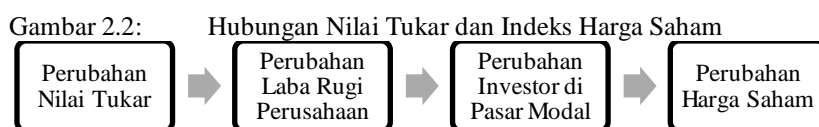
Bukti bahwa terdapat hubungan antara harga saham dengan tingkat suku bunga adalah melalui mekanisme kebijakan moneter jalur suku bunga. Suku bunga dapat mempengaruhi tingkat harga saham secara langsung. Peningkatan suku bunga oleh bank sentral akan mendorong investor untuk menarik tingkat aset saham yang dimiliki, yang diganti dengan investasi dalam bentuk deposito. Umumnya, tingkat suku bunga memiliki hubungan yang negatif dengan tingkat harga saham.

Menurut Johnson dan Schnabel (2000), perubahan dalam jumlah uang yang beredar dapat menyebabkan perubahan pergerakan nilai indeks harga saham melalui tiga cara. Pertama, perubahan jumlah uang beredar akan mempengaruhi perubahan pada barang dan jasa yang diminta. Kedua melalui jalur suku bunga, karena terdapat hubungan timbal balik antara suku bunga ekuitas kapitalisasi dan jumlah uang beredar. Terakhir adalah jalur keseimbangan portofolio investmen, perubahan dalam penawaran uang akan merubah keseimbangan portofolio investor pada sementara waktu. Teori portofolio memprediksikan bahwa permintaan uang seharusnya bergantung pada risiko dan pengembalian yang diberikan oleh uang dan oleh berbagai harga aset selain uang yang bisa dimiliki oleh rumah tangga (Mankiw, 2000). Kenaikan expected return atas saham dan obligasi akan menurunkan permintaan uang, karena investor akan berinvestasi pada aset lain yang lebih menarik.

2.2. Hubungan antara Harga Saham dan Nilai Tukar

Terdapat perbedaan teori akan arah hubungan harga saham dengan nilai tukar, ada teori yang menyatakan bahwa harga saham dijelaskan oleh nilai tukar, ada pula teori yang menyatakan bahwa nilai tukar dipengaruhi oleh harga saham. Pertama teori “Flow-Oriented” yang dikemukakan oleh Dornbusch & Fischer (1994), menyatakan bahwa pergerakan nilai tukar mata uang akan mempengaruhi kemampuan kompetitif suatu perusahaan internasional. Selanjutnya nilai tukar akan mempengaruhi pendapatan perusahaan, cost of fund, output dan akhirnya harga saham diinterpretasikan sebagai refleksi dari present value atas future cash flow perusahaan. Pengaruh ini sesuai dengan teori exposure transaksi dan translasi dimana nilai tukar akan berdampak pada transaksi perusahaan yang dikonversikan ke dalam satuan mata uang lain, seperti ekspor, impor, pendapatan bunga dan sebagainya (eksposur transaksi), serta berdampak pada laporan keuangan yang dikonsolidasikan di perusahaan induk (exposur translasi) (Madura, 2008).

Menurut Dornbusch dan Fischer (1994) fluktuasi dari nilai tukar memiliki dampak langsung pada profitabilitas bisnis dan kompetisi pasar internasional sebuah perusahaan. Ketika nilai tukar naik, nilai penjualan pada barang ekspor akan turun, yang akan menurunkan penjualan dan pendapatan dan harga saham perusahaan. Sementara hal ini akan menurunkan harga barang pada perusahaan importir sehingga masyarakat lebih menggemari barang import dan pendapatan perusahaan impor akan naik kemudian meningkatkan harga sahamnya.

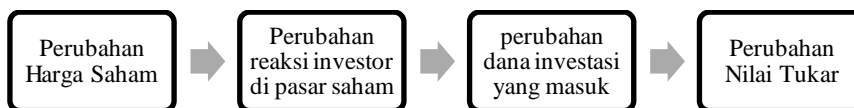


Sumber: Dornbusch dan Fischer (1994)

Frankel (1993) memiliki teori yang berbeda tentang hubungan harga saham dengan nilai tukar. Teori “Stock-Oriented” yang diungkapkan oleh Frankel (1993) menyatakan bahwa kenaikan return saham (rising stock market) akan menarik capital flow yang selanjutnya akan meningkatkan permintaan terhadap mata uang domestik dan menyebabkan kurs mata uang meningkat. Pergerakan harga saham, obligasi, dan aset investasi lainnya di pasar modal suatu negara juga disebabkan oleh anggapan investor terhadap kondisi pasar modal. Anggapan ini pada akhirnya akan mempengaruhi dana investasi yang masuk ke negara, sehingga mempengaruhi keadaan perekonomian negara yang bersangkutan, termasuk pada nilai tukar negara tersebut.

Teori ini sesuai dengan teori keseimbangan portofolio (dalam Mankiw (2000)) bahwa ketika harga saham domestik naik, akan membujuk investor untuk membeli lebih banyak aset domestik dengan menjual aset asing guna memperoleh mata uang domestik. Peningkatan permintaan mata uang domestik akan menyebabkan kenaikan nilai mata uang domestik. Selain itu, jika harga aset dalam negeri naik, akan menghasilkan pertumbuhan kekayaan, yang juga akan meningkatkan permintaan uang oleh investor. Pada situasi ini, lebih banyak modal asing akan tertarik dalam situasi ini yang akan meningkatkan permintaan luar negeri untuk mata uang domestik dan akhirnya akan meningkatkan nilai mata uang domestik.

Gambar 2.3: Hubungan Indeks Harga Saham Terhadap Nilai Tukar



Sumber: Frankel 1993

Model selanjutnya yang menjelaskan hubungan antara suku bunga dan nilai tukar adalah model portofolio balance. Model ini mengungkapkan bahwa kemungkinan terdapat hubungan timbal balik (kausalitas dua arah) antara harga saham dan nilai tukar. Ketika pasar saham berada dalam keadaan baik, investor akan meningkatkan permintaannya akan aset-aset domestik, hal ini akan meningkatkan nilai mata uang domestik. Apabila permintaan uang domestik bertambah akan meningkatkan nilai suku bunga dan mata uang akan meningkat. Menurut Tsaganos, dkk (2013), bahwa terdapat satu faktor utama (seperti suku bunga) yang akan menghubungkan pasar saham dan nilai tukar.

2.3. Hubungan antara Harga Saham dan Inflasi

Menurut teori generalisasi Fischer (dalam Omotor (2011)), bahwa modal saham telah merepresentasikan pergerakan yang terjadi dalam bisnis aset-aset riil, sehingga hal ini menjadikan pasar saham merupakan lindung nilai (hedge) terhadap batasan inflasi. Investor dapat menjual atau membeli aset-aset sahamnya ketika ekspektasi inflasi telah diumumkan. Menurut Omotor (2011) bahwa inflasi dan pasar modal dapat digunakan sebagai salah satu faktor penentu bagi investor dalam membeli ataupun menjual sahamnya.

Erving Fischer menjelaskan hubungan antara inflasi dengan harga saham melalui tingkat suku bunga. Formula yang ditetapkan adalah suku bunga riil sama dengan nominal suku bunga dikurangi tingkat inflasi. Karena dalam beberapa sistem perekonomian tingkat suku bunga riil adalah fixed value yang merepresentasi tingkat kemampuan belanja masyarakat. Jadi jika tingkat inflasi diekspektasikan akan naik, maka nominal suku bunga juga akan naik. Tentu saja hal ini sama kasusnya dengan pasar modal, ketika inflasi sedang terguncang, maka nilai saham juga akan berubah. Jadi kesimpulannya adalah ketika nilai inflasi berfluktuasi dalam satu periode, maka harga saham juga akan berfluktuasi sama seperti inflasi tersebut.

Kevin dan Perry (dalam Bai, 2014), mengeluarkan hipotesis, dimana inti dalam hipotesis ini adalah, ketika tingkat inflasi sangat tinggi, tingkat profit investor akan turun. Semakin tinggi risiko yang dihadapi, maka kondisi ketidakpastian akan semakin besar yang kemudian akan memberikan biaya yang semakin tinggi, yang menyebabkan nilai saham turun. Teori ini juga dijelaskan bahwa, ketika inflasi meningkat akan menyebabkan ekspektasi dari investor terhadap return saham turun, kemudian untuk nilai dimasa depan nilai saham akan berkurang.

Beberapa penelitian tentang hubungan inflasi dengan harga saham, beberapa diantaranya adalah penelitian dilakukan oleh Linter, Fama, Geske dan Richard, dan penelitian Asprem (dalam Tiwaria, dkk, 2015). Hasil dari penelitiannya adalah menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh terhadap pasar modal secara negatif. Tiwaria, dkk juga meneliti negara berkembang yaitu India, menemukan bahwa inflasi bisa menjadi batasan yang tepat sebagai peramal harga saham. Dalam penelitiannya, Tiwaria, dkk (2015) menemukan bahwa inflasi dan harga saham memiliki pengaruh dalam jangka pendek.

Oxman (2012) mengatakan bahwa efek dari shock harga barang bisa dikatakan sebagai efek terhadap perubahan harga saham. Oxman mengungkapkan bahwa sekitar akhir tahun 1970-an hingga awal 1980-an, topik tentang hubungan harga saham dengan inflasi adalah topik yang hangat untuk diperbincangkan. Karena pada saat itu para peneliti ingin melihat bagaimana hubungan inflasi dengan pasar modal. Ditemukan bahwa pada sebelum perang dunia ke2 inflasi dan harga saham memiliki hubungan secara positif dan hubungannya menjadi negatif setelah perang dunia ke 2.

Penelitian Oxman (2012) ditemukan bahwa pada tahun 1966-1983, Consumer Price Index (CPI) memberikan pengaruh positif signifikan terhadap pasar modal, dan pada periode tahun 1984 hingga tahun 2008 pengaruhnya tidak signifikan. Dalam tulisannya Alagidede dan Panagiotidis (2010) menyebutkan bahwa terdapat hubungan timbal balik antara inflasi dan pasar modal karena inflasi dapat dikatakan variabel real dimana yang dipengaruhi oleh modal, sehingga dapat mempertimbangkan adanya kemungkinan hubungan dari pasar modal terhadap inflasi.

2.4. Hubungan antara Harga Saham dan Indeks Produksi Industri

Indeks produksi industri dalam penelitian ini menggambarkan perkembangan produksi output di bidang industri, yang menggambarkan pertumbuhan ekonomi suatu negara. Banyak teori yang berusaha menjelaskan hubungan antara pertumbuhan ekonomi dengan investasi di sebuah negara. Salah satunya adalah teori yang dikeluarkan oleh Fama (1990). Eugene F. Fama mengungkapkan bahwa ada hubungan yang kuat antara harga saham dengan aktivitas ekonomi yang akan datang. Menurut Fama (1990), shock pada jumlah produksi output dalam periode tertentu akan mempengaruhi jumlah output pada periode selanjutnya dan pada akhirnya akan mempengaruhi tingkat return saham.

Inti dari hipotesis yang dikeluarkan oleh Fama adalah, perubahan yang terjadi dalam produksi output ekonomi pada periode tertentu, kemudian mempengaruhi pergerakan produksi output pada beberapa periode setelah itu kemudian produksi tersebut akan mempengaruhi tingkat pengembalian harga saham pada periode selanjutnya. Fama (1990) juga percaya bahwa terdapat efek yang diberikan oleh shock pada pasar modal terhadap pergerakan pertumbuhan ekonomi. Fama mengemukakan bahwa pergerakan tiga atau empat lag dari return saham akan membantu meramalkan pertumbuhan ekonomi. Return saham pada bulan pertama dapat menjelaskan tingkat perkembangan produksi output pada bulan selanjutnya. Faktor yang mempengaruhi pergerakan pertumbuhan ekonomi selama beberapa bulan ke depan, salah satunya adalah return harga saham pada bulan sekarang.

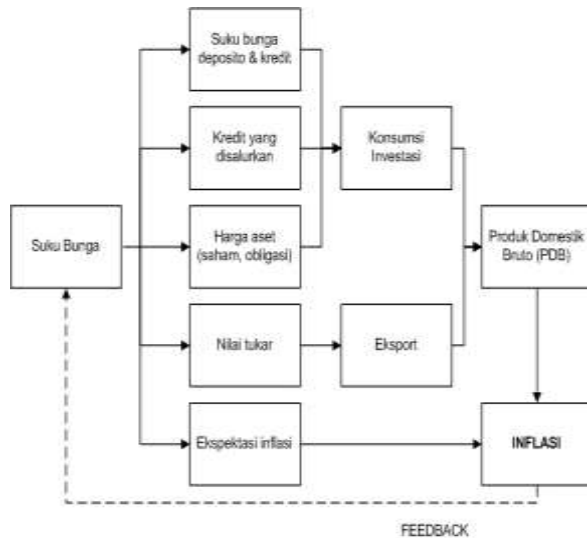
Kemudian dalam Accelerator model dijelaskan tentang model investasi bisnis dan hubungannya terhadap nilai perubahan output (dalam Froyen, 2002). Teori ini menerangkan bahwa jumlah capital stock suatu perusahaan bergantung pada level output perusahaan tersebut. Tingginya level output akan meningkatkan permintaan modal yang lebih tinggi, permintaan modal didapatkan melalui investasi kenaikan jumlah modal suatu perusahaan yang selanjutnya akan mempengaruhi tingkat output yang diproduksi. Prinsip akselerator menyatakan bahwa investasi merupakan respon terhadap perubahan-perubahan pada output yang secara tidak langsung menekan kapasitas output sebenarnya yang sudah lama ada, namun secara formal perkembangannya baru dimulai ketika muncul kesadaran di kalangan para ekonomi siklikal

2.5. Hubungan antara Harga Saham dengan Suku Bunga

Bukti bahwa terdapat hubungan antara harga saham dengan tingkat suku bunga adalah melalui mekanisme kebijakan moneter jalur suku bunga, yang ditunjukkan pada Gambar 2.2. Suku

bunga dapat mempengaruhi tingkat harga saham secara langsung. Peningkatan suku bunga oleh bank sentral akan mendorong investor untuk menarik tingkat aset saham yang dimiliki, yang diganti dengan investasi dalam bentuk deposito. Umumnya, tingkat suku bunga memiliki hubungan yang negatif dengan tingkat harga saham. Tingkat suku bunga yang tinggi akan memberikan sinyal negatif terhadap harga saham. Weston dan Brigham (1994) mengemukakan bahwa tingkat suku bunga yang makin tinggi akan membuat perekonomian semakin lesuh, menaikkan biaya bunga, dan akan menurunkan laba perusahaan dan menyebabkan investor menjual saham yang dimiliki, kemudian beralih untuk berinvestasi di pasar deposito.

Gambar 2.4: Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Jalur Suku Bunga



Sumber: www.bi.go.id (2016)

Keynes, dalam Mankiw (2000), menyatakan bahwa, perubahan naik turunnya suku bunga mempengaruhi keinginan masyarakat untuk mengadakan investasi, misalnya pada surat berharga, dimana harga dapat naik atau turun dan sebaliknya. Perubahan suku bunga secara langsung dapat merubah discount rate dan mempengaruhi arus kas perusahaan saat ini dan masa depan. Suku bunga yang tinggi merupakan sinyal negatif terhadap harga saham. Peningkatan suku bunga akan menyebabkan investor menarik investasinya pada saham dan memindahkannya pada instrumen investasi yang lain. Menurut teori Keynes, tabungan tidak hanya dipengaruhi oleh suku bunga tetapi juga dipengaruhi oleh tingkat pendapatan. Tabungan naik ketika pendapatan naik, dan investasi naik, sementara investasi akan naik apabila suku bunga turun. Suku bunga yang tinggi akan mempengaruhi present value aliran kas perusahaan, sehingga kesempatan investasi yang ada tidak menarik lagi.

Rahman, dkk (2009) menyatakan hubungan timbal balik dari harga saham terhadap suku bunga mungkin saja terjadi. Pada umumnya jika bank sentral mengeluarkan kebijakan melalui tingkat bunga yang lebih tinggi akan menyebabkan nilai uang berkurang karena tingkat diskonto. Berkurangnya nilai uang akan mengurangi ketertarikan investor dalam berinvestasi di aset keuangan, yang kemudian akan menurunkan nilai harga saham. Menurut Rahman, dkk (2009) bahwa dari hipotesis 'efek substitusi' kenaikan suku bunga acuan akan meningkatkan biaya memegang uang, efek tersebut tersubstitusi pada nilai saham, yang kemudian mempengaruhi investasi berbunga seperti obligasi Tingkat obligasi ini selanjutnya akan mempengaruhi tingkat suku bunga kebijakan bank sentral. Efek substitusi menunjukkan bahwa terdapat kemungkinan hubungan timbal balik antara suku bunga dengan tingkat harga saham.

Penelitian-penelitian yang menemukan bahwa tingkat suku bunga obligasi pemerintah disebabkan oleh nilai harga saham adalah, penelitian dari Ozbay, (2009) hasil penelitiannya ditemukan bahwa nilai harga saham granger cause tingkat suku bunga di Turki. Penelitian Nofiatin (2012), yang membahas hubungan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dengan inflasi, suku

bunga, PDB, nilai tukar, dan Jumlah uang beredar menemukan bahwa IHSG granger cause tingkat suku bunga dan PDB. Penelitian selanjutnya adalah dari Muradoglu, dkk (2000) yang meneliti hubungan kausalitas antara harga saham dan variabel makro ekonomi di negara berkembang. Ditemukan hubungan kausalitas dua arah antara suku bunga dan harga saham di Argentina. Pada kasus Korea dan Meksiko ditemukan hubungan kausalitas satu arah dari harga saham terhadap suku bunga. Hubungan kausalitas dari harga saham ke suku bunga juga ditemukan oleh Isshaku, dkk (2013); Hervey, dkk (2011); dan penelitian Triphaty (2011).

2.6. Hubungan antara Harga Saham dengan Jumlah Uang Beredar

Menurut Johnson dan Schnabel (2000), perubahan dalam jumlah uang yang beredar dapat menyebabkan perubahan pergerakan nilai indeks harga saham melalui tiga cara. Pertama, perubahan jumlah uang beredar akan mempengaruhi perubahan pada barang dan jasa yang diminta. Pendapatan suatu perusahaan sangat responsif terhadap perubahan nilai permintaan, dari ini maka terjadi perubahan pada nilai harga saham perusahaan tersebut. Kedua melalui jalur suku bunga, karena terdapat hubungan timbal balik antara suku bunga ekuitas kapitalisasi dan jumlah uang beredar. Terakhir adalah jalur keseimbangan portofolio investmen, perubahan dalam penawaran uang akan merubah keseimbangan portofolio investor pada sementara waktu. Perubahan keseimbangan akan membuat investor mengalihkan instrumen investasinya dari investasi dalam bentuk memegang kas ke investasi bentuk aset yang lain.

Teori permintaan uang telah dikembangkan oleh beberapa ahli ekonomi, salah satunya adalah teori Keynes. Menurut Keynes permintaan terhadap uang merupakan tindakan rasional oleh masyarakat. Meningkatnya permintaan uang akan menaikkan suku bunga, yang akan memberikan kerugian (*capital lost*) pada investasi disurat berharga (*obligasi*). Sebaliknya, apabila suku bunga turun, permintaan surat berharga akan naik. Melalui transaksi berjaga-jaga, Keynes percaya bahwa jumlah uang beredar dapat mempengaruhi tingkat investasi seperti harga saham dan oligasi melalui tingkat suku bunga.

Hubungan antara harga saham dengan jumlah uang beredar terdapat dalam teori transaksi portofolio (dalam Mankiw (2000)). Teori transaksi portofolio merupakan teori yang menekankan peran uang sebagai penyimpanan nilai. Menurut teori ini, orang memegang uang sebagai bagian dari portofolio mereka. Uang memberikan kombinasi risiko dan pengembalian yang berbeda dibanding ast lain. Biasanya uang memberikan pengembalian yang aman, sedangkan harga saham dan obligasi memiliki pergerakan yang sangat berfluktuasi. Jadi beberapa ekonom menyarankan untuk memegang uang sebagai bagian dari portofolio optimal mereka.

Teori portofolio memprediksikan bahwa permintaan uang seharusnya bergantung pada risiko dan pengembalian yang diberikan oleh uang dan oleh berbagai harga aset selain uang yang bisa dimiliki oleh rumah tangga (Mankiw, 2000). Nilai permintaan uang juga dapat dipengaruhi oleh tingkat kekayaan yang dimiliki oleh rumah tangga.

Menurut Mankiw (2000) fungsi permintaan uang dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$(M/P)^d = L(rs, rb, \pi_e, W) \quad (2.11)$$

Dimana r_s adalah tingkat *expected return* atas saham, dan r_b adalah tingkat *expected return* obligasi yang diharapkan, π_e merupakan tingkat inflasi yang diharapkan, dan W adalah tingkat kekayaan riil. Kenaikan *expected return* atas saham dan obligasi akan menurunkan permintaan uang, karena investor akan berinvestasi pada aset lain yang lebih menarik. Kenaikan dalam inflasi yang diharapkan akan menurunkan jumlah permintaan uang karena uang menjadi kurang menarik. Dan kenaikan aset (W) akan meningkatkan permintaan uang karena dengan kekayaan yang lebih tinggi berarti portofolio yang lebih besar.

DAFTAR PUSTAKA

- Albatty, Mohamed, dan Ahmad, Rubi. 2008. Performance of shariah and composite indices: Evidence from Bursa Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. Vol.4: 23-43.
- Aloui, Chaker, dkk. 2016. Investors' sentiment and US Islamic and conventional indexes nexus : A time-frequency analysis. *Finance Research Letters*. Vol.000: 1-6.
- Arikunto, S. 2002. *Prosedur suatu penelitian: pendekatan praktek. edisi revisi kelima*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Bai, Zhongqiang. 2014. Study on the impact of inflation on the stock market in China. *International Journal of Business and Social Science*. Vol.5, (No.7): 261-271.
- Buyuksalvarci, A., & Abdioglu, H. 2010. The causal relationship between stock prices and macroeconomic variables: a case study for Turkey. *International Journal of Economic Perspectives*, Vol.4, (No.4): 601-610.
- Caporale, Guglielmo Maria, dkk. 2013. On the linkages between stock prices and exchange rates: Evidence from the banking crisis of 2007–2010. *Economics and Finance Working Paper Series*. Vol.13: 1-31.
- Darmadji, Tjiptono dan Heady M. Fakhruddin, 2006. *Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta: PT Salemba Empat.
- Dornbusch, Rudiger & Fischer, Stanley. 1994. *Macro Economics*. Edisi ke 4. (edisi Bahasa Indonesia oleh J. Mulyadi). Jakarta: Erlangga.
- Elfakhani, Said, dkk. 2005. Performance of Islamic mutual funds. *American University of Beirut-Working Paper*. Vol.1, (No.26): 1-33.
- Fama, Eugene. 1990. Stock returns, expected returns, and real activity. *The Journal of Finance*. Vol.45, (No.4): 1989-1108.
- Frankel, J. 1993. *Monetary and Portofolio-Balance models of the Determination of Exchange Rate*. Cambridge: MIT Press.
- Husnan, S. 2003. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN.
- Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo. 2002. *Metedologi Penelitian Bisnis. Edisi Pertama*. Yogyakarta: Penerbit, BPFE.
- Ismalic Financial Service Industry (IFSI). 2016. Stability Report 2016. <http://www.ifsib.org/> diakses pada bulan Mei 2016.
- John J. Murphy (1991) *Intermarket Technical Analysis Trading Strategies For The Global Stock, Bond, Commodity And Currency Markets*. New York: John Wiley & Sons, INC.
- Johnson, L.W., dan Schnabel, J.A. 2000. The Money Supply and Share Prices: an Examination of Australian Evidence. *The Securities Institutes Jurnal*: 8-10.
- Mankiw, N. Greorgy. 2000. *Teori Makor Ekonomi*. Edisi Keempat. (Alih Bahasa: Imam Nurmawam). Jakarta : Erlangga
- Muradoglu, Gulnur, dkk. 2000. Causality Between Stock Returns and Macroeconomic Variables in Emerging Market. *Russian and East European Finance and Trade*. Vol.36, (No. 6): 33-53.
- Mwamba, dkk. 2016. Financial Tail Risks in Conventional and Islamic Stock Market: A Comparative Analysis. *Pacific-Basin Finance Journal*. Vol.5, (No.19): 1-23.
- Omotor, Douglason G. 2011. Relationship between inflation and stock market returns: evidence from Nigeria. *Journal of Applied Statistics*. Vol.1, (No.1): 1-14.
- Osisanwo, B. G., & Atanda, A. A. (2012). Determinants of stock market returns in nigeria: A time series analysis. *African Journal of Scientific Research*. Vol.9, (No.1):33-43.
- Sensoy, Ahmet & Sobaci, Cihat. 2014. Effects of volatility shocks on the dynamic linkages between exchange rate, interest rate and the stock market: The case of Turkey. *Economic Modelling*. Vol 43: 448-457.
- Sui, Lu dan Sun, Lijuan. 2016. Spillover effects between exchange rates and stock prices : evidence from brics around the recent global financial crisis. *Research in International Business and Finance*. Vol.36: 459-471.
- Suprptono, J. 2004. *Statistik Pasar Modal Keuangan dan Perbankan*. Rineka Cipta. Jakarta.
- Tiwari^a, Aviral Kumar, dkk. 2015. Stock returns and inflation in Pakistan. *Economic Modelling*. Vol.47: 23-31.

- Tiwari^b, Aviral Kumar, dkk. 2015. Frequency domain causality analysis of stock market and economic activity in India. *International Review of Economics and Finance*. Vol.39: 224-238
- Tsagkanos, Athanasios, dkk. 2013. A Long-run Relationship Between Stock Price Index and Exchange Rate: A Structural Nonparametric Cointegrating Regression Approach. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*. Vol.25: 106-118.
- Wahyudi, Imam dan Sani, Gandhi Anwar. 2014. Interdependence between Islamic Capital Market and Money Market: Evidence from Indonesia. *Istanbul Review*. Vol.14: 32-47.
- Walkshausi, Cristian dan Lobe, Sebastian. 2012. Islamic Investing. *Review of Financial Economics*. Vol.21: 53-62.
- Widarjono, Agus. 2013. *Ekonometrika: Pengantar dan Aplikasinya*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.