

HUBUNGAN *RETURN* SAHAM DAN INFLASI DI INDONESIA

Nyoman Triaryati

Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana
Jl. P.B. Sudirman No.4 Denpasar, Bali, 80234, Indonesia.

Abstract

The effect of inflation to the stock return research had been held since three decades ago based on Generalize Fisher's Hypotheses, but 'how inflation influenced stock return' had become a debate until today. In Indonesia most of the related research used inflation as one of the variables that influenced stock return despite of others in short period of time. This research investigated the effect of inflation to the stock return in Indonesia within fifteen years, which was divided into 3 (three) periods of time reflecting different economic growth for each of it. The purpose of this allotment was to see the consistency how inflation influenced the stock market. Using a secondary data from monthly inflation and IHSG period 1998 until 2012, included three hundred and sixty observation, simple regression model analyses was applied. This research acknowledged that inflation negatively influenced stock return in a long time period, but it did not exist in the short time period, except when the level of inflation reached 10%. In conclusion, inflation influence on the stock return was not ascertained by how long the investigation was held but if there was any inflation rate reaching 10% within the period of investigation.

Keywords: *Inflation, Generalize Fisher's Hypotheses, stock return*

Pertumbuhan ekonomi Indonesia dalam satu dekade terakhir ini dilaporkan menunjukkan kecenderungan yang baik secara statistik. Pengendalian inflasi juga berhasil dilakukan oleh pemerintah dalam kurun waktu yang sama. Kestabilan ekonomi ini akan diikuti oleh kestabilan pertumbuhan bursa saham yang dicerminkan oleh kenaikan indeks harga saham gabungan (IHSG) yang positif secara konsisten hingga akhir 2012, hal ini menunjukkan pergerakan harga saham yang positif. Hal ini berbeda dibandingkan dengan 2 dekade sebelumnya ketika terjadi ketidakstabilan ekonomi yang disebabkan oleh dilikuidasinya 16 bank, dan inflasi

cenderung tak terkendali. Pada saat itu masalah utang luar negeri yang berimbas sistemik pada sistem perbankan nasional yang sebenarnya telah memiliki kelemahan, ditambah dengan ketidakstabilan politik yang berkembang menjadi permasalahan ekonomi, menimbulkan krisis ekonomi yang cukup memprihatinkan. Pada tahun tersebut diperkirakan inflasi mencapai 35,07% lebih tinggi dari tahun 1974 sebesar 33,3%, yang tercatat sebagai tahun tertinggi sebelumnya (Sutondo, 2011). IHSG saat itu mengalami penurunan dan mengalami fluktuasi setelahnya.

Korespondensi dengan Penulis:

Nyoman Triaryati: Telp. +62 361 234 133

E-mail: 3aryati@gmail.com

Hubungan *Return* Saham dan Inflasi di Indonesia

Nyoman Triaryati

Studi mengenai inflasi dan *return* saham telah dilakukan sejak tahun 30-an dan dipelopori oleh Fisher. Penelitian mengenai kedua hal tersebut terus berlanjut hingga lima tahun terakhir, meski dengan dasar hipotesis yang sama yang dikembangkan oleh Fisher pada beberapa dekade yang lalu. *Fisher hypotheses* mengemukakan saham merepresentasikan klaim terhadap *riil asset* pada bisnis, sehingga saham dapat digunakan sebagai alat lindung nilai (*hedging*) terhadap inflasi (Omotor, 2010).

Gultakin (1983) membandingkan kemampuan lindung nilai (*hedge*) terhadap inflasi dari saham biasa dengan *financial asset* lainnya dan *riil asset*, serta menemukan bahwa saham biasa mampu memberikan perlindungan nilai ketika inflasi terjadi. Penelitian Spyrou (2004) membuktikan ekuitas memberikan perlindungan nilai yang efektif terhadap inflasi dan inflasi dapat dijelaskan oleh hubungan yang signifikan antara uang dan *consumer prices* pada pasar yang sedang tumbuh. Elshareif (2007) pada studinya di bursa saham Malaysia menemukan hubungan positif antara *return* saham dengan inflasi, oleh karenanya disimpulkan bahwa *generalize fisher's hypotheses* (GFH) terjadi di bursa saham Malaysia, dan implikasinya adalah bahwa saham biasa merupakan alat lindung nilai (*hedging*) yang efektif terhadap inflasi. Omotor (2010) yang menguji apakah ekuitas dapat digunakan sebagai pelindung nilai pada saat inflasi terjadi pada bursa saham Nigeria dalam 20 tahun terakhir dan menemukan bahwa ekuitas dapat dijadikan pelindung nilai ketika terjadi inflasi, dan terdapat hubungan yang positif antara inflasi dan *return* saham.

Sedangkan pada beberapa studi empiris didokumentasikan hubungan negatif antara harga saham dan inflasi. Fama (1981) mendasarkan hipotesisnya pada *money demand theory*, yang mana hubungan antara inflasi dan *return* saham bukan hubungan kausalitas namun hanya hubungan palsu akibat *dual effect*, sehingga hubungan antara inflasi

dan harga saham adalah negatif bukan positif. Hubungan negatif ini mencerminkan korelasi antara inflasi dan ekspektasi terhadap pertumbuhan ekonomi riil dan didasari oleh penggunaan suku bunga nominal dalam mendiskontokan aliran kas riil oleh investor yang irasional (Baucher, 2006).

Fama hypothesis oleh Yeh & Chi (2009) dijelaskan dengan menyatakan bahwa ketika inflasi berhubungan negatif dengan aktivitas ekonomi yang riil, dan terdapat hubungan yang positif antara aktivitas riil dengan *return* saham, hubungan yang negatif dengan *return* saham akan tetap terjadi. Selanjutnya terdapat perspektif yang berbeda tentang arah hubungan kausalitas antara inflasi dan harga saham. Farsio & Fazel (2008) mengemukakan bahwa pada satu titik waktu tertentu hubungan antara inflasi dan harga saham negatif, namun pada titik waktu lainnya inflasi dan harga saham bergerak ke arah yang sama. Sehingga dinyatakan dalam penelitian ini bahwa tidak ada hubungan kausal yang stabil antara inflasi dan harga saham. Penelitian Geetha *et al.* (2011) di 3 negara yaitu Malaysia, Amerika Serikat, dan China menemukan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara *expected* dan *unexpected inflation* dengan harga saham di 3 negara. Namun hubungan jangka pendek kedua variabel hanya ditemukan di China namun tidak di Malaysia dan Amerika Serikat. Jika hubungan antara inflasi dan *return* saham memberikan hasil yang konsisten pada 1 periode waktu dan lokasi pasar bursa tertentu, maka hasil penelitian yang bersangkutan dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan oleh investor, namun tidak jika sebaliknya.

Penelitian tentang hubungan inflasi dan harga saham yang ada di Indonesia sebagian besar menggunakan inflasi dan *return* saham sebagai salah satu variabel dalam penelitian mereka. Seperti Wijaya (2013) yang meneliti tentang pengaruh fundamental ekonomi makro terhadap IHSG, dimana faktor fundamental ekonomi makro yang digunakan adalah inflasi, suku bunga, nilai tukar,

dan jumlah uang beredar. Dalam penelitian ini dikemukakan bahwa inflasi tidak berpengaruh terhadap IHSG. Begitu juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Kewal (2012) yang menemukan bahwa hanya kurs yang berpengaruh terhadap IHSG sedangkan variabel makro lainnya yaitu inflasi, suku bunga, dan pertumbuhan PDB tidak berpengaruh terhadap IHSG. Sehingga secara spesifik belum ada yang meneliti konsistensi hubungan antara inflasi dan *return* saham dalam jangka waktu yang cukup panjang atau lebih dari 10 tahun di Indonesia dengan 3 periode yang berbeda dan dengan *trend* pertumbuhan ekonomi yang berbeda.

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka tujuan penelitian ini adalah menguji hubungan antara inflasi dan *return* saham dengan 3 periode berbeda dengan *trend* pertumbuhan ekonomi yang berbeda, dalam rentang waktu tahun 1998 hingga 2012, sehingga konsistensi hubungan antara inflasi dan *return* saham secara individual dapat dilihat dengan jelas.

Inflasi didefinisikan sebagai suatu gejala dimana tingkat harga umum mengalami kenaikan secara terus menerus (Nanga, 2001). Inflasi yang terlalu tinggi akan menyebabkan penurunan daya beli uang (*purchasing power of money*). Disamping itu, inflasi yang tinggi juga bisa mengurangi tingkat pendapatan riil yang diperoleh investor dari investasinya. Sebaliknya jika tingkat inflasi suatu negara mengalami penurunan, maka hal ini merupakan sinyal yang positif bagi investor seiring dengan turunnya risiko daya beli uang dan risiko penurunan pendapatan riil (Tandelilin, 2010). Hooker (2004) menemukan bahwa tingkat inflasi berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Peningkatan inflasi secara relatif merupakan sinyal negatif bagi pemodal di pasar modal. Inflasi meningkatkan pendapatan dan biaya perusahaan. Jika peningkatan biaya produksi lebih tinggi dari peningkatan harga yang dapat dinikmati oleh perusahaan, maka profitabilitas perusahaan akan

turun. Jika *profit* yang diperoleh perusahaan kecil, hal ini akan mengakibatkan para investor enggan menanamkan dananya di perusahaan tersebut sehingga harga saham menurun.

Harga saham dalam penelitian ini diproyeksikan dengan IHSG. IHSG merupakan salah satu dari 11 indeks harga saham yang dimiliki Bursa Efek Indonesia (www.bi.go.id). Menurut Yogyanto (2000), IHSG diperkenalkan pertama kali pada tanggal 1 April 1983, sebagai indikator pergerakan harga saham di BEI, indeks ini mencakup pergerakan harga seluruh saham biasa dan saham preferen yang tercatat di BEI. IHSG menggunakan semua perusahaan tercatat sebagai komponen perhitungan indeks. Agar IHSG dapat menggambarkan keadaan pasar yang wajar, BEI berwenang mengeluarkan dan atau tidak memasukkan satu atau beberapa perusahaan tercatat dari perhitungan IHSG (www.bi.go.id).

Pengaruh Inflasi terhadap Harga Saham

Fisher hypotheses mengemukakan, saham merepresentasikan klaim terhadap aset riil pada bisnis, sehingga saham dapat digunakan sebagai alat lindung nilai (*hedging*) terhadap inflasi. Jika ini dapat dilaksanakan, maka investor dapat menjual *financial asset* mereka untuk ditukarkan dengan *riil asset* ketika inflasi yang diperkirakan sungguh terjadi. Pada situasi ini, harga saham nominal seharusnya mencerminkan sepenuhnya inflasi yang diperkirakan akan terjadi dan hubungan antara kedua variabel adalah positif (Omotor, 2010).

Penelitian Spyrou (2004) pada penelitiannya di 10 negara yang sedang bertumbuh secara ekonomis, membuktikan ekuitas memberikan perlindungan nilai yang efektif terhadap inflasi, dan inflasi dapat dijelaskan oleh hubungan yang signifikan antara uang dan *consumer prices* pada pasar yang sedang tumbuh. Elshareif (2007) menyatakan bahwa keefektifan saham biasa sebagai alat lindung nilai pada inflasi, yang mana secara tidak

Hubungan *Return* Saham dan Inflasi di Indonesia

Nyoman Triaryati

langsung dapat digunakan untuk mengurangi risiko ketidakpastian yang dihadapi investor terhadap tingkat harga saham di masa yang akan datang pada negara berkembang telah banyak dilakukan. Namun beberapa penelitian terakhir menunjukkan hubungan yang negatif antara inflasi dan harga saham. Pada studinya di bursa saham Malaysia, Elshareif (2007) menemukan hubungan positif antara *return* saham dengan inflasi dan oleh karenanya disimpulkan bahwa GFH terjadi di bursa saham Malaysia, dan implikasinya adalah bahwa saham biasa merupakan alat lindung nilai yang efektif terhadap inflasi.

Omotor (2010) yang menguji apakah ekuitas dapat digunakan sebagai pelindung nilai pada saat inflasi terjadi pada bursa saham Nigeria dalam 20 tahun terakhir dan menemukan bahwa ekuitas dapat dijadikan pelindung nilai ketika terjadi inflasi, dan terdapat hubungan yang positif antara inflasi dan *return* saham sesuai dengan *Fisher hypotheses*. Hal ini juga mengimplikasikan bahwa investor dengan keputusan portofolio investasi yang baik seharusnya melihat ekuitas sebagai investasi jangka panjang untuk menghadapi penurunan daya beli pada saat terjadi inflasi, dengan catatan di Nigeria sebagai negara dengan bursa saham yang sedang berkembang, ekuitas dianggap bukan merupakan aset dengan kinerja terbaik dalam jangka pendek.

Sedangkan pada beberapa studi empiris selama 2 dekade terakhir, mendokumentasikan hubungan negatif antara harga saham dan inflasi. Hal ini tidak sesuai dengan GFH yang telah didukung oleh beberapa penelitian mengenai hubungan inflasi dan harga saham. Hubungan negatif ini menurut Baucher (2006) mencerminkan antara inflasi dan pertumbuhan ekonomi yang diharapkan dan penggunaan suku bunga nominal oleh investor irasional untuk mendiskontokan *cashflow riil*, atau merupakan risiko premium inflasi yang bersifat subjektif.

Farsio & Fazel (2008) menyatakan bahwa kenaikan tingkat suku bunga nominal disebabkan oleh kenaikan tingkat inflasi yang diharapkan. Oleh karena suku bunga memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham, maka kenaikan tingkat inflasi yang diharapkan seharusnya juga berpengaruh negatif terhadap harga saham. Logika dasar dari hubungan kausal ini adalah ketika tingkat suku bunga meningkat, biaya modal perusahaan dalam bentuk hutang akan meningkat, *profit* akan berkurang, dan yang mempresentasikan nilai dari *profit* yaitu harga saham akan menurun.

Fama (1981) mendasarkan hipotesisnya pada *money demand theory*, yang mana hubungan antara inflasi dan *return* saham bukan hubungan kausalitas namun hanya hubungan palsu akibat *dual effect*. Hipotesisnya menjelaskan antara tingkat inflasi yang tinggi dengan pertumbuhan ekonomi riil di masa yang akan datang adalah negatif. Pandangan yang menyatakan adanya pergerakan negatif yang sama antara inflasi dan *return* saham merupakan hal yang berbeda.

Gultakin (1983) membandingkan kemampuan lindung nilai terhadap inflasi dari saham biasa dengan *financial asset* lainnya dan *riil asset* serta menemukan bahwa saham biasa mampu memberikan perlindungan nilai ketika inflasi terjadi. Penelitian ini menggunakan data dari *livingston survey of expectation* untuk menguji *Fisher effect* pada bentuk asalnya sebagai model yang mengamati hubungan harga saham yang diharapkan dengan inflasi yang diharapkan. Ditemukan bahwa persamaan Fisher lebih baik digunakan pada ekspektasi *ex-ante* dibandingkan dengan realisasi *ex-post*.

Fama hypotheses oleh Yeh & Chi (2009) dijelaskan dengan menyatakan bahwa ketika inflasi berhubungan negatif dengan aktivitas ekonomi yang riil, dan terdapat hubungan yang positif antara aktivitas riil dengan *return* saham, hubungan yang negatif dengan *return* saham akan tetap terjadi.

Perbedaan arah hubungan kausalitas antara inflasi dan harga saham yang telah dijabarkan di

atas, diteruskan oleh beberapa penelitian yang memberikan perspektif yang berbeda dibandingkan penelitian sebelumnya. Farsio & Fazel (2008) mengemukakan bahwa pada satu titik waktu tertentu hubungan antara inflasi dan harga saham negatif, namun pada titik waktu lainnya inflasi dan harga saham bergerak ke arah yang sama. Penelitian ini menggunakan 7 skenario yang masuk akal untuk menjelaskan hubungan kausal antara inflasi dan harga saham. Mereka mengilustrasikan pada saat inflasi naik bisa mengakibatkan pengaruh berlawanan terhadap harga saham, di waktu yang lainnya pengaruhnya bisa jadi positif. Sehingga dinyatakan dalam penelitian ini bahwa tidak ada hubungan kausal yang stabil antara inflasi dan harga saham. Dengan demikian merupakan suatu kesalahan keputusan investasi jangka panjang di bursa saham hanya didasarkan pada data inflasi saja.

Penelitian Geetha *et al.* (2011) di 3 negara yaitu di Malaysia, Amerika Serikat, dan China menemukan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara *expected* dan *unexpected inflation* dengan harga saham di 3 negara, namun hubungan jangka pendek kedua variabel hanya ditemukan di China, tidak di Malaysia dan Amerika Serikat.

Penelitian tentang hubungan inflasi dan harga saham yang ada di Indonesia sebagian besar menggunakan inflasi dan *return* saham sebagai salah satu variabel dalam penelitian mereka. Seperti Kewal (2012) yang menemukan bahwa hanya kurs yang berpengaruh terhadap IHSG sedangkan variabel makro lainnya yaitu inflasi, suku bunga, dan pertumbuhan PDB tidak berpengaruh terhadap IHSG. Penjelasan yang diberikan pada penelitian ini adalah bahwa pada saat melakukan penelitian, rata-rata tingkat inflasi adalah sebesar 0,68. Pasar masih bisa menerima jika tingkat inflasi dibawah 10%, namun bila inflasi menembus 10% maka pasar modal akan terganggu karena investor lebih memilih mengalihkan dananya ke per-

bankan dengan tingkat bunga yang tinggi akibat kenaikan BI *rate*.

Begitu juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Wijaya (2013) yang meneliti tentang pengaruh fundamental ekonomi makro terhadap IHSG, dimana faktor fundamental ekonomi makro yang digunakan adalah inflasi, suku bunga, nilai tukar, dan jumlah uang beredar menemukan bahwa inflasi tidak berpengaruh terhadap IHSG. Dalam keterbatasan penelitiannya dikemukakan bahwa penelitian yang dilakukan pada keadaan perekonomian makro Indonesia stabil, sehingga mungkin tidak dapat sepenuhnya menggambarkan hubungan antara inflasi dan IHSG secara keseluruhan.

Penelitian ini mendasarkan pengujian pengaruh inflasi terhadap harga saham pada *Fisher hypothesis*. Kerangka berpikir penelitian ini didasarkan pada penelitian yang dilakukan oleh Gultakin (1983) yang membandingkan kemampuan lindung nilai terhadap inflasi dari saham biasa dengan *financial asset* lainnya dan *riil asset*, serta menemukan bahwa saham biasa mampu memberikan lindung nilai ketika inflasi terjadi. Ditemukan bahwa persamaan Fisher lebih baik digunakan pada ekspektasi *ex-ante* dibandingkan dengan realisasi *ex-post*. Implikasi dari studi ini adalah, pertama *unticipated inflation* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *ex-post stock return*, dan ditemukan juga bahwa perilaku *return riil* saham biasa yang diamati tidaklah konstan dari waktu ke waktu, sehingga *return riil* saham biasa tidak berkorelasi positif dengan inflasi yang diharapkan.

HIPOTESIS

Penjabaran teoritis dan penjelasan dasar kerangka berpikir yang telah dikemukakan di atas menjadi dasar pembentukan hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini. Hipotesis yang akan diuji adalah:

Hubungan *Return* Saham dan Inflasi di Indonesia

Nyoman Triaryati

H_a : Inflasi berpengaruh negatif terhadap harga saham di Bursa Efek Indonesia.

Hipotesis ini akan diuji dalam 3 periode untuk mendapatkan konsistensi hasil, yang mana masing-masing periode menunjukkan perbedaan *trend* pertumbuhan ekonomi di Indonesia.

METODE

Obyek penelitian ini adalah inflasi dan harga saham di BEI. Data kuantitatif yang digunakan dalam penelitian ini adalah data inflasi bulanan dalam satuan persentase dan data IHSG dalam satuan rupiah dari tahun 1998-2012. Sumber data inflasi bulanan adalah situs resmi BPS Indonesia www.bps.go.id dan IHSG bulanan diperoleh dari situs resmi BEI www.bei.co.id. Periode penelitian ini dibagi menjadi 3 periode. Periode pertama berawal dari tahun 1998-2004, periode kedua berawal dari tahun 2005-2011, dan periode terakhir berawal dari 1998-2012. Masing-masing periode penelitian ini menunjukkan perbedaan *trend* pertumbuhan ekonomi yang berbeda. Hal ini bertujuan agar konsistensi hubungan inflasi dan harga saham terlihat jelas.

Penelitian ini menganalisis harga saham sebagai variabel bebas yang diproksikan oleh IHSG dan inflasi. Inflasi didefinisikan sebagai suatu gejala di-

mana tingkat harga umum mengalami kenaikan secara terus menerus (Nanga, 2001). Inflasi dalam penelitian ini menggunakan tingkat inflasi bulanan dari tahun 1998-2012 dengan satuan persentase. Harga saham dalam penelitian ini diproksikan dengan IHSG. IHSG mencakup pergerakan harga seluruh saham biasa dan saham preferen yang tercatat di BEI. IHSG yang dipergunakan adalah IHSG bulanan dari tahun 1998 hingga 2012, dalam satuan rupiah.

Pengujian hipotesis dalam 3 periode digunakan teknik analisis regresi linier sederhana dengan model persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$\text{Harga Saham} = \alpha + \beta \text{Inflasi} + e$$

HASIL

Pada Tabel 1 hasil analisis regresi periode pertama mulai dari tahun 1998-2004, dapat dilihat bahwa koefisien regresi dari inflasi adalah sebesar -1,82 dengan level signifikansi sebesar 0,097 yaitu 9,7% yang menunjukkan penerimaan hipotesis alternatif pada level signifikansi 10%, yang memiliki arti bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap harga saham. Hasil analisis regresi periode kedua dimulai dari tahun 2005-2011, dari Tabel 1 dapat dilihat bahwa koefisien regresi dari inflasi adalah -0,38, dengan level signifikansi 21%. Sehingga de-

Tabel 1. Hasil Rangkuman Analisis Regresi Sederhana

Model	Unstandardized coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
	B	Std. Error			
Periode 1998 sampai 2004					
Constant	535,768	18,411		29,101	0,000
Inflasi	-12,858	7,661	-0,182	-1,678	0,097
Periode 2005 sampai 2011					
Constant	2317,858	117,384		19,746	0,000
Inflasi	-122,609	97,007	-0,138	-1,264	0,210
Periode 1998 sampai 2012					
Constant	1703,336	104,369		16,320	0,000
Inflasi	-159,001	56,658	-0,206	-2,806	0,006

ngan hasil ini hipotesis alternatif pada periode kedua ini ditolak, meskipun arah koefisien regresi searah dengan hipotesis. Hasil analisis regresi periode tiga dimulai dari tahun 1998-2012. Periode ini adalah periode pengamatan terpanjang yaitu selama 15 tahun. Koefisien regresi inflasi pada periode ini adalah -0,206 dengan level signifikansi 0,6%, yang berarti bahwa hipotesis alternatif diterima pada level signifikansi 1%. Hal ini memiliki arti bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham.

Pengaruh Inflasi terhadap Harga Saham Periode 1998 Sampai 2004

Hasil uji dalam analisis regresi sederhana sebelumnya pada periode ini telah menunjukkan penerimaan hipotesis alternatif bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap harga saham. Hal ini sesuai dengan Fama (1981), Gultakin (1983), dan Yeh & Chi (2009). Farsio & Fazel (2008) menyatakan bahwa kenaikan tingkat suku bunga nominal disebabkan oleh kenaikan tingkat inflasi yang diharapkan. Oleh karena suku bunga memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham, maka kenaikan tingkat inflasi yang diharapkan seharusnya juga berpengaruh negatif terhadap harga saham. Logika dasar dari hubungan kausal ini adalah ketika tingkat suku bunga meningkat, biaya modal perusahaan dalam bentuk hutang akan meningkat, *profit* akan berkurang, dan yang mempresentasikan nilai dari *profit* yaitu harga saham akan menurun. Kombinasi hubungan negatif antara tingkat suku bunga dan harga saham serta hubungan positif antara inflasi dan tingkat suku bunga, telah membuat para peneliti menyimpulkan bahwa pasti ada hubungan kausal yang negatif dari inflasi terhadap harga saham.

Pengaruh Inflasi terhadap Harga Saham Periode 2005 Sampai 2011

Hasil uji dalam analisis regresi sederhana sebelumnya pada periode ini telah menunjukkan

penolakan hipotesis alternatif bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap harga saham. Hal ini sesuai dengan penelitian di Indonesia yang sebagian besar tidak menemukan pengaruh inflasi terhadap harga saham, yaitu Kewal (2012) dan Wijaya (2013). Kewal (2012) memberikan penjelasan saat melakukan penelitian, rata-rata tingkat inflasi adalah sebesar 0,68%, yang mana pasar masih bisa menerima jika tingkat inflasi di bawah 10%. Namun bila inflasi menembus 10%, maka pasar modal akan terganggu karena investor lebih memilih mengalihkan dananya ke perbankan dengan tingkat bunga yang tinggi akibat kenaikan BI *rate*. Hal ini terjadi juga pada periode penelitian ini dimana selama periode 2005-2011 inflasi tertinggi masih di bawah 10%, meskipun sempat meningkat tajam pada saat krisis global menimpa perekonomian dunia.

Pengaruh Inflasi terhadap Harga Saham Periode 1998 Sampai 2012

Hasil uji dalam analisis regresi sederhana pada periode ini telah menunjukkan penerimaan hipotesis alternatif bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap harga saham, sama dengan periode pertama. Hal ini sesuai dengan Fama (1981), Gultakin (1983), dan Yeh & Chi (2009). Farsio & Fazel (2008) menyatakan bahwa kenaikan tingkat suku bunga nominal disebabkan oleh kenaikan tingkat inflasi yang diharapkan. Oleh karena suku bunga memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham, maka kenaikan tingkat inflasi yang diharapkan seharusnya juga berpengaruh negatif terhadap harga saham. Logika dasar dari hubungan kausal ini adalah ketika tingkat suku bunga meningkat, biaya modal perusahaan dalam bentuk hutang akan meningkat, *profit* akan berkurang, dan yang mempresentasikan nilai dari *profit* yaitu harga saham akan menurun. Kombinasi hubungan negatif antara tingkat suku bunga dan harga saham serta hubungan positif antara inflasi dan tingkat suku bunga, telah membuat para

Hubungan *Return* Saham dan Inflasi di Indonesia

Nyoman Triaryati

peneliti menyimpulkan bahwa pasti ada hubungan kausal yang negatif dari inflasi terhadap harga saham.

Kesimpulan yang dapat ditarik dari hasil di atas adalah bahwa 2 periode yang mengkonfirmasi dugaan penelitian bahwa inflasi berpengaruh terhadap harga saham, adalah periode yang berbeda namun keduanya memuat kejadian tingkat inflasi di atas 10% atau inflasi dengan hitungan 2 digit. Sedangkan periode yang tidak mengkonfirmasi dugaan penelitian adalah periode yang tidak memuat tingkat inflasi lebih dari 10%.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan antara inflasi dan *return* saham dengan 3 periode berbeda dengan *trend* pertumbuhan ekonomi yang berbeda, dalam rentang waktu tahun 1998 hingga 2012. Dapat disimpulkan bahwa di Indonesia, pengaruh inflasi terhadap harga saham hanya akan terjadi dengan arah hubungan yang berlawanan ketika terjadi tingkat inflasi yang melebihi 10%. Hasil penelitian ini menunjukkan jangka waktu penelitian tampaknya bukan hal yang menentukan berpengaruh tidaknya inflasi terhadap harga saham, yang mempengaruhi hubungan inflasi dan harga saham adalah tinggi rendahnya inflasi sepanjang periode pengamatan dalam penelitian.

Saran

Bagi investor yang ingin berinvestasi di BEI dalam bentuk saham, yang secara lebih spesifik harus lebih diperhatikan adalah tingkat inflasinya, karena tingkat di atas 10% akan berakibat besar terhadap harga saham, namun tidak demikian halnya jika inflasi di bawahnya.

Saham biasa yang bisa merupakan alat lindung nilai (*hedging*) yang efektif terhadap inflasi, dapat menjadi perspektif baru penelitian lainnya

di BEI untuk pengembangan ilmu investasi di Indonesia. Bagi penelitian berikutnya mengenai GFH di Indonesia, *return* saham yang digunakan dalam skala yang lebih besar misalnya keseluruhan *return* saham di BEI dengan jangka waktu yang lebih pendek.

DAFTAR PUSTAKA

- Baucher, C. 2006. Stock Price Inflation Puzzle and the Predictability of Stock Market Return. *Economic Letters*, 90(2): 205-212.
- Elsharief, E.E. 2010. Stock Prices and Inflation in Malaysian Equity Markets. *College of Business Studies, Sudan University of Science and Technology*, 2(6): 2-20.
- Fama, E.F. 1981. Stock Returns Real Activity, Inflation, and Money. *The American Economic Review*, 71(4): 545-565.
- Farsio, F. & Fazel, S. 2008. Can Investor Use Investor Data to Predict Stock Prices? *International Conference on Applied Economics*, 3(11): 311-313.
- Geetha, C., Mohidin, R., Chandran, V.V., & Chong, V. 2011. The Relationship between Inflation and Stock Market: Evidence from Malaysia, United States, and China. *International of Economics and Management Sciences*, 1(2): 1-16.
- Gultekin, N.B. 1983. Stock Market Returns and Inflation: Evidence from Other Countries. *Journal of Finance*, 38(1): 49-65.
- Hooker, M.A. 2004. Macroeconomic Factors and Emerging Market Equity Return: A Bayesian Model Selection Approach. *Emerging Market Review*, 5(4): 379-387.
- Kewal, S.S. 2012. Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Kurs, dan Pertambahan PDB terhadap IHSG. *Jurnal Economia*, 8(1): 53-64.
- Nanga, M. 2001. Makro Ekonomi: Teori, Masalah, dan Kebijakan. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Omotor, D.G. 2010. Relationship between Inflation and Stock Market Return: Evidence from Nigeria. *Journal of Applied Statistics*, 1(1): 1-14.

- Tandelilin, E. 2010. *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Edisi Kedua. Yogyakarta: Kanisius.
- Sutondo, T. *Realita Kehidupan: Kliping Inflasi Indonesia Tahun 1998*. www.teguhsutondo.blogspot.com. Diakses Tanggal 20 Mei 2011.
- Spyrou, S. 2004. Are Stocks a Good Hedge Against Inflation? Evidence from Emerging Markets. *Applied Economics*, 36: 41-48.
- Wijaya, R. 2013. Pengaruh Fundamental Ekonomi Makro terhadap IHSG di BEI Periode 2002-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2(1): 1-15.
- Yogiyanto, H. 2011. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Tujuh. Yogyakarta: BPFE.
- Yeh, C.C. & Chi, C.F. 2009. The Co-Movement and Long-Run Relationship between Inflation and Stock Returns: Evidence from 12 OECD Countries. *Journal of Economics and Management*, 5(2): 167-186.