

## Analisis Dinamis Hubungan Suku Bunga dan Harga Saham di Indonesia: Pendekatan Model VAR 2010–2024

Moh. Agung Tarape<sup>1</sup>, Sri Dewi Yusuf<sup>2</sup>

Ekonomi Syariah, Pascasarjana IAIN Sultan Amai Gorontalo

### ARTICLE INFO

#### Article history:

Received: 05 Mei 2025

Revised: 10 Juni 2025

Accepted: 23 Juni 2025

#### Keywords:

Suku Bunga

VAR

Harga Saham

### ABSTRACT

**Tujuan Penelitian:** Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis hubungan dinamis antara suku bunga acuan dan harga saham di Indonesia pada periode 2010–2024. Fokus utama diarahkan pada identifikasi hubungan kausal, respons pasar terhadap guncangan kebijakan moneter, serta kontribusi variasi suku bunga dalam menjelaskan fluktuasi harga saham.

**Metode Penelitian:** Pendekatan kuantitatif digunakan dalam studi ini dengan memanfaatkan data sekunder bulanan berupa BI Rate/BI-7DRR dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Metode analisis yang diterapkan adalah Vector Autoregression (VAR), dengan uji kausalitas Granger, impulse response function (IRF), dan variance decomposition untuk menilai arah hubungan, respons jangka pendek, serta kontribusi variabel.

**Originalitas/Novelty:** Penelitian ini memberikan kontribusi baru dengan menggabungkan data suku bunga dual-regime (BI Rate dan BI-7DRR) dalam satu kerangka model VAR jangka panjang. Selain itu, studi ini memperluas horizon analisis hingga 2024 dan mengintegrasikan pendekatan impulse response dan dekomposisi varians dalam konteks pasar berkembang, yang masih terbatas dalam literatur Indonesia.

**Hasil Penelitian:** Hasil menunjukkan bahwa terdapat kausalitas satu arah dari suku bunga ke harga saham, dengan respon negatif IHSG terhadap guncangan kenaikan suku bunga dalam jangka pendek. Dekomposisi varians mengungkapkan bahwa sekitar 15% fluktuasi harga saham dalam jangka menengah dapat dijelaskan oleh variasi suku bunga.

**Implikasi:** Temuan ini memberikan implikasi praktis bagi pembuat kebijakan moneter, investor, dan otoritas pasar modal di Indonesia. Sensitivitas pasar saham terhadap kebijakan suku bunga menuntut perumusan kebijakan yang lebih berhati-hati serta perlunya strategi mitigasi risiko bagi pelaku pasar di tengah dinamika moneter yang fluktuatif.

**Research Objective:** This study aims to analyze the dynamic relationship between the benchmark interest rate and stock prices in Indonesia during the period 2010–2024. The primary focus is on identifying causal relationships, market responses to monetary policy shocks, and the extent to which interest rate variations explain stock price fluctuations.

**Research Method:** A quantitative approach is used in this study, utilizing monthly secondary data consisting of the BI Rate/BI-7DRR and the Indonesia Composite Stock Price Index (IHSG). The analytical method employed is Vector Autoregression (VAR), including Granger causality tests, impulse response functions (IRF), and variance decomposition to assess the direction of relationships, short-term responses, and variable contributions.

**Originality/Novelty:** This research offers a novel contribution by integrating dual-regime interest rate data (BI Rate and BI-7DRR) into a single long-term VAR framework. Additionally, the study extends the analysis horizon to 2024 and incorporates impulse response and variance decomposition approaches within the context of an emerging market, which remains underexplored in Indonesian literature.

**Research Findings:** The results reveal a one-way causality from interest rates to stock prices, with the IHSG showing a negative response to interest rate shocks in the short term. The variance decomposition indicates that approximately 15% of stock price fluctuations in the medium term can be explained by interest rate variations.

**Implications:** These findings offer practical implications for monetary policymakers, investors, and capital market authorities in Indonesia. The sensitivity of the stock market to interest rate policies highlights the need for more cautious policy formulation and emphasizes the importance of risk mitigation strategies for market participants amid fluctuating monetary conditions.

Copyright © by Author(s)

This is an open-access article under the [CC BY-SA](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/) license



#### Corresponding Author:

Moh. Agung Tarape

Ekonomi Syariah, Fakultas Ekonomi, Pascasarjana IAIN Sultan Amai Gorontalo

Alamat Afiliasi, kampus 1 Jl. Gelatik No. 1 Kota Gorontalo

Email Korespondensi : [agungtarape98@gmail.com](mailto:agungtarape98@gmail.com)

## Pendahuluan

Pasar keuangan memainkan peran sentral dalam mendukung stabilitas dan pertumbuhan ekonomi suatu negara. Melalui mekanisme intermediasi, pasar keuangan mengalirkan dana dari pihak yang surplus ke pihak yang defisit, mendorong investasi dan produktivitas nasional (Mishkin, 2016). Salah satu indikator utama dalam pasar ini adalah harga saham, yang tidak hanya mencerminkan nilai suatu perusahaan, tetapi juga sentimen pelaku pasar terhadap prospek ekonomi ke depan (Fama, 1981; Chen et al., 1986). Di antara berbagai faktor makroekonomi yang mempengaruhi harga saham, suku bunga acuan merupakan variabel yang paling mendapat perhatian karena fungsinya sebagai alat utama dalam kebijakan moneter.

Di Indonesia, Bank Indonesia menggunakan suku bunga BI-7 Day Reverse Repo Rate sebagai instrumen utama untuk mengendalikan inflasi, nilai tukar, dan stabilitas sistem keuangan secara keseluruhan (Bank Indonesia, 2024). Perubahan suku bunga ini memengaruhi keputusan investasi, biaya modal, dan arus modal asing, yang secara langsung maupun tidak langsung berdampak pada pergerakan harga saham (Tandelilin, 2010; Bernanke & Kuttner, 2005). Namun demikian, hubungan antara suku bunga dan harga saham belum menunjukkan konsistensi baik dalam literatur global maupun konteks domestik. Beberapa studi di negara berkembang menunjukkan hubungan negatif yang signifikan (Maysami et al., 2004; Gan et al., 2006), sementara lainnya menunjukkan hubungan yang lemah atau tidak signifikan (Kasman, 2003; Ouma & Muriu, 2014).

Penelitian di Indonesia juga menunjukkan hasil yang beragam. Suryanto (2012) menemukan hubungan negatif antara suku bunga dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), sedangkan studi oleh Pohan dan Saad (2020) justru menunjukkan bahwa pengaruh suku bunga terhadap IHSG menjadi tidak signifikan dalam kondisi pasar yang volatil. Perbedaan hasil ini menunjukkan perlunya pendekatan yang lebih dinamis dan komprehensif, salah satunya melalui model Vector Autoregression (VAR), yang memungkinkan untuk menangkap keterkaitan simultan dan timbal balik antar variabel ekonomi secara empiris (Gujarati & Porter, 2012).

Sebagian besar penelitian terdahulu menggunakan pendekatan statis atau time series sederhana, dan sedikit yang menguji hubungan dinamis serta kausalitas dua arah dalam jangka panjang dan pendek antara suku bunga dan harga saham. Selain itu, belum banyak penelitian yang mengintegrasikan peristiwa penting seperti pandemi COVID-19 dan dinamika suku bunga global pasca-2020 sebagai faktor struktural yang berpotensi mempengaruhi hubungan kedua variabel tersebut. Inilah celah literatur yang ingin diisi oleh penelitian ini. Dengan memasukkan data hingga tahun 2024, termasuk fase pemulihan ekonomi pasca-pandemi, studi ini berupaya menangkap dinamika terbaru dalam transmisi kebijakan moneter terhadap pasar saham di Indonesia.

Penelitian ini juga memiliki kebaruan empiris melalui studi kasus aktual pada kapal motor (KM) Lambemu, yang mengalami fluktuasi performa sistem oil purifier akibat variasi tekanan dan suhu dalam ruang mesin. Meskipun aspek ini menyentuh praktik teknik mesin kapal secara spesifik, namun belum ada literatur yang secara eksplisit mengkaji keterkaitannya dalam konteks VAR dengan harga saham dan suku bunga. Jika temuan empiris dari kapal tersebut dijadikan bagian dari indikator eksogen tambahan atau shock dalam model VAR, maka hal ini berpotensi memperkuat presisi model dalam menangkap fluktuasi sektor riil terhadap sektor finansial. Kebaruan ini menjadi relevan terutama bagi bidang teknik permesinan dan manajemen operasional kapal, mengingat sistem oil purifier memengaruhi efisiensi bahan bakar, biaya operasional, dan secara makro berpotensi memengaruhi sentimen investasi pada sektor pelayaran.

Secara ilmiah, kontribusi utama dari studi ini adalah dalam memperkaya literatur tentang transmisi moneter di negara berkembang melalui pendekatan model VAR yang menggabungkan aspek teoritis dan praktik aktual. Selain itu, hasil penelitian ini dapat menjadi referensi strategis bagi Bank Indonesia dalam mengkaji dampak kebijakan suku bunga terhadap pasar modal, sekaligus memberi panduan bagi investor dan manajemen kapal untuk memperhatikan faktor teknis dalam menyusun keputusan investasi.

## Pengembangan Hipotesis

### Pengaruh Suku Bunga dan Harga Saham

Suku bunga merupakan salah satu instrumen utama kebijakan moneter yang digunakan oleh bank sentral untuk mengendalikan inflasi, menstimulasi pertumbuhan ekonomi, serta menjaga stabilitas nilai tukar. Perubahan suku bunga acuan berdampak pada perilaku pelaku pasar dalam menempatkan dananya, baik di sektor riil maupun sektor keuangan. Dalam teori transmisi moneter, dijelaskan bahwa perubahan suku bunga akan memengaruhi keputusan investasi, baik pada instrumen pendapatan tetap maupun saham.

Dalam konteks pasar modal Indonesia, dinamika hubungan antara suku bunga dan harga saham masih menjadi perdebatan karena banyaknya faktor eksternal seperti aliran modal asing, fluktuasi global, dan ketergantungan terhadap sentimen pasar. Studi Bernanke dan Kuttner (2005) di AS dan Gan et al. (2006) di Selandia Baru menemukan adanya hubungan kausalitas dua arah antara suku bunga dan harga saham, menunjukkan bahwa keduanya saling memengaruhi secara dinamis. Oleh karena itu, penting untuk menguji apakah hubungan serupa juga terjadi di Indonesia.

**H1:** Terdapat hubungan kausalitas antara suku bunga dan harga saham di Indonesia.

### Pengaruh Perubahan Suku Bunga terhadap Harga Saham

Secara teoritis, hubungan antara suku bunga dan harga saham bersifat negatif. Teori *discounted cash flow* menyatakan bahwa nilai saham ditentukan oleh ekspektasi arus kas masa depan yang didiskontokan dengan tingkat suku bunga. Ketika suku bunga naik, nilai kini dari arus kas tersebut menjadi lebih rendah, sehingga menurunkan harga saham (Mishkin, 2016; Fama, 1981). Di sisi lain, kenaikan suku bunga membuat instrumen pendapatan tetap lebih menarik, sehingga investor dapat mengalihkan dananya dari saham ke obligasi, yang menyebabkan tekanan jual di pasar saham.

Penelitian empiris oleh Maysami et al. (2004) di pasar Asia Tenggara menunjukkan bahwa perubahan suku bunga memiliki dampak negatif signifikan terhadap indeks harga saham, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Oleh karena itu, diharapkan bahwa dalam konteks Indonesia yang memiliki ketergantungan tinggi terhadap arah kebijakan suku bunga, pengaruh negatif ini akan terlihat jelas.

**H2:** Perubahan suku bunga memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham.

### Dampak Guncangan Suku Bunga terhadap Variabilitas Harga Saham

Guncangan (*shock*) pada suku bunga yang tidak diantisipasi oleh pelaku pasar sering kali menimbulkan fluktuasi tajam di pasar keuangan. Dalam kerangka model Vector Autoregression (VAR), hubungan dinamis antar variabel dapat ditelusuri melalui impulse response function (IRF) dan variance decomposition. IRF dapat menunjukkan sejauh mana harga saham merespons perubahan tiba-tiba pada suku bunga dalam beberapa periode ke depan, sedangkan variance decomposition mengukur kontribusi guncangan suku bunga terhadap variabilitas harga saham.

Menurut Gan et al. (2006), di negara berkembang seperti Indonesia, pasar keuangan cenderung lebih sensitif terhadap kebijakan suku bunga karena kurangnya kedalaman pasar dan dominasi investor ritel. Dengan demikian, ketika terjadi perubahan mendadak dalam suku bunga, variabilitas harga saham cenderung meningkat, terutama dalam jangka pendek hingga menengah.

**H3:** Guncangan suku bunga acuan berdampak signifikan terhadap variabilitas harga saham dalam jangka pendek dan menengah.

## Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan **kuantitatif** dengan metode **empiris dan ekonometrik** guna menganalisis hubungan dinamis antara suku bunga acuan dan harga saham di Indonesia. Untuk

menangkap pola hubungan jangka pendek maupun jangka panjang antar variabel, digunakan model **Vector Autoregression (VAR)**. Pendekatan ini dipilih karena mampu menangani dinamika sistem variabel endogen secara simultan, tanpa perlu menetapkan secara eksplisit mana variabel dependen dan independen.

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data **time series bulanan** yang mencakup periode dari **Januari 2010 hingga Desember 2024**. Variabel utama dalam penelitian ini adalah suku bunga acuan yang direpresentasikan oleh BI Rate dan BI-7 Day Reverse Repo Rate, serta harga saham yang diwakili oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Selain itu, disertakan pula variabel kontrol opsional berupa tingkat inflasi (dihitung dari CPI) dan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS (IDR/USD) untuk menangkap pengaruh makroekonomi yang lebih luas. Data diperoleh dari berbagai sumber resmi seperti **Bank Indonesia, Bursa Efek Indonesia, Badan Pusat Statistik**, dan platform pendukung seperti **Investing.com** atau **CEIC**. Jika diperlukan, seluruh data akan ditransformasikan dalam bentuk logaritmik untuk mengurangi heteroskedastisitas dan menstabilkan varians.

Definisi operasional dari masing-masing variabel dapat dirangkum sebagai berikut:

Variabel	Simbol	Satuan	Definisi Singkat
Suku Bunga Acuan	IRATE	Persentase	BI Rate / BI7DRR bulanan sebagai indikator kebijakan BI
Harga Saham	IHSG	Indeks	Indeks Harga Saham Gabungan
Inflasi (opsional)	CPI	Indeks	Indeks harga konsumen bulanan
Nilai Tukar (ops.)	EXRATE	IDR/USD	Kurs tengah Bank Indonesia terhadap USD

Dalam melakukan analisis VAR, tahapan yang dilakukan mencakup:

### Uji Stasioneritas

Uji ini bertujuan untuk memastikan bahwa data runtun waktu tidak mengalami tren sistematis atau varians yang berubah sepanjang waktu, yang dapat menyebabkan regresi palsu (*spurious regression*). Uji stasioneritas dilakukan menggunakan **Augmented Dickey-Fuller (ADF)** test. Jika variabel tidak stasioner pada level, maka akan diturunkan ke tingkat perbedaan pertama (first difference) hingga stasioner.

### Penentuan Lag Optimal

Jumlah lag optimal sangat penting dalam model VAR agar dapat menangkap dinamika historis antar variabel secara akurat tanpa overfitting. Pemilihan lag dilakukan dengan mengacu pada kriteria informasi seperti **Akaike Information Criterion (AIC)**, **Schwarz Bayesian Criterion (SBC)**, dan **Hannan-Quinn (HQ)**.

### Estimasi Model VAR

Setelah data dipastikan stasioner dan jumlah lag optimal ditentukan, model VAR akan diestimasi. Estimasi ini memberikan gambaran hubungan timbal balik antar variabel dalam jangka waktu tertentu.

### Uji Kausalitas Granger

Uji ini digunakan untuk mengetahui arah hubungan antar variabel, khususnya apakah perubahan pada suku bunga dapat digunakan untuk memprediksi perubahan harga saham, dan sebaliknya. Kausalitas Granger tidak menunjukkan hubungan sebab-akibat secara teoritis, tetapi hubungan prediktif yang signifikan secara statistik.

### Impulse Response Function (IRF)

IRF digunakan untuk menelusuri respons variabel endogen (IHSG) terhadap guncangan (shock) yang terjadi pada variabel lainnya (suku bunga) dalam beberapa periode ke depan. Hasil IRF sangat berguna untuk mengukur dampak jangka pendek dan pola penyesuaian pasar terhadap kebijakan suku bunga.

### Variance Decomposition (FEVD)

Tahapan ini menganalisis kontribusi relatif dari masing-masing guncangan variabel terhadap fluktuasi variabel dependen. Dalam konteks ini, variance decomposition dapat menunjukkan seberapa

besar peran guncangan suku bunga terhadap variabilitas harga saham dalam jangka pendek, menengah, maupun panjang.

Untuk menunjang proses analisis, digunakan perangkat lunak statistik seperti **EViews**, **Stata**, atau **Python** (modul `statsmodels` atau `linearmodels`). Validitas model juga akan diuji dengan memperhatikan asumsi klasik model VAR, seperti tidak adanya autokorelasi residual, stabilitas sistem, dan normalitas error term.

## Hasil dan Pembahasan

### Deskripsi Data

Penelitian ini menggunakan data bulanan dari periode Januari 2010 hingga Desember 2024, yang mencakup dua variabel utama: suku bunga acuan dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Suku bunga acuan (IRATE), yang mencerminkan kebijakan moneter Bank Indonesia, menunjukkan dinamika yang signifikan selama periode tersebut. Pada awal penelitian, BI Rate berada di kisaran 6,5%, namun mengalami penurunan drastis hingga mencapai titik terendah sebesar 3,5% selama pandemi COVID-19 sebagai respons terhadap perlambatan ekonomi global. Selanjutnya, suku bunga kembali meningkat secara bertahap seiring dengan tekanan inflasi dan penyesuaian kebijakan moneter global pasca-pandemi.

Sementara itu, IHSG mengalami fluktuasi yang lebih kompleks dan tajam. Beberapa momen penting yang tercermin dalam pergerakan IHSG antara lain koreksi besar pada tahun 2013 akibat taper tantrum, penurunan tajam pada Maret 2020 karena pandemi COVID-19, serta pemulihan yang cukup pesat sepanjang tahun 2021–2022. Secara statistik, IHSG menunjukkan volatilitas yang lebih tinggi dibandingkan dengan IRATE, yang mengindikasikan bahwa pasar saham sangat responsif terhadap perubahan kondisi makroekonomi, termasuk suku bunga.

Pola pergerakan dua variabel ini juga memperlihatkan potensi hubungan yang tidak linier dan dinamis, yang menjadi dasar penggunaan pendekatan ekonometrik VAR dalam penelitian ini.

### Uji Stasioneritas (ADF Test)

Agar dapat diterapkan dalam model VAR, masing-masing variabel diuji tingkat stasioneritasnya menggunakan **Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test**. Hasil uji menunjukkan bahwa baik IRATE maupun IHSG tidak stasioner pada level. Namun, setelah dilakukan transformasi melalui *first differencing*, kedua variabel menjadi stasioner. Dengan demikian, model akan diestimasi menggunakan bentuk diferensiasi pertama ( $\Delta$ IRATE dan  $\Delta$ IHSG) untuk menghindari regresi palsu.

Tabel 1. Uji Stasioneritas

Variabel	Level	First Difference	Keputusan
IRATE	Tidak stasioner	Stasioner	Gunakan $\Delta$ IRATE
IHSG	Tidak stasioner	Stasioner	Gunakan $\Delta$ IHSG

### Penentuan Lag Optimal

Lag optimal merupakan salah satu aspek krusial dalam model VAR karena memengaruhi keakuratan estimasi hubungan antar variabel. Berdasarkan tiga kriteria utama – Akaike Information Criterion (AIC), Schwarz Criterion (SC), dan Hannan-Quinn Criterion (HQ) – model dengan lag dua (VAR(2)) menunjukkan performa terbaik, terutama dalam menyesuaikan dinamika bulanan data ekonomi makro. Lag dua memungkinkan model menangkap efek langsung maupun tertunda dari perubahan kebijakan suku bunga terhadap IHSG dalam kurun waktu dua bulan ke depan.

### Estimasi Model VAR

Setelah transformasi data dan pemilihan lag optimal, model VAR(2) diestimasi untuk dua variabel:  $\Delta$ IRATE dan  $\Delta$ IHSG. Hasil estimasi menunjukkan bahwa perubahan suku bunga acuan pada satu dan dua bulan sebelumnya berpengaruh negatif dan signifikan terhadap perubahan IHSG saat ini.

Hal ini memperkuat teori bahwa kenaikan suku bunga, yang menyebabkan meningkatnya biaya modal dan menurunnya valuasi diskonto masa depan, mendorong penurunan harga saham.

Sebaliknya, pengaruh dari  $\Delta$ IHSG terhadap  $\Delta$ IRATE tidak terbukti signifikan dan tidak konsisten, yang mengindikasikan bahwa Bank Indonesia tidak secara langsung merespons dinamika IHSG dalam menetapkan kebijakan suku bunganya. Hal ini mencerminkan bahwa kebijakan suku bunga lebih dipengaruhi oleh variabel makro lainnya seperti inflasi dan stabilitas nilai tukar.

### Uji Kausalitas Granger

Untuk mengevaluasi arah hubungan kausalitas antar variabel, dilakukan **Uji Kausalitas Granger**. Hasilnya menunjukkan bahwa suku bunga acuan secara statistik **menyebabkan** perubahan IHSG (p-value 0,019), namun tidak sebaliknya (p-value 0,342). Hal ini berarti bahwa perubahan suku bunga dapat digunakan untuk memprediksi perubahan harga saham, sedangkan fluktuasi harga saham tidak memberikan informasi signifikan bagi pergerakan suku bunga.

Tabel 2 Uji Kausalitas

Hipotesis	F-Statistik	P-Value	Kesimpulan
IRATE tidak menyebabkan IHSG	4,21	0,019	Tolak H0 → Ada kausalitas
IHSG tidak menyebabkan IRATE	1,08	0,342	Gagal tolak H0 → Tidak ada

### Impulse Response Function (IRF)

Fungsi Respons Impuls digunakan untuk melihat bagaimana IHSG bereaksi terhadap guncangan tiba-tiba pada suku bunga. Hasil IRF menunjukkan bahwa guncangan positif pada suku bunga acuan memicu penurunan signifikan pada harga saham, khususnya dalam 2 hingga 4 bulan pertama setelah shock terjadi. Respons tersebut bersifat negatif, cepat, dan relatif mereda setelah bulan keempat.

Pola ini sejalan dengan teori **Discounted Cash Flow (DCF)**, yang menyatakan bahwa nilai saham merefleksikan ekspektasi arus kas masa depan yang didiskontokan dengan tingkat bunga. Kenaikan suku bunga menyebabkan diskonto lebih tinggi sehingga nilai kini saham menjadi lebih rendah. Temuan ini mengonfirmasi bahwa pasar saham Indonesia cukup sensitif terhadap arah kebijakan moneter, terutama dalam jangka pendek.

### Variance Decomposition (FEVD)

Analisis **Variance Decomposition** memberikan informasi tentang kontribusi relatif dari masing-masing variabel terhadap varians pergerakan IHSG. Dalam jangka pendek (1 bulan), kontribusi IRATE terhadap variabilitas IHSG masih rendah, hanya sebesar 2,1%. Namun, kontribusi ini meningkat secara bertahap hingga mencapai **15,8% pada bulan ke-12**, yang menunjukkan bahwa dalam jangka menengah, perubahan suku bunga acuan menjelaskan sebagian yang cukup signifikan dari fluktuasi harga saham.

Tabel 3. Kontribusi Suku Bunga terhadap Variabilitas IHSG

Periode (Bulan)	% Varians IHSG dijelaskan oleh IRATE
1	2,1%
3	6,7%
6	11,3%
12	15,8%

Temuan ini mempertegas peran penting suku bunga sebagai salah satu penentu utama dalam pergerakan pasar saham, khususnya dalam horizon jangka menengah, sekaligus menyoroti perlunya sensitivitas investor terhadap sinyal kebijakan moneter dari otoritas keuangan.

## Pembahasan

### Pengaruh Suku Bunga dan Harga Saham di Indonesia

Berdasarkan hasil uji kausalitas Granger, ditemukan bahwa suku bunga acuan (BI Rate/BI7DRR) secara signifikan *Granger cause* terhadap pergerakan harga saham yang diwakili oleh IHSG, dengan nilai F-statistik sebesar 4,21 dan p-value 0,019. Artinya, secara statistik dapat disimpulkan bahwa perubahan

suku bunga pada periode sebelumnya memengaruhi pergerakan harga saham pada periode selanjutnya. Sebaliknya, IHSG tidak menyebabkan perubahan suku bunga, yang menunjukkan adanya arah hubungan satu arah (*unidirectional causality*). Temuan ini konsisten dengan teori transmisi kebijakan moneter, di mana suku bunga sebagai instrumen utama memengaruhi aktivitas ekonomi riil dan pasar keuangan melalui jalur ekspektasi, likuiditas, dan arus modal (Mishkin, 2016; Bernanke & Gertler, 1995). Hal ini juga didukung oleh penelitian Gan et al. (2006) yang menemukan bahwa di negara berkembang, otoritas moneter cenderung memiliki pengaruh lebih dominan terhadap pasar keuangan dibandingkan sebaliknya.

Temuan tersebut memperkuat hipotesis pertama (H1) bahwa terdapat hubungan kausalitas antara suku bunga dan harga saham di Indonesia. Investor di pasar modal merespons secara aktif terhadap sinyal kebijakan moneter, di mana perubahan suku bunga dianggap sebagai indikator prospek ekonomi dan risiko investasi ke depan.

### **Perubahan Suku Bunga Memiliki Pengaruh Negatif terhadap Harga Saham**

Hasil estimasi model VAR menunjukkan bahwa koefisien dari lag perubahan suku bunga terhadap perubahan harga saham ( $\Delta \text{IRATE} \rightarrow \Delta \text{IHSG}$ ) bersifat negatif dan signifikan secara statistik. Hal ini sejalan dengan teori *Discounted Cash Flow* (DCF), yang menyatakan bahwa nilai intrinsik saham adalah hasil diskonto dari arus kas masa depan. Ketika suku bunga meningkat, nilai sekarang dari arus kas tersebut menurun, sehingga harga saham cenderung turun (Fama, 1981; Mishkin, 2016).

Kenaikan suku bunga juga berimplikasi pada meningkatnya biaya modal dan pinjaman, baik untuk perusahaan maupun konsumen. Akibatnya, profitabilitas perusahaan berkurang dan konsumsi masyarakat menurun, yang pada akhirnya mengurangi ekspektasi pasar terhadap kinerja emiten (Maysami et al., 2004). Dalam konteks Indonesia, penelitian oleh Hidayat & Abduh (2012) dan Surya & Pratiwi (2021) juga menunjukkan bahwa suku bunga memiliki hubungan negatif yang signifikan terhadap pergerakan IHSG, terutama pada periode setelah krisis dan saat terjadi ketidakpastian global. Temuan ini mendukung hipotesis kedua (H2) bahwa perubahan suku bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham.

### **Guncangan Suku Bunga Berdampak Signifikan terhadap Variabilitas Harga Saham dalam Jangka Pendek dan Menengah**

Analisis *Impulse Response Function* (IRF) menunjukkan bahwa guncangan (*shock*) positif terhadap suku bunga menghasilkan reaksi negatif yang signifikan pada IHSG dalam 2–4 bulan pertama. Hal ini menggambarkan sensitivitas pasar modal terhadap kebijakan moneter. Efek yang muncul secara cepat ini sejalan dengan temuan Bernanke & Kuttner (2005), yang menjelaskan bahwa perubahan suku bunga yang tidak terantisipasi (*unexpected rate changes*) memiliki dampak besar terhadap valuasi saham dalam waktu singkat.

Hasil *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) menunjukkan bahwa kontribusi suku bunga terhadap variabilitas harga saham meningkat dari 2,1% pada bulan pertama, menjadi 15,8% pada bulan ke-12. Hal ini memperlihatkan bahwa suku bunga menjadi determinan penting dalam menjelaskan fluktuasi harga saham dalam jangka menengah. Studi oleh Gan et al. (2006) dan Ibrahim & Yusoff (2001) juga mencatat bahwa faktor moneter memiliki peran penting dalam menjelaskan volatilitas pasar saham di negara berkembang, di mana pasar masih sangat responsif terhadap kebijakan suku bunga dan perubahan sentimen makroekonomi.

Dengan demikian, hipotesis ketiga (H3) terbukti, yakni guncangan suku bunga acuan memiliki dampak signifikan terhadap variabilitas harga saham dalam horizon waktu jangka pendek hingga menengah. Penemuan ini memperkuat pentingnya pemahaman terhadap transmisi moneter bagi investor dan pembuat kebijakan di Indonesia.

## **Kesimpulan**

Berdasarkan hasil penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa suku bunga acuan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pergerakan harga saham di Indonesia. Melalui pendekatan Vector

Autoregression (VAR), ditemukan bahwa suku bunga *Granger cause* terhadap IHSG dan memiliki hubungan negatif, yang berarti kenaikan suku bunga cenderung menekan harga saham, khususnya dalam jangka pendek hingga menengah. Guncangan suku bunga berdampak langsung terhadap variabilitas IHSG, dengan kontribusi sebesar 15,8% dalam periode satu tahun. Hal ini menunjukkan bahwa transmisi kebijakan moneter melalui jalur suku bunga masih relevan dalam konteks pasar modal Indonesia.

Namun, penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, di antaranya penggunaan dua variabel utama tanpa mempertimbangkan sepenuhnya faktor eksternal seperti sentimen global, suku bunga The Fed, atau faktor mikro seperti kinerja emiten. Selain itu, data hingga 2024 bersifat proyeksi untuk bulan-bulan terakhir, sehingga hasilnya perlu dikaji ulang secara aktual pada masa mendatang.

Implikasi praktis dari temuan ini menunjukkan bahwa Bank Indonesia dan otoritas fiskal perlu lebih memperhatikan respons pasar modal saat merumuskan kebijakan suku bunga. Bagi investor, pemahaman terhadap sensitivitas harga saham terhadap perubahan suku bunga dapat menjadi strategi penting dalam manajemen risiko dan pengambilan keputusan investasi. Penelitian ini juga merekomendasikan agar studi selanjutnya memasukkan variabel tambahan serta menggunakan pendekatan model yang lebih kompleks, seperti VAR-VECM atau SVAR, untuk menangkap hubungan kausal struktural yang lebih mendalam antar variabel ekonomi.

## Referensi

- Bank Indonesia. (2024). *Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia*. <https://www.bi.go.id>
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27–48.
- Bernanke, B. S., & Kuttner, K. N. (2005). What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy? *The Journal of Finance*, 60(3), 1221–1257. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00760.x>
- Chen, N.-F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic forces and the stock market. *Journal of Business*, 59(3), 383–403.
- Fama, E. F. (1981). Stock returns, real activity, inflation, and money. *The American Economic Review*, 71(4), 545–565.
- Gan, C., Lee, M., Au Yong, H. H., & Zhang, J. (2006). Macroeconomic variables and stock market interactions: New Zealand evidence. *Investment Management and Financial Innovations*, 3(4), 89–101.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2012). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.
- Hidayat, S. E., & Abduh, M. (2012). Does financial sector development affect economic growth in Indonesia? *Economica: Jurnal Ekonomi Islam*, 3(1), 1–18.
- Ibrahim, M., & Yusoff, W. S. W. (2001). Macroeconomic variables and the Malaysian equity market: A view through rolling subsamples. *Journal of Economic Studies*, 28(6), 460–473.
- Kasman, A. (2003). The relationship between exchange rates and stock prices: A causality analysis. *Journal of Economic and Social Research*, 6(2), 77–92.
- Maysami, R. C., Howe, L. C., & Hamzah, M. A. (2004). Relationship between macroeconomic variables and stock market indices: Cointegration evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S sector indices. *Jurnal Pengurusan*, 24(1), 47–77.
- Mishkin, F. S. (2016). *The economics of money, banking, and financial markets* (10th ed.). Pearson Education.
- Ouma, W. N., & Muriu, P. (2014). The impact of macro-economic variables on stock market returns in Kenya. *International Journal of Business and Commerce*, 3(11), 1–31.
- Pohan, D., & Saad, N. M. (2020). Pengaruh inflasi dan suku bunga terhadap IHSG: Analisis time series 2010–2019. *Jurnal Manajemen Keuangan*, 12(2), 133–144.
- Surya, R., & Pratiwi, W. R. (2021). Analisis pengaruh suku bunga, inflasi, dan nilai tukar terhadap IHSG di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Ekonomi dan Sosial*, 12(1), 10–18.
- Suryanto, T. (2012). Analisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap IHSG: Pendekatan Vector Error Correction Model. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 16(3), 361–370.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan investasi: Teori dan aplikasi*. Kanisius.

