

# INTERDEPENDENSI KEBIJAKAN MONETER DENGAN *RETURN* SAHAM DI INDONESIA



## SKRIPSI

Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat untuk  
memperoleh gelar Sarjana Ekonomi

Oleh:

Cindy Shafira Beninda

6021801007

**UNIVERSITAS KATOLIK PARAHYANGAN**  
**FAKULTAS EKONOMI**  
**PROGRAM SARJANA EKONOMI PEMBANGUNAN**  
Terakreditasi Berdasarkan Keputusan BAN-PT No. 1759/SK/BAN-PT/Akred/S/VII/2018  
**BANDUNG**  
**2022**

# **INTERDEPENDENCE OF MONETARY POLICY AND STOCK RETURN IN INDONESIA**



## **UNDERGRADUATE THESIS**

**Submitted to complete part of the requirements for  
Bachelor Degree in Economics**

**By**

**Cindy Shafira Beninda**

**6021801007**

**PARAHYANGAN CATHOLIC UNIVERSITY  
FACULTY OF ECONOMICS  
PROGRAM IN DEVELOPMENT ECONOMICS  
Accredited by National Accreditation Agency No. 1759/SK/BAN-PT/Akred/S/VII/2018  
BANDUNG  
2022**

UNIVERSITAS KATOLIK PARAHYANGAN  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM SARJANA EKONOMI PEMBANGUNAN



**PERSETUJUAN SKRIPSI**

**INTERDEPENDENSI KEBIJAKAN MONETER DENGAN  
*RETURNSAHAM* DI INDONESIA**

Oleh:

Cindy Shafira Beninda

6021801007

Bandung, Februari 2022

Ketua Program Studi Sarjana Ekonomi Pembangunan,

Ivantia S. Mokoginta, Ph. D.

Pembimbing,

Dr. Chandra Utama, S.E., M.M., M.Sc.

## PERNYATAAN

Saya yang bertandatangan di bawah ini,

Nama : Cindy Shafira Beninda  
Tempat, tanggal lahir : Bandung, 18 September 2000  
NPM : 6021801007  
Program Studi : Sarjana Ekonomi Pembangunan  
Jenis naskah : Skripsi

## JUDUL

INTERDEPENDENSI KEBIJAKAN MONETER DENGAN *RETURN* SAHAM DI  
INDONESIA

Pembimbing : Dr. Chandra Utama, S.E., M.M., M.Sc.

## MENYATAKAN

Adalah benar-benar karya tulis saya sendiri:

1. Apapun yang tertuang sebagai bagian atau seluruh isi karya tulis saya tersebut di atas dan merupakan karya orang lain (termasuk tapi tidak terbatas pada buku, makalah, surat kabar, internet, materi perkuliahan, karya tulis mahasiswa lain), telah dengan selayaknya saya kutip, sadur atau tafsir dan jelas telah saya ungkap dan tandai
2. Bahwa tindakan melanggar hak cipta dan yang disebut plagiat (*plagiarism*) merupakan pelanggaran akademik yang sanksinya dapat merupakan peniadaan pengakuan atas karya ilmiah dan kehilangan hak keserjanaan.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan penuh kesadaran dan tanpa paksaan oleh pihak manapun.

Pasal 25 Ayat (2) UU.No.20 Tahun 2003:  
Lulusan perguruan tinggi yang karya ilmiahnya digunakan untuk memperoleh gelar akademik, profesi, atau vokasi terbukti merupakan jiplakan, dicabut gelarnya.

Pasal 70: Lulusan yang karya ilmiah yang digunakan untuk mendapatkan gelar akademik, profesi, atau vokasi sebagai mana dimaksud dalam Pasal 25 Ayat (2) terbukti merupakan jiplakan dipidana dengan pidana penjara paling lama dua tahun dan/atau denda paling banyak Rp. 200 juta.

Bandung,

Dinyatakan tanggal : 3 Februari 2022

Pembuat pernyataan :

A 10,000 Indonesian Rupiah banknote is shown with a signature written over it. The banknote features the Garuda Pancasila emblem and the text 'SEPULUH RIBU RUPIAH' and 'MEYERAI TENDEL'. The serial number '00AJX561996600' is visible at the bottom.

(Cindy Shafira Beninda)

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui interdependensi antara kebijakan moneter dengan *return* saham pada periode bulan Juli 2005 hingga Maret 2021. Data yang digunakan untuk penelitian ini adalah tingkat suku bunga, *return* saham berdasarkan Indeks Harga Saham Gabungan, variabel ekonomi makro berupa indeks produksi industri, inflasi, indeks harga komoditas dunia, serta tingkat depresiasi nilai tukar. Penelitian dilakukan dengan menggunakan model SVAR yang memberikan restriksi terhadap model untuk dapat menjawab tujuan penelitian. Hasil menunjukkan bahwa terdapat interdependensi antara tingkat suku bunga dengan *return* saham, dimana secara uji kausalitas *granger*, *impulse response function*, dan *variance decomposition*, telah terdapat hubungan dua arah antara *return* saham dengan tingkat suku bunga. Tingkat suku bunga berpengaruh negatif terhadap *return* saham dan sebaliknya, namun terdapat arah hubungan yang berbeda pada periode selanjutnya untuk pengaruh tingkat suku bunga terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini memberikan rekomendasi kepada pihak regulator untuk dapat menggunakan jalur harga aset dalam mencapai tujuan kebijakan moneter serta memberikan kebijakan yang dapat merespon fluktuasi pasar saham untuk turut menjaga stabilitas pasar saham.

**Kata Kunci:** Kebijakan Moner, Return Saham, SVAR

## ABSTRACT

*This study aims to determine the interdependence between monetary policy and stock returns in the period July 2005 to March 2021. The data used for this study are interest rates, stock returns based on the Composite Stock Price Index, macroeconomic variables such as industrial production index, inflation, world commodity price index, and exchange rate depreciation. The research was conducted using the SVAR model which provides restrictions on the model to be able to answer the research objectives. The results show that there is an interdependence between interest rates and stock returns, where by the Granger-causality test, impulse response function, and variance decomposition, there has been a two-way relationship between stock returns and interest rates. Interest rates have a negative effect on stock returns and vice versa, but there is a different direction of relationship in the next period for the effect of interest rates on stock returns. The results of this study provide recommendations to the regulator to use the asset price channel in achieving monetary policy and provide policies that can trigger market fluctuations to maintain stock market stability.*

**Keywords:** *Monetary Policy, Stock Return, SVAR*

## KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Allah SWT karena berkat rahmat dan karunia-Nya, saya dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Interdependensi Kebijakan Moneter dengan *Return* Saham di Indonesia”. Skripsi ini diajukan untuk memenuhi salah satu syarat memperoleh gelar Sarjana Ekonomi, Program Studi Ekonomi Pembangunan Universitas Katolik Parahyangan. Penulis menyadari sepenuhnya bahwa terdapat banyak kekurangan pada skripsi ini, sehingga penulis mengharapkan saran dan kritik yang membangun demi perbaikan di masa yang akan datang.

Dalam penyusunan skripsi, penulis mendapatkan banyak bimbingan, dukungan, serta bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis mengucapkan terima kasih dan penghargaan yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bank Indonesia Institute (BI Institute) yang telah memberikan dana bantuan penelitian melalui Program Bantuan Penelitian (Banlit);
2. Seluruh keluarga terutama kedua orang tua, Bapak Benny Murdani dan Ibu Minda Hendrawati, kakak kandung, Muhammad Yohan Destarius Beninda dan Reninta Praptadewi serta keponakan, Hyeonsen Wijaya Beninda yang telah memberikan doa, dukungan, perhatian, kasih sayang, nasihat, dan perjuangan;
3. Bapak Dr. Chandra Utama, S.E., M.M., M.Sc. selaku dosen pembimbing yang telah memberikan ilmu, pengalaman, dan nasihat yang mengorbankan waktu, pikiran, dan tenaga Bapak untuk membimbing penulis dalam penyusunan skripsi;
4. Ibu Siwi Nugraheni, Dra., M. Env. selaku dosen wali penulis serta seluruh dosen Program Sarjana Ekonomi Pembangunan atas ilmu dan pembelajaran yang telah diberikan selama ini;
5. Teman-teman seperjuangan di perkuliahan seperti Santi, Ka Azka, Ansela, Faruq, Thomas, Alike, Aina, Agitha, Putri, dan Theresia yang telah memberikan dukungan, doa, serta berbagi keluh kesah bersama selama ini;

Serta kepada teman-teman lainnya yang tidak bisa disebutkan satu persatu, namun mendapatkan tempat dan kenangan terbaik selama berada di dunia perkuliahan.

Bandung, Februari 2022

Cindy Shafira Beninda

# DAFTAR ISI

ABSTRAK .....	i
ABSTRACT .....	ii
KATA PENGANTAR .....	iii
DAFTAR ISI .....	iv
DAFTAR GAMBAR .....	vi
DAFTAR TABEL .....	vii
BAB 1 PENDAHULUAN .....	1
1.1 Latar Belakang Penelitian.....	1
1.2 Rumusan Masalah Penelitian.....	4
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian .....	5
1.4 Kerangka Pemikiran .....	5
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA .....	8
2.1 Landasan Teori.....	8
2.1.1 Kebijakan Moneter.....	8
2.1.2 Pasar Modal dan Saham.....	9
2.1.3 <i>The Portfolio of Monetary Policy</i> .....	10
2.2 Penelitian Terdahulu .....	12
BAB 3 METODE DAN OBJEK PENELITIAN .....	14
3.1 Metode Penelitian .....	14
3.1.1 Data Penelitian.....	14
3.1.2 Teknik Analisis.....	15
3.1.3 Model Penelitian .....	17
3.2 Objek Penelitian.....	19
3.2.1 Tingkat Suku Bunga.....	19
3.2.2 <i>Return Saham Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)</i> .....	20
3.2.3 Analisis Interdependensi berdasarkan Data .....	21
3.2.4 Indeks Harga Komoditas .....	22
3.2.5 Tingkat Inflasi .....	23
3.2.6 Indeks Produksi Industri.....	24
3.2.7 Tingkat Depresiasi Nilai Tukar .....	25
BAB 4 HASIL DAN PEMBAHASAN .....	26
4.1 Hasil Pengolahan Data .....	26
4.1.1 Uji Kelayakan Data .....	26
4.1.1.1 Uji Stasioneritas .....	26
4.1.1.2 Uji Panjang Lag Optimum.....	27

4.1.2	Hasil Estimasi Model SVAR.....	28
4.1.2.1	Pemodelan VAR.....	28
4.1.2.2	Hasil Estimasi .....	28
4.1.3	Uji Kelayakan Hasil Estimasi .....	30
4.1.4	Uji Kausalitas <i>Granger Causality</i> .....	31
4.1.5	<i>Impulse Response Function</i> .....	32
4.1.6	<i>Variance Decomposition</i> .....	33
4.2	Pembahasan.....	35
4.2.1	Verifikasi Empiris.....	35
4.2.2	Hasil Penelitian.....	37
BAB 5 PENUTUP .....		40
5.1	Kesimpulan .....	40
5.2	Rekomendasi.....	41
DAFTAR PUSTAKA .....		42
LAMPIRAN.....		45
RIWAYAT HIDUP PENULIS .....		51

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. Indeks Volatilitas CBOE (VIX) dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) periode Oktober 2019 – Oktober 2021.....	3
Gambar 2. Kerangka Pemikiran .....	6
Gambar 3. Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter melalui Jalur Harga Aset .....	8
Gambar 4. Tingkat Suku Bunga Per Bulan Periode Juli 2005 – Desember 2021 .....	19
Gambar 5. Indeks Harga Saham Gabungan Per Bulan Periode Juli 2005 – Desember 2021 .....	20
Gambar 6. Interaksi Tingkat Suku Bunga dengan Pasar Saham di Indonesia per Bulan periode Juli 2005 – Oktober 2021.....	21
Gambar 7. Indeks Harga Komoditas Dunia Bloomberg (BCOM) per Bulan periode Juli 2005 – Oktober 2021 .....	22
Gambar 8. Inflasi per Bulan di Indonesia periode Juli 2005 – Desember 2021 .....	23
Gambar 9. Indeks Produksi Industri Besar dan Sedang di Indonesia Tahun Dasar (2000=100) per Bulan periode Juli 2005 – Maret 2021 .....	24
Gambar 10. Nilai Tukar Dollar AS terhadap Rupiah periode Juli 2005 – Desember 2021 .....	25
Gambar 11. <i>Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial</i> .....	30
Gambar 12. Grafik IRF: Respon <i>Return</i> Saham terhadap Tingkat Suku Bunga .....	32
Gambar 13. Grafik IRF: Respon Tingkat Suku Bunga terhadap <i>Return</i> Saham .....	32

## DAFTAR TABEL

Tabel 1. Penelitian Terdahulu .....	13
Tabel 2. Data Penelitian .....	14
Tabel 3. Hasil Uji Akar Unit tingkat Data Level per Variabel .....	26
Tabel 4. Hasil Uji Panjang <i>Lag</i> Optimum .....	27
Tabel 5. Hasil Estimasi Model SVAR .....	29
Tabel 6. Hasil Uji Kausalitas Granger .....	31
Tabel 7. Hasil Analisis <i>Variance Decomposition</i> dari SBI .....	33
Tabel 8. Hasil Analisis <i>Variance Decomposition</i> dari <i>Return Saham</i> .....	34

# BAB 1

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Penelitian

Perkembangan zaman yang semakin pesat dan kompleks diiringi dengan perkembangan dan pertumbuhan perekonomian yang cepat. Pertumbuhan dan perkembangan perekonomian membutuhkan modal berupa alat produksi dan infrastruktur. Perekonomian membutuhkan lembaga-lembaga intermediasi yang semakin efisien yang menyalurkan dana dari pemilik dana kepada pihak yang membutuhkan. Selain perbankan, terdapat instrumen di pasar modal melalui penerbitan sekuritas baru yang disebut sebagai *Initial Public Offering* (IPO) seperti saham, obligasi, serta berbagai produk turunannya berperan dalam memediasi perusahaan untuk mendapatkan modal yang kemudian dapat digunakan untuk produksi (Alam & Hussein, 2019). Selain itu, pihak yang memiliki surat berharga mendapatkan manfaat berupa investasi karena dapat memberikan pengembalian (*return*) yang dapat meningkatkan pendapatan atau kekayaan bagi para investor (Mishkin F. S., 1996). Selain IPO, pasar modal mempunyai pasar sekunder (*secondary market*) yang menjamin aset pemilik sekuritas tetap likuid. Pemilik sekuritas dapat menjual aset yang dimilikinya dengan mudah jika membutuhkan dana tunai. Pemilik sekuritas juga dapat mengalihkan segera investasi keuangannya ke aset keuangan lain dengan mudah melalui pasar sekunder. Kegiatan kedua terkait dengan pengalihan risiko dengan mudah dari suatu aset ke aset lainnya oleh pemilik dana.

Pada transaksi di pasar sekunder tidak ada dana baru yang masuk ke perusahaan. Namun demikian, harga sekuritas di pasar sekunder pada pasar saham tersebut mencerminkan ekspektasi pelaku pasar mengenai nilai perusahaan dimasa datang. Ketika perusahaan menerbitkan saham baru melalui IPO, maka harga saham baru mengikuti harga saham di pasar sekunder. Apabila harga saham di pasar sekunder meningkat, maka dana yang bisa dikumpulkan oleh perusahaan akan semakin besar jika dibandingkan ketika pada saat awal melakukan IPO. Selain itu, harga saham di pasar sekunder mencerminkan ekspektasi pelaku ekonomi mengenai nilai perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga harga saham di pasar sekunder yang baik akan mendorong investor keuangan membeli saham di pasar perdana.

Pasar modal ketika beroperasi membutuhkan sistem keuangan yang stabil agar dapat menstabilkan pasar modal dan memberikan kontribusi positif terhadap perekonomian. Terlebih lagi, Garber (1990) berpendapat bahwa sejak abad ke-17 perekonomian dunia telah mengalami banyak krisis yang sebagian besar berasal dari

sistem keuangan. Salah satu peristiwa tidak stabilnya sistem keuangan terjadi pada tahun 2007-2008, dimana hal tersebut menimbulkan krisis keuangan global 2008. Pada saat terjadinya krisis keuangan global tersebut, pasar saham turut mengalami penurunan dengan menurunnya *return* saham di berbagai negara, salah satunya Indonesia ditunjukkan oleh koreksi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Bagi beberapa negara, krisis keuangan global menjadi salah satu krisis terburuk yang telah menimbulkan kemiskinan. Krisis tersebut telah memberikan pelajaran bahwa stabilitas sistem keuangan merupakan instrumen penting untuk dapat menjaga perekonomian. Agar dapat menjaga stabilitas sistem keuangan, pemerintah menyusun berbagai kebijakan yang fleksibel dari berbagai lembaga keuangan. Indonesia menyusun komite untuk mengatur stabilitas sistem keuangan melalui KSSK (Komite Stabilitas Sistem Keuangan). Menurut Gunduz (2020), salah satu kebijakan yang paling kuat untuk mencapai stabilitas dan pertumbuhan ekonomi berkelanjutan adalah kebijakan moneter.

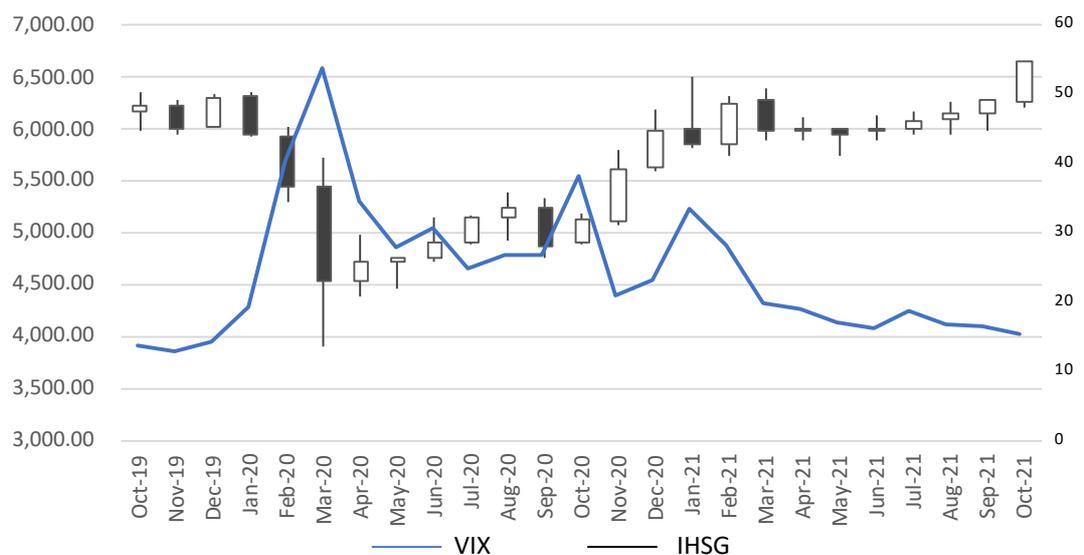
Kebijakan moneter dibuat oleh bank sentral dengan tujuan untuk mengatur stabilitas harga melalui penetapan suku bunga dan jumlah uang beredar (Bank Indonesia, 2020). Bank Indonesia menetapkan kebijakan moneter melalui kerangka *Inflation Targeting Framework* (ITF) dan menggunakan instrumen kebijakan BI-7 Days Reverse Repo Rate (BI-7DRR). Kerangka tersebut menggambarkan mekanisme transmisi kebijakan moneter untuk memengaruhi sektor riil dan inflasi (Mishkin F. S., 1996; Ireland, 2010; Gunduz, 2020). Salah satu jalur dalam transmisi kebijakan moneter adalah jalur harga aset, dimana aset tersebut berupa aset keuangan seperti saham dan obligasi. Jalur harga aset menunjukkan bahwa kebijakan moneter ekspansif atau penurunan suku bunga akan membuat aset lebih menarik, sehingga harga aset akan meningkat dan turut meningkatkan investasi serta *output* (Mishkin F. S., 1996). Pada pasar keuangan terutama saham, harga sensitif terhadap ekspektasi masa depan, sehingga kebijakan moneter akan terkait dengan harga aset secara simultan (Bjornland & Leitimo, 2009). Harga saham yang bereaksi secara *forward-looking* akan mengubah ekspektasi atas *return saham*, dividen, dan ketidakpastian yang dihadapi oleh investor (Handa, 2009). Bornland & Leitimo (2009) turut mengemukakan bahwa perubahan harga saham dapat memengaruhi konsumsi dan produksi melalui efek Tobin Q dengan mengubah kekayaan dan investasi, serta meningkatkan kemampuan pendanaan perusahaan.

Oleh karena harga saham bereaksi secara *forward-looking* dan terkait dengan ekspektasi investor, maka nilai harga saham akan langsung terpengaruh oleh guncangan dari ekonomi makro (Juhro, Iyke, & Narayan, 2021). Guncangan ekonomi makro akan menimbulkan ketidakpastian yang dapat menurunkan ekspektasi investor atas *return* saham dan mengubah perilaku pengambilan keputusan investor. Guncangan

ekonomi makro terkini yang membutuhkan kebijakan sehingga perekonomian dan kesejahteraan masyarakat tidak menurun adalah resesi akibat pandemi Covid-19 (Kementerian Keuangan, 2020). Pemerintah termasuk bank sentral menghadapi guncangan ekonomi akibat pandemi tersebut dengan menetapkan kebijakan *countercyclical*, yaitu menurunkan tingkat suku bunga. Tingkat suku bunga BI-7DRR secara berangsur-angsur turun dari sebesar 5,00% pada Januari 2020, hingga sebesar 3,50% pada Februari 2021 dan masih dipertahankan sampai bulan Oktober 2021 (Bank Indonesia, 2021).

Secara teori, turunnya suku bunga kebijakan akan meningkatkan harga saham (Mishkin F. S., 1996; Bank Indonesia, 2020; Gunduz, 2020). Menurut Zhang *et al.* (2011) penurunan suku bunga juga akan menurunkan volatilitas di pasar saham. Namun, saat terjadinya pandemi Covid-19 dan pemerintah menerapkan kebijakan dengan menurunkan suku bunga, terjadi volatilitas tinggi di pasar saham dan penurunan pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Ketidakpastian ekonomi akan memengaruhi pertimbangan terhadap risiko yang akan dihadapi oleh investor di kemudian hari (Handa, 2009). Sehingga, selain meningkatnya volatilitas, pasar saham juga mengalami penurunan *return*, menurunnya efisiensi pasar, dan meningkatnya ketidakpastian hingga terjadi *panic-selling* di pasar saham (Souza & Silva, 2020; Hong *et al.*, 2021). Hal ini ditunjukkan melalui data harga saham dan indeks volatilitas *Chicago Board Options Exchange* (CBOE) yang menunjukkan peningkatan volatilitas indeks harga saham (Agarwal *et al.*, 2017) pada grafik berikut ini.

**Gambar 1. Indeks Volatilitas CBOE (VIX) dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) periode Oktober 2019 – Oktober 2021**



Sumber: Yahoo Finance (2021) & Yahoo Finance (2021), diolah

Grafik 1 di atas ini menunjukkan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan indeks volatilitas CBOE (VIX) pada bulan Oktober 2019 hingga Oktober 2021. IHSG mengalami penurunan dari harga tertinggi sebesar 6348,32 pada Oktober 2019 hingga mencapai 3911,72 pada bulan Maret 2020. Nilai IHSG tersebut mengalami penurunan mencapai -62,29% dan menjadi nilai indeks terendah sejak tahun 2013. Sedangkan data indeks volatilitas menunjukkan peningkatan hingga mencapai 85,47 pada bulan Maret tahun 2020. Nilai ini merupakan nilai volatilitas tertinggi semenjak terjadinya krisis keuangan global tahun 2008.

Kondisi tersebut merupakan salah satu bentuk dari menyimpangnya hubungan antara kebijakan moneter dengan pasar saham dari teori yang ada. Terdapat cukup banyak bukti empiris yang telah menemukan terdapat hubungan antara kebijakan moneter dengan harga aset (Sellin, 2001; Bernanke & Kuttner, 2005; Davig & Gerlach, 2006; Bjornland & Leitimo, 2009; Zhang *et al.*, 2011; Chen & Wu, 2013; Gunduz, 2020; Juhro, *et al.*, 2021). Dari berbagai penemuan tersebut juga terdapat perbedaan, dimana sebagian literatur menemukan hubungan negatif, positif, bahkan tidak signifikan antara suku bunga kebijakan dengan harga saham. Penelitian sejenis pun masih sangat terbatas ditemukan di Indonesia, oleh karena itu penulis akan meneliti mengenai interdependensi kebijakan moneter dengan harga saham untuk mengetahui lebih jelas mengenai hubungan diantara keduanya di Indonesia.

## 1.2 Rumusan Masalah Penelitian

Kebijakan moneter akan memengaruhi pasar keuangan terlebih dahulu sebelum dapat memengaruhi sektor riil termasuk inflasi. Sebagai salah satu aset keuangan, pergerakan harga saham juga dipengaruhi oleh kebijakan moneter yang mengubah ekspektasi pengembalian dan perilaku investor. Secara teori, kebijakan moneter berhubungan negatif dengan *return* saham, dimana dalam teori *portfolio of monetary policy* dalam Rozeff (1974) dan Handa (2009) disebutkan bahwa ketika bank sentral menetapkan kebijakan moneter kontraktif atau menaikkan suku bunga, maka investor akan mengalami penurunan *return* atas saham yang dimiliki. Sebaliknya, ketika bank sentral menurunkan suku bunga atau menerapkan kebijakan moneter kontraktif, maka secara teori *return* saham akan meningkat. Akan tetapi, penulis menemukan bahwa terdapat perbedaan arah hubungan yang ditemukan oleh penelitian Zhang *et al.* (2011), Gali & Gambetti (2015), dan Chen & Wu (2013), serta Dincer *et al.* (2019) yang tidak menemukan hubungan di antara *return* saham dengan tingkat suku bunga.

Perbedaan hubungan antara keduanya ini dapat terjadi karena perbedaan kondisi maupun adanya masalah *simultaneity*. Bjornland & Leitimo (2009), Gunduz (2020) dan Juhro *et al.* (2021) telah mengatasi masalah *simultaneity* dengan

mempertimbangkan restriksi jangka pendek dan panjang menggunakan model estimasi SVAR. Penelitian serupa masih sangat terbatas di Indonesia, sehingga penulis berpendapat bahwa diperlukan penelitian mengenai hubungan antara suku bunga kebijakan moneter dengan *return* saham di Indonesia. Selain itu, keterkaitan yang masih bias diantara kebijakan moneter dengan *return* saham ini menyebabkan perilaku investor tidak dapat diprediksi, sehingga pasar saham cenderung memiliki volatilitas tinggi dan cenderung tidak stabil.

### 1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui interdependensi atau hubungan saling kebergantungan antara kebijakan moneter dengan *return* atau pengembalian saham di Indonesia. Interdependensi atau saling kebergantungan antara tingkat suku bunga dengan *return* saham perlu diketahui agar dapat memprediksi perilaku investor di Indonesia dalam menghadapi kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia, serta diharapkan dapat digunakan sebagai pertimbangan penerapan kebijakan moneter agar dapat turut menstabilkan pasar saham. Kebijakan moneter melalui penerapan BI-7 days reverse repo rate (BI-7DRR) dan *return* saham dihitung secara *aggregate* menggunakan indeks harga saham utama di Indonesia, yaitu Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Penelitian akan dilakukan untuk rentang waktu bulan Juli 2005 hingga Maret 2021. Juli 2005 dipilih karena waktu itu merupakan awal penerapan *Inflation Targeting Framework* (ITF). Sedangkan, Maret 2021 dipilih karena mempertimbangkan ketersediaan data *time series* yang tersedia dari BPS. Dalam mencapai tujuan penelitian, hubungan antara kebijakan moneter dan pasar saham diestimasi menggunakan model *Structural Vector Autoregression* (SVAR) dan berbagai uji seperti *Granger Causality Test*, *Variance Decomposition*, dan *Impulse Response Function* digunakan untuk melihat saling keterkaitan di antara kedua variabel.

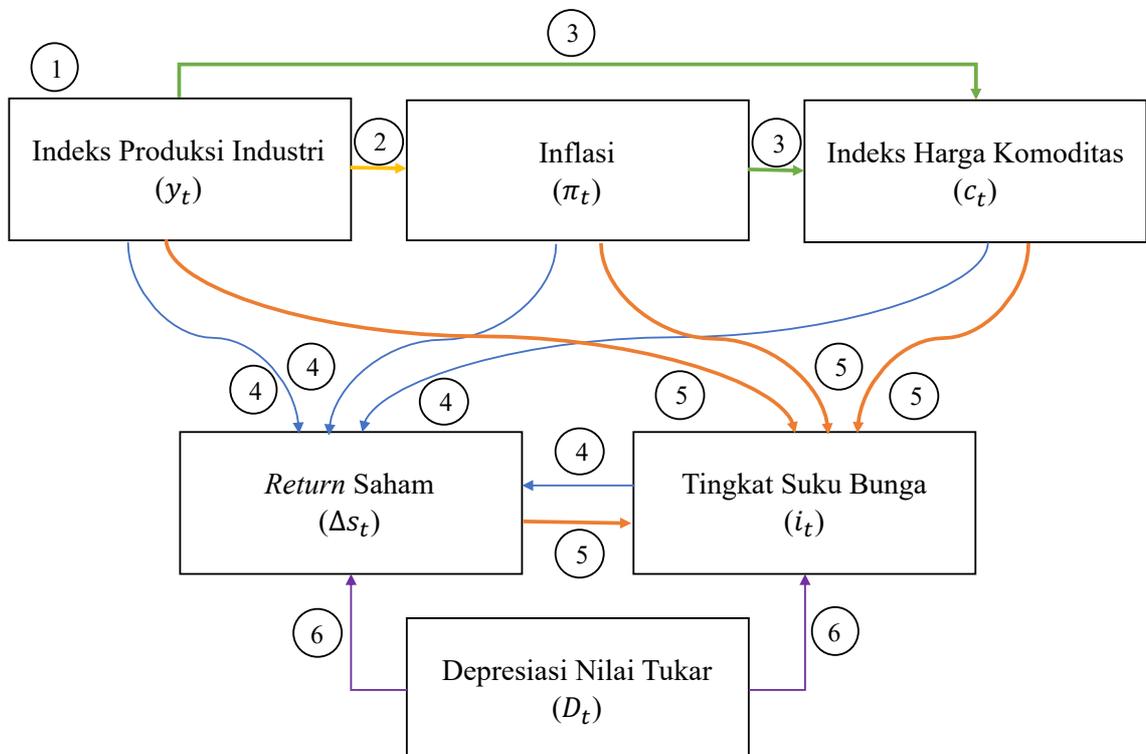
### 1.4 Kerangka Pemikiran

Penulis membangun kerangka pemikiran yang di adaptasi dari penelitian Bjornland & Leitemo (2009) dan Juhro *et al.* (2021). Kebijakan moneter dan *return* saham dapat saling memengaruhi satu sama lain ketika kedua variabel tersebut telah dipengaruhi oleh variabel ekonomi makro (Gunduz, 2020). Asumsi yang digunakan dalam hal ini adalah bahwa guncangan ekonomi makro akan direspon oleh kebijakan moneter dan *return* saham dengan adanya restriksi, sehingga kemudian model restriksi dapat digunakan untuk mengetahui hubungan antara kebijakan moneter dengan *return* saham. Variabel ekonomi makro yang digunakan dalam penelitian ini adalah indeks produksi industri ( $y_t$ ), inflasi ( $\pi_t$ ), dan indeks harga komoditas ( $c_t$ ). Variabel ini dipilih

untuk melihat kondisi ekonomi makro di Indonesia melalui variabel *output* dan harga keseluruhan, serta kondisi dunia melalui indeks harga komoditas dunia.

Oleh karena adanya keterbatasan data bulanan untuk variabel Produk Domestik Bruto (PDB), maka digunakan variabel indeks produksi industri sebagai turunan dari PDB. Selanjutnya, harga secara keseluruhan dijelaskan menggunakan variabel inflasi yang menunjukkan kenaikan ataupun penurunan harga secara keseluruhan. Kemudian, variabel indeks harga komoditas menggunakan data indeks komoditas dunia yang dipengaruhi oleh indeks produksi industri dan inflasi. Guncangan dari ketiga variabel makro ini akan memengaruhi baik terhadap harga saham dan juga kebijakan moneter (Bjornland & Leitemo, 2009; Juhro *et al*, 2021).

**Gambar 2. Kerangka Pemikiran**



Dalam kerangka pemikiran tersebut, penulis menggunakan batasan yang menunjukkan bahwa berbagai variabel ekonomi makro memiliki hubungan bahwa; (1) indeks produksi industri dipengaruhi oleh indeks produksi industri itu sendiri pada t-1; Selanjutnya, (2) inflasi akan dipengaruhi oleh indeks produksi industri dan inflasi itu sendiri pada t-1; Kemudian, (3) indeks harga komoditas dipengaruhi baik oleh indeks produksi industri, inflasi, serta indeks harga komoditas dunia pada periode t-1.

Setelah diberikan batasan terhadap berbagai variabel ekonomi makro tersebut, kemudian disusun pengaruh sebagai berikut: (4) ketiga variabel ekonomi makro dapat memengaruhi *return* saham yang disertai oleh pengaruh dari kebijakan moneter.

Kemudian, (5) kebijakan moneter dipengaruhi oleh ketiga variabel ekonomi makro dengan *return* saham.

Dalam penelitian ini, penulis menambahkan variabel eksogen berupa depresiasi nilai tukar yang menunjukkan tingkat perubahan nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika Serikat. Tingkat depresiasi nilai tukar ini ditambahkan sebagai variabel eksogen untuk menunjukkan bahwa pasar saham Indonesia tidak terlepas dari adanya campur tangan asing berupa para investor di dalamnya. Sejalan dengan hal itu, nilai tukar yang stabil merupakan tujuan dari kebijakan moneter. Hubungan variabel eksogen ini digambarkan dalam nomor (6) dimana nilai tukar secara langsung memengaruhi indeks harga saham gabungan dan kebijakan moneter.

