

PENGARUH FAKTOR MAKROEKONOMI DAN KEUANGAN GLOBAL TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE JANUARI 2017–JANUARI 2026

Andre Alvani Gantare¹, Mauna Th. B. Maramis², Greydi Normala Sari³

^{1,2,3}Jurusan Ekonomi Pembangunan, Fakultas Ekonomi dan Bisnis,

Universitas Sam Ratulangi, Manado 95115, Indonesia

E-mail : andrealvanigantare@gmail.com

ABSTRAK

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) merupakan salah satu ukuran yang sering digunakan untuk melihat pergerakan pasar modal di Indonesia. Perubahan IHSG dipengaruhi oleh berbagai faktor ekonomi, seperti suku bunga, nilai tukar, pasar saham acuan dunia, serta aliran dana asing. Pergerakan IHSG di Bursa Efek Indonesia selama periode Januari 2017 hingga Januari 2026 mengalami perubahan yang dipengaruhi oleh guncangan ekonomi dalam negeri maupun global. Penelitian ini menganalisis pengaruh BI-Rate, nilai tukar rupiah (Kurs JISDOR), indeks S&P 500, dan arus modal asing (*net foreign flow*) terhadap IHSG dengan menggunakan metode *Vector Error Correction Model* (VECM) berdasarkan 107 data observasi bulanan. Hasil uji kointegrasi Johansen menunjukkan adanya hubungan jangka panjang antarvariabel. Dalam jangka panjang, BI-Rate (+0,178) dan indeks S&P 500 (+3,964) berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG, sedangkan nilai tukar rupiah (−20,032) berpengaruh negatif dan signifikan. Dalam jangka pendek, hanya arus modal asing yang berpengaruh positif dan signifikan (t-statistik 3,631). Hasil *Impulse Response Function* (IRF) menggambarkan respons IHSG yang dinamis terhadap guncangan tiap variabel, sedangkan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) menunjukkan nilai tukar rupiah sebagai variabel luar dengan sumbangan terbesar terhadap perubahan IHSG sebesar 11,85% pada periode ke-20, diikuti indeks S&P 500 sebesar 2,16%, sementara guncangan dari internal IHSG sendiri tetap mendominasi sebesar 85,88%.

Kata Kunci : IHSG, BI-Rate, Nilai Tukar Rupiah, Indeks S&P 500, Arus Modal Asing, VECM

ABSTRACT

The Composite Stock Price Index (IHSG) is a common metric used to evaluate capital market performance in Indonesia. Fluctuations in the IHSG are driven by various economic factors, including interest rates, exchange rates, global benchmark stock indices, and foreign capital flows. Between January 2017 and January 2026, the movement of the IHSG on the Indonesia Stock Exchange was shaped by both domestic and global economic shocks. This study analyzes the effects of the BI-Rate, the rupiah exchange rate (JISDOR), the S&P 500 index, and net foreign flow on the IHSG using a Vector Error Correction Model (VECM) based on 107 monthly observations. The Johansen cointegration test confirms a long-run relationship among the variables. In the long run, the BI-Rate (+0.178) and the S&P 500 index (+3.964) have positive and significant effects on the IHSG, whereas the rupiah exchange rate (−20.032) has a negative and significant effect. In the short run, only net foreign flow shows a positive and significant effect (t-statistic 3.631). The Impulse Response Function (IRF) illustrates dynamic responses of the IHSG to shocks in each variable, while the Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) indicates that the rupiah exchange rate is the external variable with the largest contribution to IHSG variance at 11.85% by the 20th period, followed by the S&P 500 index at 2.16%, with internal shocks to the IHSG continuing to dominate at 85.88%.

Keywords : IHSG, BI-Rate, Rupiah Exchange Rate, S&P 500 Index, Net Foreign Flow, VECM

1. PENDAHULUAN

Perekonomian dunia semakin terintegrasi seiring berjalannya globalisasi, sehingga pasar keuangan berbagai negara semakin terhubung dan gejolak di satu negara dapat dengan cepat menjalar ke negara lain (Mishkin, 2019; Mankiw, 2021). Sebagai negara berkembang dengan sistem ekonomi terbuka, Indonesia turut merasakan dampak tersebut, mulai dari guncangan pandemi COVID-19 pada 2020 hingga pengetatan kebijakan moneter Amerika Serikat pada 2022–2024. Kondisi ini menuntut pemahaman terhadap pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) tidak hanya dari faktor domestik, tetapi juga dari faktor keuangan global seperti indeks S&P 500 yang mencerminkan sentimen investor global (Diebold & Yilmaz, 2012).

Selama Januari 2017–Januari 2026, IHSG bergerak dari 5.294,10 poin, anjlok ke 4.538,93 poin pada Maret 2020 akibat pandemi (turun 27,94%), sebelum pulih dan mencapai 8.329,61 poin pada akhir periode. Pola serupa terlihat pada indeks S&P 500, yang naik dari 2.278,87 menjadi 6.939,03 poin, sementara nilai tukar rupiah (Kurs JISDOR) melemah dari Rp13.343 menjadi Rp16.796 per dolar AS. BI-

Rate berfluktuasi dari 4,75% (2017) turun ke 3,50% (2021), naik ke 6,25% (2024), sebelum kembali ke 4,75% pada Januari 2026. Ketiga fase yang tercakup pra-pandemi, guncangan pandemi, dan pemulihan pascapandemi memberikan variasi kondisi yang memadai untuk mengidentifikasi hubungan jangka pendek dan jangka panjang antarvariabel.

Penelitian mengenai hubungan faktor makroekonomi dengan pasar saham Indonesia telah banyak dilakukan, namun penelitian seperti Astuti, Lopian, dan Rate (2016), Maniil, Kumaat, dan Maramis (2023), serta Palapa, Kumaat, dan Sumual (2021) masih berfokus pada faktor domestik tanpa mengkaji indeks S&P 500 dan arus modal asing secara bersamaan. Penelitian Mahfuddin dan Munaf (2023) memasukkan arus modal asing tetapi hanya pada satu sektor dengan periode pengamatan singkat, sedangkan Keswani, Puri, dan Jha (2024) telah menggunakan VECM namun belum memasukkan arus modal asing maupun indeks pasar global. Belum ditemukan pula penelitian yang mengamati periode Januari 2017–Januari 2026 secara utuh sehingga tiga fase ekonomi tersebut dapat dianalisis dalam satu model. Kesenjangan inilah yang menjadi dasar dan kebaruan penelitian ini.

Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh BI-Rate, nilai tukar rupiah, indeks S&P 500, dan arus modal asing terhadap IHSG di Bursa Efek Indonesia periode Januari 2017–Januari 2026, dengan fokus pada hubungan jangka panjang (kointegrasi), dinamika jangka pendek, respons IHSG terhadap guncangan (IRF), dan kontribusi masing-masing variabel terhadap varians IHSG (FEVD), menggunakan metode *Vector Error Correction Model* (VECM).

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) merupakan indeks yang merekam pergerakan harga seluruh saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia melalui metode pembobotan berbasis kapitalisasi pasar, sehingga sering digunakan sebagai barometer kondisi pasar modal domestik (Tandelilin, 2017). Sebagai variabel yang menjadi sasaran akhir penelitian ini, pergerakan IHSG ditentukan oleh interaksi beberapa kelompok faktor, yaitu:

1. Kondisi makroekonomi domestik, seperti suku bunga acuan, inflasi, dan nilai tukar, yang memengaruhi daya tarik saham relatif terhadap instrumen investasi lain serta biaya modal perusahaan tercatat.
2. Kondisi keuangan dan ekonomi global, termasuk pergerakan indeks saham utama negara maju, yang menjadi acuan sentimen investor terhadap prospek pasar negara berkembang.
3. Kinerja fundamental emiten, tercermin dari laba, arus kas, dan kebijakan dividen perusahaan tercatat, yang menentukan valuasi saham secara agregat.
4. Perilaku dan sentimen investor, termasuk arus modal asing serta kecenderungan herding pada saat ketidakpastian meningkat.

Efficient Market Hypothesis (Fama, 1970) menjelaskan bahwa harga saham merespons informasi yang tersedia secara cepat, sehingga setiap perubahan pada BI-Rate, nilai tukar rupiah, indeks S&P 500, dan arus modal asing akan segera terefleksikan pada harga. Kerangka ini turut mendasari interpretasi dominasi guncangan internal IHSG pada hasil FEVD penelitian ini, karena sebagian penyesuaian terhadap informasi baru diperkirakan sudah tercermin dalam pergerakan harga sebelum data bulanan tercatat.

2.2. BI-Rate

BI-Rate merupakan suku bunga kebijakan yang ditetapkan Bank Indonesia sebagai acuan transmisi kebijakan moneter ke pasar uang dan sektor keuangan sejak Agustus 2016 (Bank Indonesia, n.d.-a). Penetapan BI-Rate oleh otoritas moneter umumnya mempertimbangkan beberapa hal, antara lain:

1. Target inflasi yang ditetapkan pemerintah, di mana tekanan inflasi yang meningkat mendorong kenaikan suku bunga acuan.
2. Stabilitas nilai tukar rupiah, karena pelemahan rupiah yang tajam kerap direspons dengan kenaikan suku bunga guna menahan arus modal keluar.
3. Kondisi likuiditas pasar uang domestik, yang memengaruhi kebutuhan otoritas moneter untuk mengingatkan atau melonggarkan kebijakan.
4. Arah kebijakan moneter negara maju, khususnya Amerika Serikat, mengingat selisih suku bunga antarnegara memengaruhi daya tarik aset domestik bagi investor asing.

Pada sisi pasar modal, kenaikan suku bunga acuan meningkatkan daya tarik instrumen pendapatan tetap sehingga mendorong pengalihan dana keluar dari pasar saham serta menaikkan biaya modal

perusahaan (Mishkin, 2019; Tandelilin, 2017), sehingga hubungan BI-Rate dan IHSG diperkirakan negatif dalam jangka pendek (H2). Akan tetapi, Kurniawan dan Nugroho (2022) serta Purba, Siswanto, dan Gunawan (2025) justru menemukan pengaruh positif dan signifikan BI-Rate terhadap indeks saham, sebuah indikasi bahwa arah hubungan ini bergantung pada konteks periode penelitian, khususnya apakah kenaikan suku bunga terjadi saat ekonomi sedang tumbuh kuat atau justru melambat.

2.3. Nilai Tukar Rupiah (Kurs JISDOR)

Nilai tukar rupiah dalam penelitian ini diwakili oleh Jakarta Interbank Spot Dollar Rate (JISDOR), kurs referensi resmi Bank Indonesia yang dihitung berdasarkan transaksi aktual antarbank sehingga menggambarkan kondisi pasar yang sesungguhnya (Bank Indonesia, n.d.-b); kenaikan nilai JISDOR menunjukkan depresiasi rupiah terhadap dolar AS. Pergerakan nilai tukar suatu negara pada umumnya dibentuk oleh:

1. Selisih tingkat inflasi antarnegara, di mana inflasi domestik yang lebih tinggi dibandingkan mitra dagang mendorong depresiasi mata uang.
2. Selisih suku bunga antarnegara, sesuai teori Interest Rate Parity, yang mendorong pergerakan modal lintas batas dan pembentukan nilai tukar (Krugman & Obstfeld, 2018).
3. Kondisi neraca transaksi berjalan dan perdagangan, karena defisit yang membesar meningkatkan permintaan valuta asing.
4. Sentimen risiko global dan arus modal asing jangka pendek, yang dapat menyebabkan fluktuasi nilai tukar terlepas dari fundamental ekonomi.

Depresiasi rupiah meningkatkan biaya operasional perusahaan berbasis impor dan mendorong investor asing menarik dananya untuk menghindari kerugian nilai investasi, sehingga hubungan JISDOR dan IHSG diperkirakan negatif dalam jangka pendek (H3), sejalan dengan temuan Hidayat, Rotinsulu, dan Mandeij (2021) serta Maniil, Kumaat, dan Maramis (2023).

2.4. Indeks S&P 500

Indeks S&P 500 merupakan indeks pasar saham utama Amerika Serikat yang menggambarkan kinerja 500 perusahaan berkapitalisasi besar sehingga dianggap merepresentasikan kondisi aktivitas ekonomi global (Bodie, Kane, & Marcus, 2018). Pergerakan indeks ini pada dasarnya ditentukan oleh:

1. Kinerja laba dan proyeksi pendapatan korporasi besar Amerika Serikat.
2. Arah kebijakan moneter The Federal Reserve, termasuk perubahan suku bunga acuan AS.
3. Indikator makroekonomi AS, seperti inflasi dan tingkat pengangguran, yang membentuk ekspektasi pasar terhadap resesi atau pertumbuhan.
4. Sentimen risiko global (risk-on/risk-off), yang menentukan apakah investor global cenderung menambah atau mengurangi eksposur pada aset berisiko.

Diebold dan Yilmaz (2012) menjelaskan bahwa keterkaitan antarpasar modal memungkinkan terjadinya *volatility spillover*, yaitu penularan guncangan dari satu pasar ke pasar lain. Kenaikan S&P 500 umumnya diartikan sebagai membaiknya kondisi ekonomi global sehingga mendorong aliran investasi ke pasar negara berkembang, sedangkan penurunannya meningkatkan ketidakpastian dan mendorong keluarnya dana dari *emerging markets* (Mishkin, 2019). Oleh sebab itu, hubungan S&P 500 dan IHSG diperkirakan positif dalam jangka pendek (H4), sejalan dengan temuan Prakoso (2022) yang menunjukkan pengaruh signifikan S&P 500 terhadap IHSG dan Jakarta Islamic Index.

2.5. Arus Modal Asing (Net Foreign Flow)

Arus modal asing (*net foreign flow*) merupakan selisih antara total pembelian dan penjualan saham oleh investor asing di Bursa Efek Indonesia dalam periode tertentu (Bursa Efek Indonesia, n.d.). Besaran dan arah arus modal asing pada suatu pasar saham umumnya dipengaruhi oleh:

1. Selisih imbal hasil (return) antara pasar domestik dan pasar negara maju, sesuai kerangka push-pull factors.
2. Persepsi risiko negara (country risk premium), termasuk stabilitas politik dan kondisi fiskal.
3. Stabilitas nilai tukar, karena ekspektasi depresiasi mendorong investor asing keluar untuk menghindari kerugian kurs.
4. Kondisi likuiditas global, termasuk kebijakan pengetatan atau pelonggaran moneter negara maju yang memengaruhi ketersediaan dana investasi lintas negara.

Portfolio Balance Theory (Tobin, 1969; Branson, 1977) menjelaskan bahwa investor menyebarkan investasinya ke berbagai aset, seperti saham, obligasi, dan aset mata uang asing, sehingga perubahan

komposisi portofolio dapat memengaruhi harga aset domestik dan nilai tukar. *Net foreign buy* meningkatkan permintaan saham domestik dan mendorong kenaikan IHSG, sedangkan *net foreign sell* menekannya, sehingga hubungan keduanya diperkirakan positif dalam jangka pendek (H5), sejalan dengan temuan Mahfuddin dan Munaf (2023) serta Fatmawati dan Muniah (2021). Sifat arus modal yang dapat berbalik arah secara mendadak tanpa perubahan fundamental jangka panjang, sebagaimana dijelaskan melalui *Push-Pull Framework* (Calvo, Leiderman, & Reinhart, 1993) dan teori *Sudden Stop* (Calvo, 1998), menjadi dasar perlakuannya sebagai variabel eksogen stasioner $I(0)$ dalam model VECM.

2.6. Penelitian Terdahulu

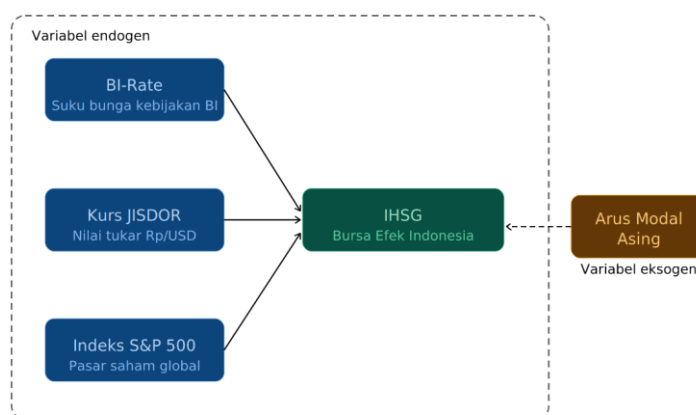
Sejumlah penelitian terdahulu telah mengkaji hubungan antara faktor makroekonomi domestik dengan pergerakan pasar saham Indonesia. Astuti, Lopian, dan Rate (2016) menemukan bahwa faktor makroekonomi berpengaruh terhadap IHSG periode 2006-2015, namun penelitian tersebut belum melibatkan faktor keuangan global. Hidayat, Rotinsulu, dan Mandeij (2021) mengkaji variabel-variabel ekonomi makro terhadap IHSG periode 2016:Q1-2020:Q4 dan menemukan pengaruh nilai tukar yang konsisten dengan arah negatif, sementara Palapa, Kumaat, dan Sumual (2021) berfokus pada BI 7-Day Reverse Repo Rate dan inflasi selama masa pandemi COVID-19, dengan cakupan periode yang relatif singkat. Maniil, Kumaat, dan Maramis (2023) menguji pengaruh inflasi, suku bunga, dan nilai tukar terhadap indeks LQ45 periode 2017:Q1-2021:Q4, sedangkan Kurniawan dan Nugroho (2022) serta Purba, Siswanto, dan Gunawan (2025) masing-masing menguji kombinasi inflasi, kurs, dan suku bunga terhadap indeks saham dengan hasil pengaruh BI-Rate yang justru positif, berlawanan dengan ekspektasi teoretis umum.

Pada sisi lain, penelitian yang mengaitkan arus modal asing dengan pasar saham Indonesia relatif terbatas dan cenderung parsial. Mahfuddin dan Munaf (2023) menguji pengaruh aktivitas foreign buy dan foreign sell terhadap harga saham emiten perbankan pada indeks LQ45, sedangkan Fatmawati dan Muniah (2021) mengkaji pengaruh net foreign fund dan inflasi terhadap harga saham LQ45; keduanya berfokus pada satu sektor atau subindeks tertentu, bukan pada IHSG secara agregat. Dari sisi keterkaitan pasar global, Diebold dan Yilmaz (2012) meletakkan dasar konseptual volatility spillover antarpasar modal, dan Prakoso (2022) menunjukkan pengaruh signifikan variabel makro serta S&P 500 terhadap IHSG dan Jakarta Islamic Index menggunakan pendekatan ARDL, senada dengan Siska, Duraipandi, dan Widodo (2023) yang menguji determinan pasar saham Indonesia dengan pendekatan bound testing ARDL.

Dari sisi metode, Keswani, Puri, dan Jha (2024) telah menerapkan VECM untuk menguji hubungan kointegrasi antara faktor makroekonomi dan pasar saham India, namun model tersebut belum memasukkan arus modal asing maupun indeks pasar global sebagai bagian dari sistem persamaan. Secara keseluruhan, penelitian-penelitian di atas menunjukkan tiga celah yang belum terjembatani secara bersamaan: pertama, minimnya penelitian pada IHSG yang menggabungkan faktor makroekonomi domestik, indeks pasar global, dan arus modal asing dalam satu model VECM; kedua, terbatasnya cakupan periode penelitian sebelumnya yang umumnya hanya mencakup satu atau dua fase ekonomi, bukan tiga fase sekaligus, yaitu pra-pandemi, guncangan pandemi, dan pemulihan pascapandemi; dan ketiga, belum banyak penelitian yang melengkapi estimasi kointegrasi dengan analisis IRF dan FEVD untuk mengukur kontribusi relatif setiap sumber guncangan terhadap varians IHSG. Ketiga celah inilah yang menjadi dasar kebaruan penelitian ini.

2.7. Kerangka Pemikiran Teoritis

Uraian mengenai landasan teori dan keterkaitan antarvariabel di atas menjadi dasar dalam menganalisis pengaruh BI-Rate, nilai tukar rupiah, indeks S&P 500, dan arus modal asing terhadap IHSG. Keempat variabel tersebut, bersama IHSG, diduga memiliki hubungan kointegrasi jangka panjang, dengan IHSG merespons secara dinamis terhadap guncangan masing-masing variabel dan nilai tukar rupiah diduga menjadi variabel eksternal dengan kontribusi terbesar terhadap variansnya. Kerangka pemikiran penelitian ini digambarkan sebagai berikut:

Gambar 1. Kerangka Pemikiran Teoritis

Sumber : Diolah oleh peneliti (2026)

2.8. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- H1 : BI-Rate, nilai tukar rupiah, indeks S&P 500, dan IHSG memiliki hubungan kointegrasi jangka panjang.
 H2 : BI-Rate berpengaruh negatif terhadap IHSG dalam jangka pendek.
 H3 : Nilai tukar rupiah berpengaruh negatif terhadap IHSG dalam jangka pendek.
 H4 : Indeks S&P 500 berpengaruh positif terhadap IHSG dalam jangka pendek.
 H5 : Arus modal asing (FOREIGN) berpengaruh positif terhadap IHSG dalam jangka pendek.
 H6 : IHSG merespons secara dinamis terhadap guncangan BI-Rate, nilai tukar rupiah, dan indeks S&P 500.
 H7 : Nilai tukar rupiah merupakan variabel eksternal dengan kontribusi terbesar terhadap varians IHSG.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode *Vector Error Correction Model* (VECM), yaitu pengembangan dari *Vector Autoregression* (VAR) yang digunakan ketika variabel-variabel dalam model tidak stasioner pada tingkat level namun memiliki hubungan kointegrasi (Gujarati & Porter, 2009). Data yang digunakan adalah data sekunder *time series* bulanan periode Januari 2017–Januari 2026 yang diperoleh dari Bank Indonesia (n.d.-a, n.d.-b), Bursa Efek Indonesia (n.d.), dan Investing.com, dengan 107 observasi efektif setelah penyesuaian lag. Rentang waktu tersebut mencakup fase pra-pandemi, guncangan pandemi COVID-19, dan pemulihan pascapandemi, sehingga perubahan hubungan antarvariabel dapat diamati pada berbagai kondisi ekonomi.

Tabel 1. Definisi Operasional dan Perlakuan Variabel

Variabel	Definisi Operasional	Transformasi	Sumber Data	Perlakuan VECM
IHSG	Harga penutupan bulanan seluruh saham di BEI	Logaritma (LIHSG)	Investing.com	Endogen, I(1)
BI-Rate	Suku bunga kebijakan Bank Indonesia	Level (%)	Bank Indonesia	Endogen, I(1)
Kurs JISDOR	Kurs referensi Rp terhadap USD, akhir bulan	Logaritma (LKURS)	Bank Indonesia	Endogen, I(1)
S&P 500	Harga penutupan bulanan indeks S&P 500	Logaritma (LSP500)	Investing.com	Endogen, I(1)
FOREIGN	Net foreign buy/sell bulanan di BEI	Level (Rp)	Bursa Efek Indonesia	Eksogen, I(0)

Sumber : disusun oleh peneliti (2026)

Persamaan VECM untuk variabel IHSG dirumuskan sebagai berikut:

$$\Delta LIHSG_t = \alpha + \beta \cdot ECT_{t-1} + \gamma_1 \Delta LIHSG_{t-1} + \gamma_2 \Delta BIRATE_{t-1} + \gamma_3 \Delta LKURS_{t-1} + \gamma_4 \Delta LSP500_{t-1} + \delta \cdot FOREIGN_t + \varepsilon_t$$

dengan ECT sebagai *Error Correction Term* yang mencerminkan penyimpangan dari keseimbangan jangka panjang, β sebagai koefisien kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*), dan FOREIGN sebagai variabel eksogen stasioner yang menangkap pengaruh jangka pendek arus modal asing.

Tahapan analisis meliputi: (1) uji stasioneritas data menggunakan *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) (Dickey & Fuller, 1979) pada taraf signifikansi 5%; (2) penentuan panjang lag optimal berdasarkan kriteria AIC, SC, dan HQ (Gujarati & Porter, 2009; Enders, 2015); (3) uji kointegrasi Johansen menggunakan *Trace Test* dan *Maximum Eigenvalue Test* (Enders, 2015), dengan nilai kritis MacKinnon, Haug, dan Michelis (1999); (4) estimasi VECM dengan variabel endogen LIHSG, BIRATE, LKURS, LSP500 dan variabel eksogen FOREIGN, difokuskan pada persamaan kointegrasi (jangka panjang) serta koefisien *Error Correction Term* dan dinamika D(LIHSG) (jangka pendek); (5) uji stabilitas model melalui *roots of characteristic polynomial*, dengan model dinyatakan stabil apabila seluruh akar non-unit bermodulus di bawah satu; (6) *Impulse Response Function* (IRF) untuk mengamati respons IHSG terhadap guncangan satu standar deviasi dari BIRATE, KURS, dan SP500 pada horizon 20 periode menggunakan *Cholesky decomposition*; dan (7) *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) untuk mengukur kontribusi setiap variabel terhadap varians kesalahan prediksi IHSG pada horizon yang sama. Seluruh pengolahan data dilakukan menggunakan EViews 12 Student Version.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Hasil

Uji Stasioneritas dan Kointegrasi

Hasil uji ADF (Tabel 2) menunjukkan bahwa LIHSG, BIRATE, LKURS, dan LSP500 belum stasioner pada tingkat level (probabilitas > 0,05), tetapi seluruhnya stasioner pada *first difference* (probabilitas 0,0000) sehingga terintegrasi pada orde satu, I(1). Variabel FOREIGN stasioner pada tingkat level (t-statistik -8,682; probabilitas 0,0000), atau I(0), sehingga diperlakukan sebagai variabel eksogen dalam model VECM.

Tabel 2. Ringkasan Hasil Uji Augmented Dickey-Fuller (ADF)

Variabel	t-Stat Level	Prob. Level	t-Stat 1st Diff	Prob. 1st Diff	Keterangan
LIHSG	-1,3546	0,6018	-9,2238	0,0000	I(1)
BIRATE	-1,7240	0,4164	-5,4006	0,0000	I(1)
LKURS	-1,6536	0,4519	-11,0480	0,0000	I(1)
LSP500	-0,4260	0,8997	-11,7685	0,0000	I(1)
FOREIGN	-8,6816	0,0000	-	-	I(0)

Sumber : Output EViews 12 Student Version, diolah (2026)

Penentuan panjang lag optimal pada rentang 0–8 menunjukkan bahwa empat dari lima kriteria informasi (LR, FPE, AIC, dan HQ) memilih Lag 2, sehingga lag tersebut digunakan pada estimasi VECM (*lag interval* 1 to 1 pada EViews). Uji kointegrasi Johansen (Tabel 3) dengan asumsi *Linear Deterministic Trend* (Case 3) menunjukkan bahwa pada hipotesis *None*, nilai *Trace Statistic* sebesar 49,375 melebihi nilai kritis 5% sebesar 47,856 (probabilitas 0,0357), sehingga H_0 ditolak dan mengindikasikan satu persamaan kointegrasi. Hasil *Maximum Eigenvalue Test* menunjukkan nilai yang tidak signifikan ($24,898 < 27,584$; probabilitas 0,1063); mengacu pada Cheung dan Lai (1993) mengenai keunggulan *Trace Test* pada sampel kecil-menengah, penelitian ini menggunakan hasil *Trace Test* sebagai dasar penentuan rank kointegrasi $r=1$.

Tabel 3. Uji Kointegrasi Johansen : Trace Statistic

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	CV 5%	Prob.**
None *	0,2076	49,375	47,856	0,0357
At most 1	0,1604	24,477	29,797	0,1810
At most 2	0,0525	5,771	15,495	0,7223
At most 3	0,0000	0,001	3,841	0,9680

Sumber : Output EViews 12 Student Version, diolah (2026). Ket.: menolak H_0 pada taraf 5%; * MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p -values

Estimasi VECM

Persamaan kointegrasi jangka panjang (dinormalisasi terhadap LIHSG) yang diperoleh adalah:

$$LIHSG = 72,273 + 0,178 \text{ BIRATE} - 20,032 \text{ KURS} + 3,964 \text{ SP500}$$

Tabel 4. Persamaan Kointegrasi VECM (Hubungan Jangka Panjang)

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistik	Keterangan
BI-Rate	+0,178	0,0618	2,874	Signifikan (+)
KURS	-20,032	3,7952	-5,278	Signifikan (-)
SP500	+3,964	0,7283	5,443	Signifikan (+)
C	-72,273	-	-	-

Sumber : Output EViews 12 Student Version, diolah (2026)

Tabel 5. Dinamika Jangka Pendek Persamaan D(LIHSG)

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistik	Keterangan
CointEq1 (ECT)	0,0135	0,0066	2,039	Signifikan (+)
D(LIHSG(-1))	0,0577	0,1151	0,501	Tidak Signifikan
D(BIRATE(-1))	-0,0002	0,0098	-0,023	Tidak Signifikan
D(KURS(-1))	-0,1814	0,2208	-0,821	Tidak Signifikan
D(SP500(-1))	0,0175	0,0977	0,179	Tidak Signifikan
FOREIGN	$4,95 \times 10^{-10}$	$1,4 \times 10^{-10}$	3,631	Signifikan (+)

Sumber : Output EViews 12 Student Version, diolah (2026)

Dalam jangka panjang, BI-Rate, KURS, dan SP500 seluruhnya berpengaruh signifikan terhadap IHSG dengan arah sesuai Tabel 4. Dalam jangka pendek, koefisien *Error Correction Term* (CointEq1) pada persamaan D(LIHSG) bernilai positif (0,0135) dan tidak menunjukkan mekanisme koreksi kesalahan yang baku; kondisi ini konsisten dengan karakter IHSG sebagai aset keuangan yang bereaksi cepat terhadap informasi baru sehingga sebagian proses penyesuaian kemungkinan telah terjadi sebelum data bulanan dicatat, sejalan dengan *Efficient Market Hypothesis* (Fama, 1970). Variabel D(BIRATE(-1)), D(KURS(-1)), dan D(SP500(-1)) tidak signifikan, sehingga H2, H3, dan H4 tidak dapat diterima. Sebaliknya, FOREIGN berpengaruh positif dan signifikan (t-statistik 3,631), mendukung H5 dan konsisten dengan *Portfolio Balance Theory* (Tobin, 1969; Branson, 1977).

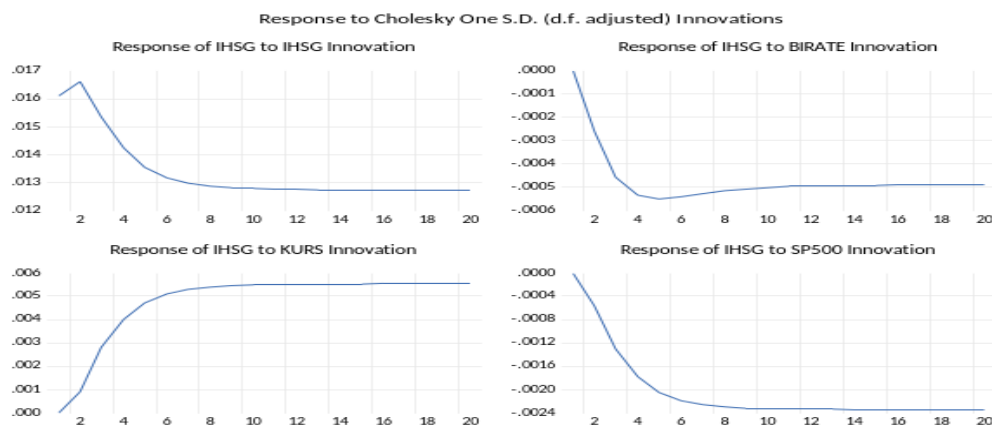
Stabilitas Model, IRF, dan FEVD

Uji stabilitas melalui *roots of characteristic polynomial* menghasilkan delapan akar; tiga di antaranya bermodulus tepat 1,000 sebagai konsekuensi metodologis VECM dengan $k-r=3$ unit root terimposisi ($k=4$ variabel endogen, $r=1$ kointegrasi), sedangkan lima akar non-unit sisanya seluruhnya bermodulus di bawah satu (0,574–0,024), sehingga model dinyatakan stabil (Enders, 2015) dan hasil IRF-FEVD dapat diinterpretasikan secara valid.

Analisis IRF menunjukkan respons IHSG terhadap guncangan BIRATE bersifat negatif dan stabil di kisaran -0,00049 mulai periode ke-15; respons terhadap guncangan KURS bersifat positif dan mendatar di 0,00555 mulai periode ke-17, mencerminkan komposisi emiten IHSG yang didominasi sektor komoditas berbasis dolar; sedangkan respons terhadap guncangan SP500 bersifat negatif dan stabil di kisaran -0,0023

mulai periode ke-15, konsisten dengan mekanisme *portfolio rebalancing* global saat S&P 500 menguat tiba-tiba. Ketiga pola respons jangka pendek ini melengkapi—dan pada kasus KURS dan SP500 berlawanan arah dengan—hubungan jangka panjang pada persamaan kointegrasi, mencerminkan dimensi waktu transmisi yang berbeda.

Gambar 2. Impulse Response Function : Respons IHSG terhadap Guncangan BIRATE, KURS, dan SP500 (Horizon 20 Periode)



Sumber : Output EViews 12 Student Version, diolah (2026)

Analisis FEVD (Tabel 6) pada horizon 20 periode menunjukkan variasi IHSG didominasi guncangan internalnya sendiri (85,88% pada periode ke-20), konsisten dengan *Efficient Market Hypothesis* (Fama, 1970) mengenai persistensi harga saham. Di antara variabel eksternal, KURS memberikan kontribusi terbesar dan terus meningkat (11,85% pada periode ke-20), diikuti SP500 (2,16%), sementara BIRATE memberikan kontribusi yang sangat kecil (0,11%).

Tabel 6. Forecast Error Variance Decomposition : Variabel LIHSG

Period	S.E.	LIHSG (%)	BIRATE (%)	LKURS (%)	LSP500 (%)
1	0,0161	100,00	0,00	0,00	0,00
5	0,0348	95,27	0,07	3,88	0,78
10	0,0471	89,69	0,10	8,60	1,61
15	0,0566	87,20	0,11	10,72	1,97
20	0,0648	85,88	0,11	11,85	2,16

Sumber : Output EViews 12 Student Version, diolah (2026)

4.2. Pembahasan

Uji kointegrasi Johansen menunjukkan satu vektor kointegrasi yang signifikan, sehingga BI-Rate, nilai tukar rupiah, indeks S&P 500, dan IHSG memiliki hubungan keseimbangan jangka panjang. Hasil ini mendukung H1 dan menjadi dasar penggunaan VECM agar hubungan jangka pendek dan jangka panjang dapat dijelaskan secara bersamaan.

BI-Rate berpengaruh positif signifikan terhadap IHSG dalam jangka panjang (0,178), namun tidak signifikan dalam jangka pendek sehingga H2 tidak dapat diterima. Kenaikan BI-Rate selama periode penelitian umumnya terjadi saat aktivitas ekonomi masih kuat dan tekanan inflasi meningkat, bukan semata sinyal perlambatan, sehingga prospek laba perusahaan tetap terjaga dan pasar saham tetap mampu tumbuh meski suku bunga naik (Mishkin, 2019). Kontribusi BIRATE terhadap variasi IHSG pada FEVD juga sangat kecil (0,11%), mengindikasikan transmisi kebijakan moneter yang memerlukan waktu lebih panjang dari horizon satu bulan.

KURS berpengaruh negatif signifikan terhadap IHSG dalam jangka panjang (-20,032), namun tidak signifikan dalam jangka pendek sehingga H3 tidak dapat diterima untuk jangka pendek meskipun terbukti pada jangka panjang. Depresiasi rupiah meningkatkan biaya perusahaan berbasis impor dan

mendorong investor asing menarik dananya untuk menghindari kerugian nilai tukar (Tandelilin, 2017; Mishkin, 2019). KURS juga merupakan variabel eksternal dengan kontribusi FEVD terbesar (11,85% pada periode ke-20), konsisten dengan Siska, Duraipandi, dan Widodo (2023).

SP500 berpengaruh positif signifikan terhadap IHSG dalam jangka panjang (3,964), namun tidak signifikan dalam jangka pendek sehingga H4 tidak dapat diterima untuk jangka pendek. Penguatan pasar Amerika Serikat mendorong *risk appetite* investor global dan aliran modal ke pasar berkembang (Diebold & Yilmaz, 2012; Keswani, Puri, & Jha, 2024), meskipun respons IRF jangka pendek justru negatif akibat *portfolio rebalancing* saat S&P 500 menguat tiba-tiba.

FOREIGN berpengaruh positif signifikan terhadap IHSG dalam jangka pendek (t-statistik 3,631), mendukung H5. *Net foreign buy* mendorong kenaikan permintaan saham domestik, sedangkan *net foreign sell* dalam jumlah besar—seperti pada awal pandemi 2020 dan pengetatan moneter The Fed 2022–2023—menekan IHSG, sejalan dengan *Portfolio Balance Theory* (Tobin, 1969; Branson, 1977) dan temuan Fatmawati dan Muniah (2021).

Hasil IRF menunjukkan IHSG merespons secara fluktuatif terhadap guncangan BIRATE, KURS, dan SP500 sebelum menstabilkan diri pada titik keseimbangan baru, mendukung H6. Hasil FEVD menunjukkan dominasi faktor internal IHSG (85,88%) dengan KURS sebagai kontributor eksternal terbesar (11,85%), mendukung H7 dalam arti KURS adalah variabel eksternal paling dominan, meskipun dominasi keseluruhan sistem tetap berada pada faktor internal IHSG sendiri.

Tabel 7. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Pernyataan Singkat	Hasil
H1	Kointegrasi jangka panjang BI-Rate, KURS, SP500, IHSG	Diterima
H2	BI-Rate berpengaruh negatif thd IHSG (jk. pendek)	Ditolak
H3	KURS berpengaruh negatif thd IHSG (jk. pendek)	Ditolak
H4	SP500 berpengaruh positif thd IHSG (jk. pendek)	Ditolak
H5	FOREIGN berpengaruh positif thd IHSG (jk. pendek)	Diterima
H6	IHSG merespons dinamis thd guncangan variabel	Diterima
H7	KURS = variabel eksternal berkontribusi terbesar	Diterima*

*H7 diterima dalam arti KURS adalah variabel eksternal dengan kontribusi terbesar (11,85% di periode ke-20); dominasi keseluruhan sistem tetap berada pada faktor internal IHSG (85,88%).

5. KESIMPULAN

Hasil analisis VECM menunjukkan bahwa BI-Rate, nilai tukar rupiah (KURS), indeks S&P 500, dan IHSG memiliki satu hubungan kointegrasi jangka panjang selama Januari 2017–Januari 2026. Dalam jangka panjang, BI-Rate dan S&P 500 berpengaruh positif signifikan, sedangkan nilai tukar rupiah berpengaruh negatif signifikan terhadap IHSG. Dalam jangka pendek, hanya arus modal asing (FOREIGN) yang terbukti berpengaruh positif signifikan, sementara BI-Rate, KURS, dan S&P 500 belum menunjukkan pengaruh yang signifikan pada horizon satu bulan. Model VECM yang diestimasi dinyatakan stabil, sehingga hasil IRF dan FEVD dapat diinterpretasikan secara valid: IHSG merespons secara dinamis terhadap guncangan ketiga variabel makroekonomi tersebut, dan nilai tukar rupiah merupakan variabel eksternal dengan kontribusi terbesar terhadap varians IHSG (11,85% pada periode ke-20), meskipun dominasi keseluruhan sistem tetap berada pada guncangan internal IHSG sendiri (85,88%).

Temuan ini mengindikasikan bahwa pengaruh faktor makroekonomi dan keuangan global terhadap IHSG bersifat tidak seragam antara jangka pendek dan jangka panjang, sehingga stabilitas nilai tukar rupiah dan perkembangan pasar keuangan global tetap perlu menjadi perhatian otoritas moneter dalam menjaga stabilitas pasar modal, sementara pemantauan arus modal asing relevan sebagai indikator dini pergerakan IHSG jangka pendek. Bagi investor, keputusan investasi jangka panjang perlu mempertimbangkan nilai tukar dan kondisi pasar global, sedangkan strategi jangka pendek perlu memperhatikan dinamika arus modal asing. Penelitian selanjutnya disarankan menambahkan variabel global lain seperti indeks dolar AS (DXY), harga komoditas dunia, atau indeks volatilitas VIX, serta mempertimbangkan pendekatan nonlinier seperti

TVP-VAR atau Markov-Switching untuk menangkap perubahan hubungan antarvariabel pada berbagai fase ekonomi.

DAFTAR PUSTAKA

- Astuti, R., Lapian, J., & Rate, P. V. (2016). Pengaruh faktor makro ekonomi terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2006–2015. *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*, 16(2), 399–406.
- Bank Indonesia. (n.d.-a). *BI 7-Day Reverse Repo Rate*. <https://www.bi.go.id>
- Bank Indonesia. (n.d.-b). *Jakarta Interbank Spot Dollar Rate (JISDOR)*. <https://www.bi.go.id>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2018). *Investments* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
- Branson, W. H. (1977). Asset markets and relative prices in exchange rate determination. *Sozialwissenschaftliche Annalen*, 1, 69–89.
- Bursa Efek Indonesia. (n.d.). *Data transaksi investor asing (foreign flow)*. <https://www.idx.co.id>
- Calvo, G. A. (1998). Capital flows and capital-market crises: The simple economics of sudden stops. *Journal of Applied Economics*, 1(1), 35–54.
- Calvo, G. A., Leiderman, L., & Reinhart, C. M. (1993). Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors. *IMF Staff Papers*, 40(1), 108–151.
- Cheung, Y. W., & Lai, K. S. (1993). Finite-sample sizes of Johansen's likelihood ratio tests for cointegration. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 55(3), 313–328.
- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, 74(366a), 427–431. <https://doi.org/10.1080/01621459.1979.10482531>
- Diebold, F. X., & Yilmaz, K. (2012). Better to give than to receive: Predictive directional measurement of volatility spillovers. *International Journal of Forecasting*, 28(1), 57–66.
- Enders, W. (2015). *Applied econometric time series* (4th ed.). John Wiley & Sons.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Fatmawati, E., & Muniah. (2021). Pengaruh net foreign fund dan inflasi terhadap harga saham pada perusahaan LQ45. *Jurnal Perspektif Manajerial dan Kewirausahaan (JPMK)*, 2(1), 30–43.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.
- Hidayat, F. F., Rotinsulu, T. O., & Mandeij, D. (2021). Analisis pengaruh variabel-variabel ekonomi makro terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Indonesia periode 2016:Q1–2020:Q4. *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*, 21(6), 92–101.
- Keswani, S., Puri, V., & Jha, R. (2024). Relationship among macroeconomic factors and stock prices: Cointegration approach from the Indian stock market. *Cogent Economics & Finance*, 12(1), 2355017.

- Krugman, P. R., & Obstfeld, M. (2018). *International economics: Theory and policy* (10th ed.). Pearson Education.
- Kurniawan, A., & Nugroho, R. H. (2022). Pengaruh inflasi, kurs USD/IDR, dan BI-7 day (reverse) repo rate terhadap indeks saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia (BEI). *El-Mal: Jurnal Kajian Ekonomi & Bisnis Islam*, 3(4), 711–727.
- MacKinnon, J. G., Haug, A. A., & Michelis, L. (1999). Numerical distribution functions of likelihood ratio tests for cointegration. *Journal of Applied Econometrics*, 14(5), 563–577.
- Mahfuddin, R., & Munaf, T. (2023). Pengaruh aktivitas foreign buy dan foreign sell terhadap harga saham emiten sektor perbankan milik negara pada indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Cash*, 7(1).
- Maniil, C., Kumaat, R. J., & Maramis, M. T. B. (2023). Pengaruh inflasi, suku bunga Bank Indonesia dan nilai tukar Rupiah terhadap harga indeks saham LQ45 pada Bursa Efek Indonesia periode 2017:Q1–2021:Q4. *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*, 23(1), 97–108.
- Mankiw, N. G. (2021). *Macroeconomics* (10th ed.). Worth Publishers.
- Mishkin, F. S. (2019). *The economics of money, banking, and financial markets* (12th ed.). Pearson.
- Palapa, P., Kumaat, R. J., & Sumual, J. I. (2021). Pengaruh BI 7-day (reverse) repo rate dan inflasi pada masa pandemi COVID-19 terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di pasar modal Indonesia. *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*, 21(5), 52–64.
- Prakoso, D. (2022). The impact of macroeconomic variables on IHSG and JII: An ARDL approach. *Ekonomi Islam Indonesia*, 4(2).
- Purba, A., Siswanto, J., & Gunawan, S. W. (2025). Analisis pengaruh inflasi, suku bunga, dan kurs terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) 2019-2024. *Jurnal Akuntansi Keuangan dan Teknologi Informasi Akuntansi*, 6(1), 26–43.
- Siska, E., Duraipandi, O., & Widodo, P. (2023). Determinants of Indonesian stock market development: Implementation of an ARDL bound testing approach. *Investment Management and Financial Innovations*, 20(4), 69–82.
- Tandelilin, E. (2017). *Pasar modal: Manajemen portofolio dan investasi*. Kanisius.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.