

BAB II

LANDASAN TEORI

Bab ini akan menguraikan landasan teori yang menjadi dasar konseptual dalam penelitian mengenai pengaruh faktor makroekonomi terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia pada periode 2020-2024. Pembahasan teori disusun untuk memberikan kerangka pemikiran yang sistematis dalam menjelaskan hubungan antara variabel-variabel makroekonomi yang terdiri dari suku bunga, nilai tukar, produk domestik bruto (*GDP*), tingkat inflasi, dan pandemi COVID-19 sebagai bentuk shock ekonomi, terhadap variabel dependen berupa *return* saham perbankan. Selain itu, kajian teori pada bab ini juga dilandasi oleh teori keuangan yang relevan dan banyak digunakan dalam literatur empiris, terutama *Arbitrage Pricing Theory (APT)* sebagai *Grand Theory* yang menjelaskan bahwa *return* saham dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor makroekonomi. Dengan demikian, landasan teori dalam bab ini bukan hanya menempatkan penelitian pada konteks akademis yang tepat, tetapi juga memberikan dasar ilmiah yang kuat dalam memahami bagaimana perubahan kondisi ekonomi makro dapat memengaruhi fluktuasi kinerja saham perbankan di Indonesia.

2.1 Tinjauan Teori

2.1.1 Arbitrage Pricing Theory (APT)

Arbitrage Pricing Theory (APT) pertama kali diperkenalkan oleh Stephen Ross (1976) sebagai pengembangan dari *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Alasan mendasar pemilihan *APT* dibandingkan *CAPM* terletak pada kemampuan model dalam mendekomposisi sumber risiko. Jika *CAPM* berasumsi bahwa *return* saham hanya dipengaruhi oleh faktor tunggal yaitu risiko pasar (indeks pasar), maka *APT* menawarkan pendekatan *multi-faktor* yang lebih realistik. *APT* menjelaskan bahwa *return* suatu aset tidak hanya dipengaruhi oleh risiko pasar secara keseluruhan, tetapi juga oleh berbagai faktor makroekonomi yang spesifik. Dalam *APT*, pergerakan *return* saham merupakan respon terhadap perkembangan ekonomi yang direpresentasikan

melalui variabel-variabel ekonomi tertentu seperti tingkat suku bunga, inflasi, pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, serta kejadian ekonomi global atau *shock* tertentu (Ross, 1976).

Fleksibilitas *APT* menjadi sangat krusial dalam penelitian ini. Teori ini menegaskan bahwa setiap faktor sistematis yang berubah di tingkat makro akan memberikan dampak pada perubahan harga dan *return* dari aset keuangan. Dengan demikian, *APT* memberikan pemahaman bahwa *return* saham tidak hanya bersumber dari satu dimensi risiko sebagaimana dalam *CAPM*, tetapi bersifat multidimensional sesuai kondisi ekonomi yang sedang berlangsung. Hal ini sejalan dengan pemikiran yang dikemukakan oleh Chen, Roll, dan Ross (1986) yang menemukan bahwa variabel makro seperti inflasi, produksi industri, premi risiko, dan spread suku bunga berperan signifikan dalam menjelaskan *return* pasar saham.

Dalam konteks perbankan, *APT* menjadi sangat relevan karena sektor perbankan merupakan sektor yang paling sensitif terhadap perubahan ekonomi makro, mengingat fungsi utamanya adalah intermediasi keuangan dan pengelolaan likuiditas dalam perekonomian (Joseph et al., 2025). Perubahan pada suku bunga, nilai tukar, inflasi, dan pertumbuhan ekonomi akan langsung memengaruhi pendapatan bunga, biaya modal, risiko kredit, dan tingkat permintaan pembiayaan, sehingga pada akhirnya memengaruhi *return* saham bank. Dengan menggunakan *APT* sebagai landasan, penelitian ini dapat menjelaskan secara spesifik bagaimana masing-masing variabel makroekonomi tersebut, termasuk guncangan pandemi COVID-19, bertransmisi memengaruhi *return* saham bank KBMI 3 dan 4 di Indonesia periode 2020-2024, sebuah analisis detail yang tidak dapat difasilitasi oleh model *CAPM*. *APT* mampu memberikan fondasi rasional bahwa perubahan indikator ekonomi makro adalah determinan fundamental yang membentuk dinamika harga saham di pasar modal.

2.1.2 *Interest rate Sensitivity Theory*

Interest rate Sensitivity Theory menjelaskan bahwa perubahan tingkat suku bunga merupakan faktor utama yang memengaruhi aktivitas keuangan dan tingkat profitabilitas sektor perbankan. Secara teoritis, perubahan suku bunga akan memengaruhi biaya dana (*cost of fund*), tingkat bunga kredit, pendapatan bunga bersih (*net interest margin*), serta nilai aset keuangan yang dimiliki bank. Ketika suku bunga meningkat, bank cenderung memperoleh pendapatan bunga yang lebih tinggi karena peningkatan pada tingkat bunga kredit dan instrumen keuangan berbasis suku bunga (Akella & Chen, 1990). Sebaliknya, penurunan suku bunga dapat menekan pendapatan bank karena turunnya margin keuntungan dari selisih bunga.

Menurut Booth dan Officer (1985), *return* saham bank sangat sensitif terhadap perubahan suku bunga karena bank adalah lembaga yang kegiatan utamanya berkaitan dengan penghimpunan dana dan penyaluran kredit. Oleh karena itu, fluktuasi suku bunga dapat meningkatkan volatilitas pendapatan bank dan pada akhirnya tercermin pada harga saham yang diperdagangkan di pasar modal. Penelitian Fama (1981) juga menunjukkan bahwa tingkat suku bunga merupakan salah satu variabel makro yang paling kuat dalam menjelaskan perubahan *return* saham dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Dalam penelitian ini, sensitivitas suku bunga direpresentasikan melalui Indonesia *Government Bond Yield* tenor 10 tahun, yang mencerminkan ekspektasi pasar terhadap kondisi moneter jangka panjang. *Yield* obligasi pemerintah juga menjadi acuan dalam menentukan benchmark lending rate dan memengaruhi valuasi portofolio obligasi bank. Selama periode penelitian, *yield* obligasi Indonesia bergerak fluktuatif, antara lain karena respons pasar terhadap inflasi, kebijakan suku bunga global, serta dinamika pemulihan ekonomi pasca pandemi (TradingEconomics, 2025). Oleh karena itu, *Interest rate Sensitivity Theory* tetap relevan dalam menjelaskan bagaimana perubahan *yield* obligasi pemerintah dapat memengaruhi *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia.

2.1.3 Exchange rate Exposure Theory

Exchange rate Exposure Theory menjelaskan bahwa perubahan nilai tukar akan memengaruhi nilai aset, kewajiban, serta arus kas perusahaan yang memiliki keterkaitan dengan transaksi dan aktivitas keuangan internasional. Dalam pasar modal, perubahan nilai mata uang dapat memengaruhi nilai perusahaan dan pada akhirnya berdampak pada *return* saham. Choi (1992) menyatakan bahwa fluktuasi nilai tukar merupakan sumber risiko sistematis yang dapat mempengaruhi harga saham melalui perubahan nilai aset berbasis mata uang asing maupun biaya impor dana atau instrumen keuangan tertentu.

Dalam industri perbankan, sensitivitas terhadap nilai tukar menjadi semakin tinggi karena perbankan bukan hanya mengelola dana dalam rupiah, tetapi juga memiliki eksposur yang signifikan terhadap transaksi valuta asing, penempatan pada instrumen valas, pembiayaan valas, dan akumulasi cadangan valuta asing untuk kebutuhan likuiditas. Menurut Atindehou dan Gueyie (2001), *return* saham bank sangat peka terhadap volatilitas nilai tukar karena perubahan kurs dapat mempengaruhi portofolio pembiayaan, laba bersih, serta persepsi risiko investor. Penelitian lain oleh Eliot (2003) juga menegaskan bahwa depresiasi mata uang domestik dapat meningkatkan risiko default dan memperlemah kualitas aset, yang pada akhirnya mempengaruhi valuasi saham bank.

Dalam konteks penelitian ini, pergerakan nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat menjadi variabel makroekonomi yang penting karena periode 2020-2024 merupakan fase dengan volatilitas global yang tinggi akibat dampak pandemi, ketidakpastian geopolitik, perubahan kebijakan moneter *The Fed*, dan dinamika capital flow internasional. Oleh karena itu, teori ini semakin relevan untuk menjelaskan pengaruh fluktuasi kurs terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4.

2.1.4 GDP Growth Theory

GDP Growth Theory menjelaskan bahwa pertumbuhan ekonomi yang tercermin dalam peningkatan Produk Domestik Bruto (*GDP*) merupakan

indikator yang mencerminkan peningkatan aktivitas ekonomi suatu negara. Pertumbuhan *GDP* biasanya menggambarkan peningkatan konsumsi, investasi, produksi, ekspansi usaha, serta peningkatan pendapatan masyarakat. Menurut Fama (1990), pergerakan *GDP* memiliki keterkaitan erat dengan *return* pasar saham karena pertumbuhan ekonomi yang stabil dan meningkat akan memperkuat kinerja perusahaan dan meningkatkan ekspektasi terhadap profitabilitas di masa depan.

Dalam konteks sektor keuangan, khususnya perbankan, pertumbuhan *GDP* sangat memengaruhi tingkat permintaan kredit, ketahanan modal, pertumbuhan dana pihak ketiga, dan kualitas aset bank. Ketika ekonomi berkembang, permintaan pembiayaan untuk sektor produksi, investasi, dan konsumsi meningkat, yang pada akhirnya akan mendorong pertumbuhan pendapatan bunga bank dan memperkuat kinerja keuangan perbankan (Bernanke & Gertler, 1995). Dengan demikian, peningkatan *GDP* akan memberikan sinyal positif bagi pasar modal dan meningkatkan sentimen investor terhadap saham bank, yang kemudian dapat tercermin pada peningkatan *return* sahamnya.

Penelitian oleh Flannery dan Protopapadakis (2002) juga menunjukkan bahwa pertumbuhan *GDP* merupakan salah satu variabel makroekonomi yang paling berpengaruh dalam menjelaskan pergerakan *return* pasar saham, terutama pada industri yang sangat berkaitan dengan siklus ekonomi, termasuk perbankan. Oleh karena itu, *GDP Growth Theory* digunakan dalam penelitian ini sebagai dasar teoritis untuk menjelaskan bahwa pertumbuhan ekonomi nasional berpotensi memberikan kontribusi terhadap fluktuasi *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4.

2.1.5 Fisher Effect (Inflation Theory)

Fisher Effect, yang diperkenalkan oleh Irving Fisher (1930), menyatakan bahwa perubahan inflasi akan memengaruhi tingkat suku bunga nominal dan nilai riil suatu aset. Teori ini menjelaskan bahwa kenaikan inflasi akan menyebabkan penyesuaian pada tingkat suku bunga nominal agar *real rate*

of return tetap stabil. Dalam konteks pasar keuangan, inflasi yang tinggi dapat menurunkan daya beli uang, meningkatkan biaya operasional perusahaan, serta menekan profitabilitas, sehingga pada akhirnya dapat memengaruhi nilai saham dan *return* investasi.

Inflasi merupakan variabel makroekonomi yang sering dipandang sebagai sinyal ketidakpastian ekonomi. Menurut Modigliani dan Cohn (1979), inflasi dapat menyebabkan undervaluation terhadap aset finansial karena investor akan mendiskonto aliran pendapatan masa depan dengan tingkat diskonto yang lebih tinggi. Hal ini terutama terasa pada perbankan, karena perbankan adalah industri yang sangat dipengaruhi oleh stabilitas nilai uang dan kebijakan moneter. Penelitian Cifter dan Ozun (2007) juga menemukan bahwa inflasi memiliki pengaruh signifikan terhadap profitabilitas serta *return* saham bank, khususnya pada periode volatilitas ekonomi.

Dalam penelitian ini, inflasi dianggap sebagai variabel penting untuk menjelaskan fluktuasi *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 selama periode 2020-2024, dimana kondisi inflasi Indonesia sempat mengalami peningkatan sebagai dampak pemulihan ekonomi pascapandemi, kenaikan harga energi global, serta perubahan kebijakan fiskal dan moneter. Sehingga, *Fisher Effect* digunakan sebagai landasan teoritis bahwa perubahan inflasi berpotensi memengaruhi ekspektasi investor dan kinerja saham sektor perbankan.

2.1.6 Economic Shock Theory (Pandemic COVID-19)

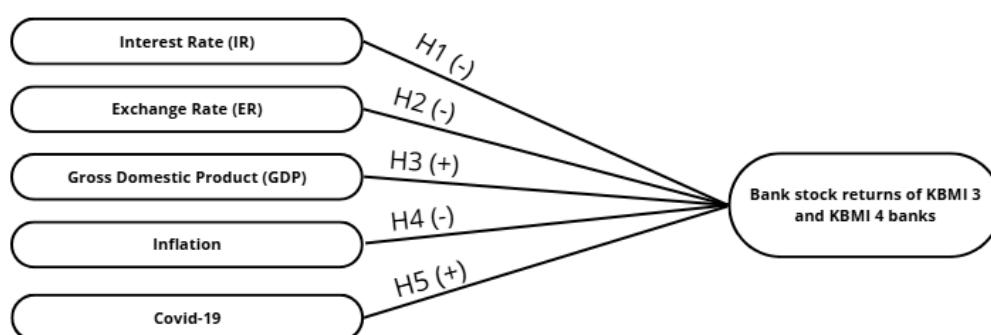
Economic Shock Theory menjelaskan bahwa suatu kejadian besar dan tidak terduga pada tingkat global atau nasional dapat memberikan gangguan signifikan pada stabilitas ekonomi, aktivitas pasar keuangan, serta perilaku investor. Pandemi COVID-19 merupakan salah satu bentuk shock yang paling besar dalam sejarah ekonomi modern, dimana dampaknya terjadi secara simultan pada sisi produksi, permintaan, rantai pasok global, dan sistem keuangan (Baldwin & di Mauro, 2020). Gangguan ini menyebabkan ketidakpastian ekstrem yang kemudian tercermin pada volatilitas pasar modal dan perubahan harga aset finansial.

Dalam konteks pasar saham, pandemi menjadi pemicu gejolak harga karena investor melakukan revaluasi risiko berdasarkan informasi baru terkait tingkat penularan, kebijakan pemerintah, stimulus fiskal, serta perubahan suku bunga bank sentral. Menurut Baker et al. (2020), COVID-19 memiliki pengaruh langsung terhadap volatilitas pasar saham di berbagai negara, dan peningkatan ketidakpastian ini menciptakan respon investasi yang berbeda-beda *across sectors* tergantung sensitivitas industrinya terhadap kondisi makroekonomi. Sektor perbankan termasuk sektor yang terkena dampak besar karena meningkatnya risiko kredit, melemahnya likuiditas, serta turunnya permintaan pembiayaan selama tahap awal pandemi (Demirgüç-Kunt et al., 2021).

Dalam penelitian ini, pandemi COVID-19 diperlakukan sebagai variabel shock makro yang dapat memengaruhi *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 pada periode 2020-2024. Hal ini relevan karena sebagian periode penelitian berada dalam fase disruptif pandemi dan fase pemulihan pasca-pandemi. Dengan demikian, *Economic Shock Theory* mendukung pemahaman bahwa pandemi COVID-19 bukan sekadar faktor non-ekonomi, tetapi merupakan determinan penting yang mempengaruhi sentimen investor dan kinerja saham perbankan di pasar modal Indonesia.

2.2 Model Penelitian

Berdasarkan tujuan dan model penelitian yang telah ditetapkan, berikut adalah hipotesis dari penelitian penulis:



Gambar 2. 1 Model Penelitian

Sumber: Penulis, diolah

Berdasarkan model penelitian yang dibuat pada Gambar 2.1, maka hipotesis penelitian yang dapat diuji pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

- H1: Suku bunga berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia.
- H2: Nilai tukar (*exchange rate*) berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia.
- H3: Produk Domestik Bruto (*GDP*) berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia.
- H4: Inflasi berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia.
- H5: *Dummy COVID-19* berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia.

2.3 Hipotesis

Berdasarkan model penelitian yang telah dibuat penulis, maka terdapat beberapa hipotesis yang dapat dibentuk untuk penelitian ini.

2.3.1 Pengaruh suku bunga (*interest rate*) terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia

Suku bunga merupakan salah satu indikator makroekonomi yang paling berpengaruh terhadap dinamika pasar keuangan dan menjadi acuan utama bagi investor dalam menilai prospek imbal hasil instrumen keuangan, termasuk saham perbankan. Dalam penelitian ini, suku bunga direpresentasikan melalui Indonesia Government Bond Yield tenor 10 tahun, yang berfungsi sebagai benchmark tingkat bunga jangka panjang, mencerminkan ekspektasi pasar terhadap inflasi, risiko negara, serta arah kebijakan moneter. Pergerakan yield obligasi pemerintah berpengaruh langsung terhadap struktur biaya dana (*cost of fund*), harga surat berharga yang dimiliki bank, dan penetapan suku bunga kredit.

Berbeda dengan pandangan bahwa kenaikan bunga meningkatkan margin, teori valuasi aset justru menyatakan bahwa kenaikan yield obligasi berdampak negatif terhadap harga saham. Kenaikan *yield* obligasi mencerminkan peningkatan tingkat pengembalian yang disyaratkan (*required rate of return*) oleh investor. Dalam model valuasi saham, hal ini akan meningkatkan tingkat diskonto (*discount rate*), yang menyebabkan nilai kini (*present value*) dari arus kas masa depan perusahaan menjadi lebih rendah. Selain itu, kenaikan suku bunga yang terlalu tinggi berpotensi meningkatkan biaya dana (*cost of funds*) bank dan risiko gagal bayar debitur, yang pada akhirnya menekan profitabilitas dan sentimen investor.

Temuan empiris dari berbagai studi terdahulu mendukung pandangan ini. Sari (2024) dalam penelitiannya menemukan bahwa tingkat suku bunga memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham di sektor yang sensitif terhadap bunga, di mana kenaikan suku bunga direspon oleh pasar sebagai sinyal peningkatan beban keuangan perusahaan. Sejalan dengan itu, Kumalasari (2024) juga membuktikan bahwa suku bunga berkorelasi negatif terhadap indeks harga saham, karena investor cenderung memindahkan dananya dari pasar saham ke instrumen pasar uang (deposito/obligasi) saat suku bunga naik (*flight to quality*). Sejalan dengan itu, Tandilin (2017) juga menjelaskan bahwa suku bunga yang tinggi akan meningkatkan beban bunga emiten dan menurunkan laba bersih, sehingga direspon negatif oleh pasar.

Berdasarkan teori dan hasil empiris tersebut, dapat disimpulkan bahwa peningkatan suku bunga jangka panjang yang tercermin melalui kenaikan yield obligasi pemerintah tenor 10 tahun, memiliki potensi menurunkan *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 karena efek penurunan valuasi aset dan substitusi investasi.

H1. Suku bunga (*interest rate*) berpengaruh negatif terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia.

2.3.2 Pengaruh nilai tukar (*exchange rate*) terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia

Nilai tukar (*exchange rate*) merupakan indikator makroekonomi yang mencerminkan kekuatan mata uang suatu negara terhadap mata uang asing, khususnya dolar Amerika Serikat (USD). Pergerakan nilai tukar memberikan sinyal penting bagi pelaku pasar keuangan karena volatilitas kurs dapat memengaruhi stabilitas ekonomi makro, tingkat risiko sistemik, dan ekspektasi investor terhadap pasar modal. Dalam konteks sektor perbankan, perubahan nilai tukar dapat berdampak terhadap portofolio aset dan kewajiban yang dimiliki bank yang terkait dengan valuta asing, termasuk pembiayaan kredit berdenominasi USD, instrumen lindung nilai, dan investasi valas lainnya. Ketika nilai tukar rupiah mengalami depresiasi (IDR melemah terhadap USD), eksposur risiko valas akan meningkat sehingga berpotensi menekan profitabilitas serta memperburuk persepsi risiko investor terhadap sektor perbankan.

Secara empiris, hubungan antara nilai tukar dan *return* saham menunjukkan hasil yang signifikan dan umumnya bersifat negatif pada sektor keuangan. Penelitian Sukanya dan Mishra (2022) menemukan bahwa pelemahan nilai tukar berdampak negatif dan signifikan terhadap *return* saham bank di emerging markets karena meningkatnya risiko pasar dan biaya pendanaan yang berhubungan dengan valuta asing. Temuan serupa disampaikan oleh Chowdhury dan Robbani (2021) yang menegaskan bahwa volatilitas nilai tukar menjadi salah satu faktor yang menurunkan nilai pasar saham perbankan karena meningkatnya ketidakpastian profit dan risiko likuiditas. Sejalan dengan itu, Balcilar et al. (2020) juga menunjukkan bahwa perubahan kurs merupakan salah satu determinan utama yang memengaruhi kinerja ekuitas sektor perbankan, terutama pada periode ketidakpastian global dan tekanan moneter.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa pergerakan nilai tukar rupiah, terutama ketika mengalami depresiasi, cenderung memberikan dampak negatif terhadap *return* saham bank KBMI 3 maupun KBMI 4. Hal ini terjadi karena volatilitas kurs meningkatkan risiko valas, memperburuk persepsi risiko pasar, dan mengurangi ekspektasi profitabilitas bank. Oleh karena itu, nilai tukar merupakan variabel penting yang perlu diperhatikan dalam menjelaskan fluktuasi *return* saham sektor perbankan pada periode 2020-2024.

H2. Nilai tukar (*exchange rate*) berpengaruh negatif terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia.

2.3.3 Pengaruh produk domestik bruto (*GDP*) terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia

Produk Domestik Bruto (*GDP*) merupakan indikator utama yang digunakan untuk menggambarkan kinerja perekonomian suatu negara. Pertumbuhan *GDP* yang tinggi menunjukkan aktivitas ekonomi yang meningkat, seperti peningkatan konsumsi, investasi, produksi, maupun ekspor. Dalam konteks sektor perbankan, pertumbuhan ekonomi yang positif akan mendorong peningkatan permintaan kredit, pertumbuhan dana pihak ketiga (DPK), dan peningkatan volume transaksi keuangan. Kondisi ini kemudian berimplikasi terhadap peningkatan pendapatan operasional bank, yang pada akhirnya akan memengaruhi ekspektasi investor terhadap prospek laba dan valuasi saham perbankan.

Secara empiris, pengaruh *GDP* terhadap *return* saham telah banyak dibuktikan melalui penelitian terdahulu. Siregar dan Pratama (2022) menemukan bahwa pertumbuhan *GDP* memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap *return* saham perbankan di Indonesia karena aktivitas ekonomi yang ekspansif berdampak langsung terhadap peningkatan intermediasi kredit. Penelitian Zhang et al. (2021) juga menyatakan bahwa

pertumbuhan ekonomi menjadi salah satu determinan utama bagi kinerja saham sektor keuangan di negara emerging markets karena bank akan memperoleh manfaat dari peningkatan permintaan kredit korporasi maupun rumah tangga. Sejalan dengan itu, Nugroho (2023) juga menunjukkan bahwa *GDP* secara konsisten berpengaruh positif terhadap harga saham bank-bank besar di Indonesia, yang mencerminkan respons investor terhadap prospek peningkatan profitabilitas pada fase ekspansi ekonomi.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan *GDP* yang lebih tinggi akan meningkatkan ekspektasi *return* pada saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 karena prospek pendapatan bank meningkat seiring dengan ekspansi aktivitas ekonomi nasional. Oleh karena itu, *GDP* menjadi variabel makroekonomi yang relevan dalam menjelaskan variasi *return* saham sektor perbankan selama periode 2020-2024.

H3. Produk Domestik Bruto (*GDP*) berpengaruh positif terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia.

2.3.4 Pengaruh tingkat inflasi terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia

Inflasi merupakan indikator makroekonomi yang menggambarkan kenaikan harga barang dan jasa secara umum dalam suatu perekonomian. Perubahan inflasi sering kali menjadi perhatian utama para pelaku pasar dan regulator karena tingkat inflasi yang tinggi dapat memicu perubahan kebijakan moneter. Dalam sektor perbankan, tingkat inflasi memiliki relevansi yang signifikan dalam memengaruhi kinerja keuangan, mengingat perubahan inflasi dapat berdampak terhadap biaya dana (*cost of fund*), tingkat kredit yang disalurkan, serta risiko gagal bayar.

Secara teoritis, inflasi yang tinggi berdampak buruk bagi pasar modal karena menurunkan daya beli riil uang (*purchasing power*). Ketika inflasi meningkat secara signifikan, biaya operasional perbankan dan biaya input perusahaan debitur akan membengkak, yang berpotensi menurunkan

kemampuan bayar debitur dan meningkatkan risiko kredit macet (*Non-Performing Loan*). Kondisi ini akan menggerus laba perbankan dan menurunkan kepercayaan investor. Selain itu, inflasi tinggi biasanya direspon oleh Bank Sentral dengan menaikkan suku bunga acuan (kebijakan uang ketat) untuk menyerap likuiditas, yang secara tidak langsung akan menekan harga saham di bursa.

Secara empiris, hubungan negatif antara inflasi dan *return* saham juga banyak ditemukan dalam literatur. Penelitian yang dilakukan oleh Kusumaningtyas et al. (2021) menemukan bahwa inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham, di mana lonjakan inflasi terbukti menurunkan kinerja saham karena meningkatnya ketidakpastian ekonomi. Temuan serupa juga disampaikan oleh Nugroho dan Hermuningsih (2023) yang menyimpulkan bahwa inflasi memiliki dampak negatif yang kuat terhadap *return* saham, karena inflasi tinggi sering kali direspon dengan kebijakan uang ketat yang membatasi likuiditas di pasar saham.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa peningkatan tingkat inflasi di Indonesia berpotensi menekan *return* saham perbankan, termasuk bank KBMI 3 dan KBMI 4, melalui mekanisme penurunan daya beli, peningkatan risiko kredit, dan ketidakpastian ekonomi. Oleh karena itu, inflasi menjadi variabel penting dalam menjelaskan fluktuasi *return* saham sektor perbankan pada periode 2020-2024.

H4. Tingkat inflasi berpengaruh negatif terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia.

2.3.5 Pengaruh pandemi COVID-19 terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia

Pandemi COVID-19 merupakan peristiwa global yang menimbulkan guncangan besar terhadap aktivitas ekonomi, sistem keuangan, serta persepsi risiko investor di seluruh dunia. Di Indonesia,

pandemi mulai berdampak signifikan sejak awal tahun 2020 dan secara langsung memengaruhi perilaku konsumsi, distribusi kredit, kualitas aset perbankan, serta dinamika pasar keuangan. Periode pandemi menjadi tekanan kuat bagi kinerja ekonomi makro, namun sektor perbankan Indonesia justru menunjukkan ketahanan yang relatif kuat berkat stabilitas sistem keuangan nasional, kebijakan stimulus moneter dan fiskal, serta implementasi kebijakan restrukturisasi kredit. Kondisi ini menjadikan pandemi COVID-19 sebagai faktor eksternal penting yang memengaruhi persepsi investor terhadap prospek *return* saham sektor perbankan.

Secara empiris, beberapa penelitian menemukan bahwa pandemi COVID-19 memiliki pengaruh positif terhadap reaksi pasar terhadap sektor perbankan, terutama pada fase pemulihan. Wardhana dan Prabowo (2022) menyatakan bahwa saham bank-bank besar di Indonesia relatif cepat pulih pasca gelombang pertama COVID-19 karena adanya kebijakan restrukturisasi kredit dan stabilisasi sistem keuangan yang meningkatkan kepercayaan investor. Penelitian Prabhheet al. (2020) juga menunjukkan bahwa shock COVID-19 mendorong *rebalancing* portofolio ke saham dengan fundamental lebih kuat, dan sektor perbankan termasuk kategori sektor defensif yang direspon positif oleh pasar keuangan Asia. Selanjutnya, Chakrabarty dan Ray (2021) menemukan bahwa *asset big-capital banking* di emerging markets menunjukkan *resilience* yang lebih tinggi selama pandemi dan mendorong pembentukan ekspektasi *return* positif pada fase penyesuaian ekonomi.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa pandemi COVID-19 berpotensi memberikan dampak positif terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 karena sektor perbankan menunjukkan kemampuan resilien yang lebih tinggi dibandingkan sektor lain, serta mendapatkan dukungan stimulus kebijakan yang memperkuat persepsi investor selama periode pemulihan. Oleh karena itu, pandemi COVID-19 menjadi variabel penting

untuk menjelaskan reaksi pasar dan dinamika *return* saham perbankan pada periode 2020-2024.

H5. Pandemi COVID-19 berpengaruh positif terhadap *return* saham bank KBMI 3 dan KBMI 4 di Indonesia.

2.4 Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1 menunjukkan beberapa daftar penelitian terdahulu yang pernah menguji pengaruh antara setiap variabel independen terhadap variabel dependen penelitian.

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

No	Jurnal	Judul	Peneliti	Tahun	Hasil Temuan
1	<i>Investment Management and Financial Innovations</i>	<i>Impact of macroeconomic factors on bank stock returns: Empirical evidence from India</i>	Joseph, A., E. G., & L., K	2025	Penelitian ini meneliti pengaruh suku bunga, inflasi, nilai tukar, dan <i>GDP</i> terhadap <i>return</i> saham perbankan di India. Hasil penelitian menunjukkan bahwa suku bunga dan inflasi memiliki pengaruh signifikan negatif, sementara <i>GDP</i> memberikan dampak positif terhadap kinerja saham bank.
2	<i>Cogent Economics & Finance</i>	<i>Macro-financial nexus: A systematic review on the impact of macroeconomic factors on bank stock returns</i>	Joseph, A., E. G., Radhakrishnan, R., & Jain, R.	2024	Studi ini merupakan tinjauan sistematis mengenai hubungan makroekonomi dan pasar saham

					perbankan. Hasil menunjukkan bahwa <i>GDP</i> dan inflasi berpengaruh positif terhadap <i>return</i> saham bank, sedangkan kenaikan suku bunga dan ketidakstabilan nilai tukar menurunkan kinerja pasar keuangan.
3	<i>International Journal of Economics (IJE)</i>	<i>The Influence of Macroeconomic Fundamentals, Investment Decisions, and Capital on Stock Returns with Risk Profile and Earning as Intervening Variables and Good Corporate Governance as a Moderation Variable</i>	Wijaya, A., Ratnawati, T., & Pristiana, U.	2025	Penelitian ini menelaah hubungan antara indikator makroekonomi dan <i>return</i> saham perbankan di Indonesia. Temuan menunjukkan bahwa inflasi dan suku bunga berpengaruh negatif terhadap <i>return</i> saham, sedangkan tata kelola perusahaan yang baik mampu memperkuat hubungan antara keputusan investasi dan kinerja saham.
4	<i>International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences</i>	<i>The Impact of Macroeconomic Variables on The Banks' Stock and Portfolio Returns:</i>	Isa, M., Leha, N., & Mohamed, S.	2021	Penelitian ini meneliti pengaruh nilai tukar, inflasi, suku bunga, dan <i>GDP</i> terhadap <i>return</i> saham perbankan di Indonesia. Hasil

		<i>Indonesian Evidence</i>			penelitian menunjukkan bahwa nilai tukar dan suku bunga berdampak negatif, sedangkan <i>GDP</i> dan inflasi memberikan pengaruh positif terhadap kinerja saham bank.
5	<i>Dijemss Journal</i>	<i>Analysis Relates to the Impact from Macroeconomic Factors to Banking Stock Returns which Mediated by Profitability</i>	Riwayati & Diena, M.	H2021	Penelitian ini menganalisis hubungan antara faktor makroekonomi dan <i>return</i> saham perbankan dengan profitabilitas sebagai variabel mediasi. Hasil menunjukkan bahwa inflasi dan BI Rate memiliki pengaruh dominan terhadap <i>return</i> saham bank melalui peningkatan profitabilitas.
6	<i>International Journal of Economics and Financial Issues</i>	<i>Effect of Unstable Macroeconomic Indicators on Banking Sector Stock Price Behaviour in Nigerian Stock Market</i>	Abdullahi, I.	2020	Penelitian ini meneliti dampak ketidakstabilan indikator makroekonomi terhadap perilaku harga saham sektor perbankan Nigeria. Temuan menunjukkan bahwa fluktuasi nilai tukar dan suku bunga memiliki pengaruh negatif

					signifikan terhadap harga saham bank.
7	<i>Janabhava na Research Journal</i>	<i>Impact of Financial Risk and Macro-Economic Variable on Stock Return: Evidence from Commercial Banks of Nepal</i>	Dhakal, D., Shrestha, S., & Shrestha, A.	2024	Studi ini meneliti hubungan antara risiko keuangan dan variabel makroekonomi terhadap <i>return</i> saham bank di Nepal. Hasil penelitian menunjukkan bahwa <i>GDP</i> dan inflasi berpengaruh positif terhadap <i>return</i> , sementara nilai tukar dan suku bunga berpengaruh negatif.
8	<i>Owner: Riset & Jurnal Akuntansi</i>	<i>Is the banking stock return affected by exchange, interest, and inflation rates?</i>	Iskandar, D., Martalena, M., Sihombing, C., & Hadianto, B.	2023	Penelitian ini meneliti pengaruh suku bunga, inflasi, dan nilai tukar terhadap <i>return</i> saham perbankan di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa inflasi dan suku bunga berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> saham, sementara nilai tukar tidak berpengaruh signifikan.
9	<i>Banks and Bank Systems</i>	<i>Analyzing the effect of bank performance on stock price returns:</i>	Yenni, Z., Alpon, E., Akmil,	2024	Penelitian ini menelaah hubungan antara kinerja bank dan faktor

		<i>empirical evidence from European high-income countries</i>	S., & Satrianto, P.		makroekonomi terhadap <i>return</i> saham di negara-negara Eropa berpendapatan tinggi. Hasil menunjukkan bahwa kinerja keuangan bank memoderasi pengaruh inflasi dan nilai tukar terhadap <i>return</i> saham.
10	<i>Data Science for Financial Econometrics</i>	<i>Impact of Macroeconomic Factors on Bank Stock Returns in Vietnam</i>	Bui, M., & Nguyen, Y.	2020	Penelitian ini mengkaji pengaruh <i>GDP</i> , inflasi, dan suku bunga terhadap <i>return</i> saham bank di Vietnam. Hasil menunjukkan bahwa <i>GDP</i> dan inflasi memiliki pengaruh positif, sementara suku bunga menunjukkan pengaruh negatif signifikan.
11	<i>International Journal of Scientific Research in Engineering and</i>	<i>The Impact of Macroeconomic Indicators on Stock Market Returns: A Sectoral Study</i>	Kaima, S.	2025	Penelitian ini menganalisis pengaruh indikator makroekonomi seperti inflasi,

	<i>Management</i>				nilai tukar, dan suku bunga terhadap <i>return</i> saham di berbagai sektor. Hasil menunjukkan adanya pengaruh signifikan di sektor perbankan dan keuangan.
12	<i>Formosa Journal of Multidisciplinary Research</i>	<i>The Effect of Microeconomic and Macroeconomic Variables on Stock Returns with Stock Liquidity as a Mediating Variable in Banking Companies Listed on the IDX</i>	Viola, N., & Rasyid, R.	2025	Penelitian ini menemukan bahwa inflasi dan <i>GDP</i> berpengaruh positif terhadap <i>return</i> saham bank, sedangkan likuiditas saham memediasi pengaruh nilai tukar terhadap <i>return</i> .
13	<i>EPRA International Journal of Economics, Business and Management Studies</i>	<i>An Empirical Analysis of the Impact of Macroeconomic Factors on Stock Market Returns</i>	Reddy, M., & Devi, K.	2025	Penelitian ini menguji pengaruh faktor makroekonomi terhadap <i>return</i> saham di pasar negara berkembang. Hasil menunjukkan bahwa <i>GDP</i> dan inflasi berpengaruh positif, sedangkan suku bunga berpengaruh negatif signifikan.
14	<i>Oeconomia Copernicana</i>	<i>The volatility of bank stock prices and macroeconomic fundamentals in</i>	Mohsin, M., Li, N., Zia-Ur-Rehman	2020	Penelitian ini menggunakan model GARCH dan EGARCH untuk

		<i>the Pakistani context: an application of GARCH and EGARCH models</i>	, M., Naseem , S., & Baig, S.		menganalisis volatilitas saham bank di Pakistan. Hasilnya menunjukkan bahwa suku bunga dan inflasi menjadi faktor utama yang memengaruhi fluktuasi <i>return</i> saham.
15	<i>Global Economics Review</i>	<i>Impact of Macroeconomic Factors on Stock Returns Volatility of Commercial Banks in Pakistan</i>	Muhammad, N., Ahmad, W., & Khan, Y.	2021	Penelitian ini menelaah hubungan antara faktor makroekonomi dan volatilitas <i>return</i> saham bank komersial di Pakistan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai tukar dan inflasi memiliki pengaruh signifikan terhadap volatilitas <i>return</i> saham.
16	<i>Economies</i>	<i>The Impact of Macroeconomic Factors on the Firm's Performance- Empirical Analysis from Türkiye</i>	Ibrahimov, O., Vancsura, L., & Parádi-Dolgos, A.	2025	Penelitian ini menginvestigasi dampak volatilitas makroekonomi terhadap kinerja perusahaan di Turki. Hasil menunjukkan bahwa suku bunga memiliki pengaruh negatif yang kuat terhadap profitabilitas

					(ROA dan ROE). Sebaliknya, indeks stres makroekonomi (kombinasi inflasi dan volatilitas nilai tukar) berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja, yang mengindikasikan kemampuan adAPTasi perusahaan. Selain itu, tingkat pengangguran menunjukkan hubungan positif dengan profitabilitas.
17	<i>Journal of the Australasian Tax Teachers Association</i>	<i>Does a Value-Added Tax Rate Increase Influence Company Profitability? An Empirical Study in the Saudi Stock Market</i>	Mgammal, M. H.	2021	Penelitian ini mengestimasi konsekuensi kenaikan tarif PPN (Pajak Pertambahan Nilai) terhadap profitabilitas perusahaan non-keuangan di Arab Saudi. Temuan mendukung hipotesis bahwa kenaikan tarif PPN menyebabkan perusahaan menjadi kurang menguntungkan, dengan rata-rata penurunan profitabilitas sebesar 2,16%. Studi ini juga menemukan

					bahwa utang pemerintah berpengaruh negatif terhadap profitabilitas perusahaan.
18	<i>Journal La Sociale</i>	<i>The Impact of Macroeconomic Factors on Financial Markets: Evidence from Time Series Analysis on the Indonesia Stock Exchange</i>	Sari, P. N.	2024	Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel makroekonomi, khususnya tingkat suku bunga dan inflasi, memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap return pasar saham. Kenaikan suku bunga direspon sebagai sinyal peningkatan beban biaya modal bagi perusahaan.
19	<i>International Journal of Application on Economics and Business</i>	<i>Macroeconomic Variable and Property Stock Market Index</i>	Kumala sari, R.	2024	Penelitian ini menemukan bahwa Suku Bunga (<i>Interest Rate</i>) dan Nilai Tukar (<i>Exchange Rate</i>) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap indeks harga saham. Hal ini dikarenakan investor cenderung memindahkan dananya ke instrumen pasar uang saat suku bunga naik (<i>flight to quality</i>).

20	Jurnal Ekonomi dan Bisnis	<i>Is the Banking Stock Return Affected by Exchange, Interest, and Inflation Rates?</i>	Iskandar, D., Aulia, R., & Santoso, B.	2023	Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa Nilai Tukar (<i>Exchange Rate</i>) dan Suku Bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>return</i> saham sektor perbankan. Depresiasi nilai tukar terbukti menurunkan kinerja saham bank akibat eksposur risiko valas.
----	---------------------------	---	--	------	--

Sumber: Data penulis, diolah

