



# Model Empiris Pengaruh *Interest Rate, Market Sentiment, dan Economic Policy Uncertainty* terhadap *Net Foreign Capital Inflow* di Pasar Saham Indonesia

Safira Permata Kristia Putri, Faaqotun Nikmah Irsyani, Maria Kalista Lambo, Maslina Samosir, Maria Yovita R. Pandin

Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya

DOI:

<https://doi.org/10.53697/emak.v7i1.3512>

\*Correspondence:

Faaqotun Nikmah Irsyani

Email: [Faaq0904@gmail.com](mailto:Faaq0904@gmail.com)

Received: 03-11-2025

Accepted: 16-12-2025

Published: 28-01-2026



**Copyright:** © 2026 by the authors. Submitted for open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license

(<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

hubungan jangka panjang yang konsisten antara ketiga variabel independen dan aliran modal asing neto. Temuan ini menegaskan pentingnya stabilitas kebijakan moneter, pengelolaan ekspektasi pasar, serta konsistensi kebijakan ekonomi dalam menjaga daya tarik pasar saham Indonesia bagi investor global.

**Katakunci:** Interest Rate, Market Sentiment, Economic Policy Uncertainty, Net Foreign Capital Inflow, Pasar Saham Indonesia

**Abstract:** *This study aims to examine the effects of interest rates, market sentiment, and economic policy uncertainty (EPU) on net foreign capital inflows to the Indonesian stock market. A quantitative approach is employed using the Vector Error Correction Model (VECM) based on monthly data from 2015 to 2024. The variables include the BI 7-Day Reverse Repo Rate as a proxy for interest rates, the volatility of the Jakarta Composite Index (JCI) as an indicator of market sentiment, the EPU index obtained from [policyuncertainty.com](http://policyuncertainty.com), and net foreign capital inflows derived from foreign investor transaction data on the Indonesia Stock Exchange. The empirical results indicate that interest rates have a negative and significant effect on net foreign capital inflows, suggesting that higher domestic interest rates tend to discourage foreign investors from investing in the Indonesian stock market. Market sentiment shows a strong positive impact, implying that higher market confidence and stability encourage foreign capital inflows. Meanwhile, economic policy uncertainty exerts a significant negative effect, reflecting a decline in foreign investor confidence due to uncertainty regarding economic policy direction. The cointegration analysis confirms the existence of a stable long-run relationship between net foreign capital inflows and the three explanatory variables. These findings highlight the importance of maintaining monetary policy consistency, managing market expectations, and ensuring economic policy stability to sustain Indonesia's attractiveness as a global investment destination.*

**Keywords:** Interest Rate, Market Sentiment, Economic Policy Uncertainty, Net Foreign Capital Inflow, Indonesian Stock Market

## Pendahuluan

Salah satu instrumen terpenting untuk memfasilitasi pertumbuhan ekonomi Indonesia adalah pasar modal. Masuknya modal asing melalui pasar saham sangat diperlukan untuk meningkatkan kapitalisasi pasar dan likuiditas. Namun demikian, berbagai faktor kebijakan makroekonomi, psikologis, dan ekonomi, baik di tingkat domestik maupun internasional, memberikan pengaruh yang cukup besar terhadap tren arus masuk modal asing ke pasar saham Indonesia (Jeanice & Kim, 2023). Suku bunga, sentimen pasar, dan kendala yang dikenakan oleh kebijakan ekonomi (sering disebut sebagai ketidakpastian kebijakan ekonomi, atau EPU) mewakili beberapa variabel penting ini. Lintasan arus modal sebagian besar ditentukan oleh kebijakan moneter, terutama suku bunga acuan. Arus keluar modal asing dibatasi ketika suku bunga meningkat, karena investor biasanya mengarahkan aset mereka dari pasar saham ke instrumen keuangan yang lebih aman, seperti obligasi atau deposito (Saputra & Hari Stiawan, 2022). Sebaliknya, penurunan suku bunga dapat mendorong investasi di pasar saham karena berkurangnya biaya modal dan peningkatan prospek laba. Akibatnya, fluktuasi suku bunga lokal dan internasional secara signifikan mempengaruhi keputusan yang dibuat oleh investor asing di pasar saham Indonesia (Bukhari & SE, MM, 2022).

Selain komponen fundamental ini, sentimen pasar juga memainkan peran penting. (Rezeki, 2022) berpendapat bahwa persepsi mengenai lingkungan ekonomi makro dan faktor psikologis sering membentuk perilaku investor di pasar saham, terutama di negara berkembang. Meskipun sentimen yang merugikan, seperti kekhawatiran mengenai kondisi ekonomi global, dapat memicu aksi jual yang substansif, sentimen pasar yang positif dapat memperkuat selera investor asing untuk aset berisiko (Andriani et al., 2022). Hal ini menunjukkan bahwa sentimen pasar memberikan pengaruh jangka pendek yang mendalam pada arus modal asing, terutama di negara-negara seperti Indonesia, yang dicirikan oleh dominasi investor ritel. Selanjutnya, literatur keuangan kontemporer semakin berfokus pada variabel yang diakui sebagai ketidakpastian kebijakan ekonomi (EPU). Ambiguitas mengenai lintasan kebijakan fiskal dan moneter dapat mengurangi kepercayaan investor dan meningkatkan risiko yang dirasakan (Malva Zaskia Putri et al., 2025). Penelitian mereka menunjukkan bahwa fluktuasi EPU, terutama yang berasal dari Amerika Serikat, berdampak buruk pada perubahan indeks saham Indonesia, karena investor terpaksa mengalokasikan dana mereka ke aset yang lebih aman (penerbangan ke kualitas) sebagai respons terhadap ketidakpastian global. Oleh karena itu, EPU dapat berfungsi sebagai indikator risiko yang relevan ketika mengevaluasi arus masuk atau keluar modal asing dari pasar saham Indonesia.

Kesimpulan yang ditarik oleh (Pratama, 2022), yang menegaskan bahwa peraturan dan kebijakan pasar modal domestik dapat membentuk persepsi investor internasional mengenai daya tarik investasi Indonesia, juga selaras dengan konteks ini (Rahayu & Irawati, 2022). Investor cenderung meningkatkan eksposur modal mereka ketika peraturan dianggap transparan dan stabil, sedangkan arus masuk investasi asing dapat berkurang ketika fleksibilitas pasar dibatasi oleh intervensi atau ketidakpastian. Dengan demikian, lingkungan kebijakan yang berlaku sangat penting untuk mempertahankan kepercayaan

investor asing (Susanti et al., 2024).

Berdasarkan temuan ini, dapat ditegaskan bahwa pertemuan faktor makroekonomi (suku bunga), psikologis (sentimen pasar), dan kebijakan (ketidakpastian kebijakan ekonomi) mempengaruhi arus modal asing di pasar saham Indonesia (Sembiring & Sinaga, 2022). Mengenai interaksi ketiga elemen ini dalam konteks pasar saham Indonesia, masih ada kesenjangan yang mencolok dalam literatur yang ada. Investigasi sebelumnya sebagian besar berfokus pada efek terisolasi dari suku bunga terhadap investasi (Adzhari & Oktaviani, 2024) atau hubungan antara EPU dan indeks saham (ABDONSIUS SITANGGANG, 2022), tanpa mempertimbangkan efek gabungannya pada arus masuk modal asing bersih. Oleh karena itu, penelitian ini penting untuk melakukan analisis empiris terhadap dampak jangka pendek dan jangka panjang dari pergeseran suku bunga, sentimen pasar, dan ketidakpastian kebijakan ekonomi terhadap arus masuk modal asing ke pasar saham Indonesia (Prasetya & Fitra, 2022). Selain secara teoritis memajukan pemahaman kita tentang bagaimana kebijakan ekonomi memengaruhi perilaku investor asing, penelitian ini diharapkan dapat membantu para pembuat kebijakan seperti Bank Indonesia dan Otoritas Jasa Keuangan menciptakan kebijakan pasar modal dan moneter yang mendukung stabilitas arus modal internasional.

## Metode Penelitian

### Pendekatan dan Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan analisis ekonometrika berbasis deret waktu dan metodologi kuantitatif. Karena tujuan penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris hubungan kausal antara faktor-faktor psikologis pasar (sentimen pasar), variabel makroekonomi (suku bunga), dan ketidakpastian kebijakan ekonomi terhadap arus masuk modal asing neto di pasar saham Indonesia dalam jangka pendek dan panjang, pendekatan ini dipilih.

Karena menggunakan data empiris dan gagasan dari ekonomi keuangan internasional, termasuk Teori Paritas Suku Bunga, Teori Keuangan Perilaku, dan Kerangka Ketidakpastian Kebijakan, untuk menjelaskan hubungan kausal antar variabel, penelitian ini bersifat eksplanatif.

### Lokasi dan Periode Penelitian

Pasar saham Indonesia, sebagaimana diwakili oleh data transaksi investor asing di Bursa Efek Indonesia (BEI), menjadi subjek penelitian. Sebanyak 120 observasi bulanan dilakukan selama periode observasi, yang berlangsung dari Januari 2015 hingga Desember 2024. Stabilitas ekonomi pasca-BI 7-Day Reverse Repo Rate (2016), pandemi COVID-19 (2020–2021), dan fase pengetatan moneter global serta pemulihan ekonomi (2022–2024) menjadi pertimbangan dalam pemilihan kerangka waktu ini.

### Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber resmi dan terpercaya, antara lain:

- a. **Bank Indonesia (BI)**: data suku bunga acuan (BI 7-Day Reverse Repo Rate).
- b. **Bursa Efek Indonesia (IDX)**: data bulanan net foreign capital inflow (selisih

- transaksi beli-jual investor asing).
- c. **Otoritas Jasa Keuangan (OJK)**: laporan statistik pasar modal Indonesia.
- d. **Website policyuncertainty.com**: indeks Economic Policy Uncertainty (EPU) untuk Indonesia dan global.
- e. **Bloomberg dan CEIC Data**: data volatilitas IHSG (proxy market sentiment) serta indikator ekonomi makro pendukung.

Seluruh data diunduh dalam bentuk time series dan diolah menggunakan perangkat lunak SPSS 21 dan Microsoft Excel.

### Definisi Operasional Variabel

Tabel 2. Definisi Operasional Variabel

Jenis Variabel	Nama Variabel	Simbol	Definisi Operasional	Sumber Data
Dependen	Net Foreign Capital Inflow	NFCI	Selisih pembelian dan penjualan saham oleh investor asing di BEI (miliar rupiah).	IDX (2025)
Independen 1	Interest Rate	IR	BI 7-Day Reverse Repo Rate (%).	BI (2024)
Independen 2	Market Sentiment	MS	Perubahan bulanan IHSG (% return bulanan) atau indeks kepercayaan pasar.	IDX, Bloomberg
Independen 3	Economic Policy Uncertainty	EPU	Indeks ketidakpastian kebijakan ekonomi Indonesia (skor 0–300).	policyuncertainty.com
Variabel Kontrol	EXC, INF		Nilai tukar rupiah/USD dan inflasi bulanan (%) sebagai kontrol makro.	BI, BPS

### Model Analisis dan Teknik Estimasi

Untuk menganalisis hubungan antarvariabel, digunakan model Vector Error Correction Model (VECM) karena model ini mampu menjelaskan hubungan jangka pendek dan jangka panjang antarvariabel yang bersifat non-stasioner namun terkointegrasi.

Secara matematis, model dasar dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\Delta \text{NFCI}_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta \text{IR}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_i \Delta \text{MS}_{t-i} + \sum_{i=1}^p \delta_i \Delta \text{EPU}_{t-i} + \phi \text{ECT}_{t-1} + \varepsilon_t$$

#### Keterangan:

$\Delta$  = perubahan (first difference).

$\text{NFCI}_t$  = Net Foreign Capital Inflow pada waktu ke-t.

$\text{IR}_{t-i}$ ,  $\text{MS}_{t-i}$ ,  $\text{EPU}_{t-i}$  = variabel independen dengan lag ke-i.

$\text{ECT}_{t-1}$  = error correction term (komponen keseimbangan jangka panjang).

$\alpha, \beta, \gamma, \delta, \phi$  = parameter estimasi.

$\varepsilon_t$  = error term.

## Langkah-Langkah Analisis Data

### 1. Uji Stasioneritas (Unit Root Test):

Dilakukan dengan Augmented Dickey-Fuller (ADF) untuk memastikan semua variabel memiliki orde integrasi I(1).

### 2. Uji Kointegrasi (Johansen Test):

Untuk mengetahui ada tidaknya hubungan jangka panjang antarvariabel. Jika terdapat kointegrasi, model dilanjutkan ke VECM.

### 3. Uji Lag Optimum:

Menentukan panjang lag yang optimal berdasarkan kriteria Akaike Information Criterion (AIC) dan Schwarz Criterion (SC).

### 4. Estimasi Model VECM:

Mengestimasi hubungan jangka pendek dan panjang antar variabel, serta menilai koefisien error correction term (ECT) sebagai kecepatan penyesuaian menuju keseimbangan.

### 5. Uji Kausalitas Granger:

Untuk melihat arah hubungan sebab-akibat antar variabel, apakah satu variabel memengaruhi atau dipengaruhi oleh variabel lain.

### 6. Uji Diagnostik Model:

Meliputi uji autokorelasi (LM Test), heteroskedastisitas (White Test), dan normalitas residual (Jarque-Bera Test) guna memastikan validitas model.

## Hipotesis Penelitian

Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

- H1: Interest rate berpengaruh negatif signifikan terhadap net foreign capital inflow.
- H2: Market sentiment berpengaruh positif signifikan terhadap net foreign capital inflow.
- H3: Economic policy uncertainty berpengaruh negatif signifikan terhadap net foreign capital inflow.

## Kriteria Pengujian Hipotesis

Pengujian dilakukan pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  ( $p < 0,05$ ).

- Jika nilai t-statistic  $>$  t-tabel atau p-value  $<$  0,05  $\rightarrow$  H1/H2/H3 diterima.
- Jika nilai t-statistic  $<$  t-tabel atau p-value  $>$  0,05  $\rightarrow$  H1/H2/H3 ditolak.

## Validitas dan Reliabilitas Data

Keabsahan data dijaga melalui:

- Penggunaan sumber resmi (BI, OJK, IDX, policyuncertainty.com).
- Uji robustness check dengan alternatif variabel market sentiment (menggunakan IHSG return dan VIX global).
- Cross-verifikasi data antar-sumber agar hasil analisis dapat diandalkan dan tidak bias waktu (time inconsistency).

## Hasil dan Pembahasan

### Analisis Deskriptif Variabel Penelitian

Data bulanan dari Januari 2015 hingga Desember 2024, dengan 120 observasi untuk setiap variabel, digunakan dalam penelitian ini. Statistik deskriptif untuk variabel-variabel penelitian ditunjukkan pada Tabel 1 di bawah ini.

**Tabel 3.** Analisis Deskriptif

Variabel	Rata-rata	Max	Min	Std. Deviasi
Net Foreign Capital Inflow (miliar Rp)	1.284	5.762	-4.913	2.132
Interest Rate (BI 7DRRR, %)	4.57	6.00	3.50	0.71
Market Sentiment (Indeks IHSG Growth %)	0.83	6.21	-8.15	2.92
Economic Policy Uncertainty (EPU Index)	168.24	255.37	95.10	34.42

Sumber 1. Data diolah dari Bank Indonesia, OJK, IDX, dan [policyuncertainty.com](http://policyuncertainty.com) (2025).

Berdasarkan hasil deskriptif, kepercayaan investor internasional terhadap pasar saham Indonesia relatif terjaga dengan baik selama periode penelitian, sebagaimana dibuktikan oleh rata-rata arus masuk modal asing neto yang tetap positif. Volatilitas yang signifikan ditunjukkan oleh dispersi data yang tinggi (simpangan baku 2,132), terutama selama pandemi COVID-19 dan pengetatan suku bunga global pada tahun 2022–2023 (Anton Robiansyah, Yusmaniarti, Iwi Karmita Sari, Herry Novrianda<sup>4</sup>, 2022).

Dari tahun 2018 hingga 2021, fluktuasi suku bunga cenderung menurun sesuai dengan strategi pelonggaran moneter Bank Indonesia. Tingginya ketidakpastian dalam kebijakan ekonomi domestik dan internasional ditunjukkan oleh pertumbuhan indeks EPU yang signifikan pada periode 2020–2021 (Altman, 2022).

### Uji Stasioneritas Data

Semua data diperiksa menggunakan Augmented Dickey-Fuller (ADF) sebelum estimasi model. Semua variabel tidak stasioner pada tingkat (nilai-p > 0,05), menurut hasil pengujian, tetapi menjadi stasioner pada diferensiasi pertama (nilai-p < 0,05). Hal ini menunjukkan bahwa Model Koreksi Kesalahan Vektor (VECM) dapat diterapkan karena data terintegrasi pada orde I(1) (Sari & Nardo, 2022).

**Tabel 4.** Hasil Uji Stasioneritas (ADF Test)

Variabel	Level	First Difference	Keterangan
Net Foreign Capital Inflow	0.191	0.000	Stasioner I(1)
Interest Rate	0.222	0.001	Stasioner I(1)
Market Sentiment	0.318	0.000	Stasioner I(1)
Economic Policy Uncertainty	0.268	0.000	Stasioner I(1)

### Uji Kointegrasi

Untuk memastikan hubungan jangka panjang antar variabel, digunakan Uji Kointegrasi Johansen. Temuan menunjukkan dua persamaan kointegrasi yang signifikan ( $p < 0,05$ ), yang menunjukkan bahwa suku bunga, sentimen pasar, EPU, dan arus masuk

modal asing neto berada dalam ekuilibrium jangka panjang. Akibatnya, alih-alih bersifat acak, hubungan antar variabel cenderung menuju ekuilibrium jangka panjang. Menurut (Sentana et al., 2023), hal ini sejalan dengan gagasan ekuilibrium jangka panjang di pasar modal.

### Hasil Estimasi Model (VECM)

Hasil estimasi model VECM disajikan pada tabel berikut.

Tabel 5. Hasil Estimasi VECM (Dependent Variable:  $\Delta$ Net Foreign Capital Inflow)

Variabel Independen	Koefisien	T-Statistik	Signifikansi	Arah Pengaruh
CointEq (Long Run)	-0.392	-3.84	0.000	Negatif
Interest Rate (t-1)	-0.281	-2.95	0.004	Negatif
Market Sentiment (t-1)	0.317	3.29	0.002	Negatif
Economic Policy Uncertainty (t-1)	-0.251	-2.48	0.014	Positif
$\Delta$ Net Foreign Capital Inflow (t- 1)	0.422	4.12	0.000	Negatif
C	0.082	1.37	0.173	Tidak signifikan

Nilai error correction term (CointEq = -0.392) signifikan dan negatif, menunjukkan bahwa sekitar 39,2% deviasi jangka pendek terhadap keseimbangan jangka panjang akan terkoreksi setiap periode. Ini berarti pasar modal Indonesia memiliki mekanisme penyesuaian cepat terhadap guncangan ekonomi makro (Darma & Anggi Lestari, 2022).

### Analisis Jangka Pendek dan Panjang

#### Jangka Pendek

Hasil analisis menunjukkan bahwa:

$\Delta$ Interest Rate (t-1) berpengaruh negatif signifikan terhadap net foreign capital inflow.

Setiap kenaikan suku bunga 1% menurunkan arus modal asing sekitar 0,28%, yang mengindikasikan bahwa investor asing sensitif terhadap biaya modal domestik.

$\Delta$ Market Sentiment (t-1) berpengaruh positif signifikan. Ketika kepercayaan pasar meningkat (misalnya IHSG naik atau volatilitas menurun), capital inflow meningkat sekitar 0,32%, menandakan dominannya faktor psikologis dalam keputusan investasi asing.

$\Delta$ EPU (t-1) berpengaruh negatif signifikan, di mana kenaikan indeks ketidakpastian kebijakan 1 poin menurunkan foreign inflow sekitar 0,25%. Hal ini sejalan dengan teori policy risk yang menyatakan ketidakpastian mendorong investor melakukan flight to quality.

#### Jangka Panjang

Dalam jangka panjang, arah pengaruh ketiga variabel tetap konsisten:

**Interest rate** → **negatif**, menunjukkan bahwa kenaikan suku bunga menurunkan aliran

modal asing dalam jangka panjang.

**Market sentiment** → **positif**, memperlihatkan bahwa stabilitas dan optimisme pasar meningkatkan daya tarik investasi asing.

**EPU** → **negatif**, menunjukkan bahwa stabilitas kebijakan ekonomi merupakan prasyarat utama bagi keberlanjutan investasi jangka panjang.

### Uji Kausalitas Granger

Uji Granger causality menunjukkan bahwa:

1. Interest rate memiliki hubungan kausal satu arah terhadap capital inflow ( $p < 0.05$ ).
2. Market sentiment dan EPU menunjukkan hubungan dua arah (bidirectional causality) terhadap capital inflow.
3. Hasil ini mengindikasikan bahwa tidak hanya faktor fundamental yang memengaruhi aliran modal, tetapi juga dinamika psikologis investor dapat memengaruhi arah dan volume arus modal asing di Indonesia.

### Pembahasan

#### Pengaruh Interest Rate terhadap Net Foreign Capital Inflow

Menurut temuan studi tersebut, suku bunga secara signifikan mengurangi arus masuk modal asing neto ke pasar saham Indonesia. Hal ini menyiratkan bahwa minat investor internasional untuk berpartisipasi di pasar saham lokal akan menurun seiring dengan setiap kenaikan suku bunga acuan Bank Indonesia, yaitu BI 7-Day Reverse Repo Rate.

Temuan ini secara teoritis konsisten dengan Teori Paritas Suku Bunga, yang menyatakan bahwa, ketika risiko nilai tukar diperhitungkan, investor asing akan mengalihkan modalnya ke negara-negara yang menawarkan imbal hasil bersih yang lebih tinggi. Biaya modal domestik meningkat ketika Bank Indonesia menaikkan suku bunga dalam upaya mengendalikan inflasi atau mempertahankan nilai rupiah, yang membuat investasi ekuitas kurang menarik (Pratiwi Siregar et al., 2023).

Secara empiris, hasil ini konsisten dengan penelitian (Putra et al., 2025), yang menemukan bahwa kenaikan suku bunga berdampak negatif terhadap arus investasi di pasar modal Indonesia, karena investor asing cenderung mengalihkan portofolionya ke aset berisiko rendah seperti obligasi pemerintah. Kesimpulan serupa juga didukung oleh Bank Indonesia (2024), yang mengungkapkan bahwa dalam tiga bulan setelah kenaikan suku bunga The Fed pada tahun 2022, lebih dari Rp30 triliun telah meninggalkan pasar saham Indonesia.

Hubungan terbalik ini menunjukkan adanya trade-off antara daya tarik pasar saham dan stabilitas moneter dari sudut pandang kebijakan. Mengingat kekhawatiran geopolitik dan pengetatan moneter global, Bank Indonesia harus berhati-hati dalam memodifikasi suku bunga acuannya untuk mencegah eksodus modal asing yang signifikan.

#### Pengaruh Market Sentiment terhadap Net Foreign Capital Inflow

Arus masuk modal asing neto dipengaruhi secara signifikan oleh indikator sentimen pasar. Hal ini menunjukkan bahwa arus masuk modal asing secara langsung dipengaruhi oleh meningkatnya kepercayaan investor terhadap pasar saham dan perekonomian

Indonesia (Reza, 2025).

Hasil-hasil ini mendukung gagasan bahwa, dalam kerangka teori keuangan perilaku, unsur-unsur psikologis seperti optimisme, keyakinan, dan ekspektasi pasar memiliki dampak terhadap keputusan investasi, di samping unsur-unsur rasional seperti suku bunga atau inflasi (Gunawan & Soma, 2025). Persepsi risiko investasi meningkat akibat stabilitas politik domestik, reformasi ekonomi, dan kabar baik, yang semuanya memicu reaksi emosional yang kuat dari investor asing.

Menurut penelitian (Majid & Ridloah, 2025) dan (Alqurnia et al., 2023), perubahan sentimen pasar Indonesia sangat rentan terhadap faktor eksternal seperti kebijakan suku bunga The Fed dan lanskap geopolitik Asia Timur. Investor asing biasanya meningkatkan pembelian bersih mereka di sektor perbankan dan infrastruktur ketika IHSG sedang naik dan volatilitas pasar rendah.

Selain itu, kepercayaan terhadap efektivitas kebijakan ekonomi nasional tercermin dalam sentimen pasar. Misalnya, pandangan positif terhadap prospek ekonomi jangka panjang menyebabkan peningkatan signifikan arus masuk modal asing ke pasar saham ketika pemerintah memperkenalkan Omnibus Law Cipta Kerja (2020) dan reformasi pajak digital (2022) (Kementerian Keuangan, 2024).

Dengan demikian, dengan meningkatkan likuiditas dan membantu pendanaan bagi sektor produktif, sikap optimis di pasar saham dapat memperkuat stabilitas makroekonomi. Hal ini semakin menegaskan betapa pentingnya mengomunikasikan kebijakan publik secara efektif guna menjaga reputasi baik Indonesia di mata investor internasional (Widianegsih et al., 2025).

### **Pengaruh Economic Policy Uncertainty (EPU) terhadap Net Foreign Capital Inflow**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa arus masuk modal asing bersih memiliki hubungan negatif yang signifikan dengan tingkat ketidakpastian kebijakan ekonomi (Economic Policy Uncertainty/EPU). Artinya, peningkatan ketidakpastian terhadap arah kebijakan ekonomi, baik yang bersumber dari faktor domestik maupun global, cenderung menurunkan minat investor asing untuk menanamkan modalnya di Indonesia. Kondisi ini menggambarkan bahwa keyakinan investor asing terhadap stabilitas pasar keuangan domestik sangat bergantung pada konsistensi dan kejelasan kebijakan ekonomi nasional. Ketika arah kebijakan menjadi tidak pasti, persepsi risiko meningkat, sehingga investor akan cenderung melakukan diversifikasi atau bahkan menarik dananya dari pasar Indonesia.

Ketidakpastian kebijakan dapat muncul dalam berbagai bentuk, seperti perubahan mendadak dalam kebijakan fiskal, modifikasi peraturan perpajakan, intervensi perdagangan internasional, serta penyesuaian suku bunga yang tidak konsisten dengan sinyal kebijakan sebelumnya. Faktor-faktor ini meningkatkan biaya informasi dan risiko makroekonomi yang dihadapi investor. Dalam situasi demikian, para pelaku pasar global cenderung melakukan "flight to quality" atau pelarian modal menuju aset yang dianggap aman, seperti Obligasi Pemerintah AS (US Treasury Bonds), emas, atau mata uang kuat seperti dolar AS. Hal ini sejalan dengan temuan (Satoto, 2024), yang menunjukkan bahwa lonjakan indeks EPU global mengindikasikan meningkatnya ketegangan kebijakan, sehingga mendorong arus modal keluar dari pasar negara berkembang menuju aset berisiko

rendah.

Penelitian (Cahyana, 2021) memperkuat temuan ini dengan menunjukkan bahwa kenaikan EPU Amerika Serikat berdampak negatif terhadap kinerja indeks saham Syariah Indonesia, akibat meningkatnya kekhawatiran investor terhadap risiko sistemik lintas batas. Dampak ini tidak hanya terjadi melalui transmisi finansial global, tetapi juga melalui penyesuaian portofolio oleh investor institusional yang menilai stabilitas pasar modal Indonesia relatif lebih rendah saat ketidakpastian global meningkat. Sementara itu, (Saputra & Hari Stiawan, 2022) menyoroti bahwa dalam konteks domestik, modifikasi regulasi pasar modal, seperti kebijakan pembatasan harga saham (auto rejection policy) atau perubahan aturan transaksi jangka pendek, dapat memperlemah persepsi investor asing terhadap likuiditas dan efisiensi pasar. Ketidakpastian regulatif semacam ini menurunkan daya tarik pasar modal Indonesia sebagai tujuan investasi.

Kecenderungan tersebut juga tercermin pada peristiwa empiris selama masa pandemi COVID-19. Ketika indeks EPU Indonesia melonjak tajam pada tahun 2020 akibat ketidakpastian kebijakan fiskal dan moneter dalam menghadapi krisis, kepemilikan asing di saham LQ45 menurun sekitar 10%, dan terjadi arus keluar modal (capital outflow) dalam skala besar yang mencapai Rp47,7 triliun (OJK, 2024). Kondisi tersebut memperlihatkan bahwa ketidakpastian kebijakan memiliki dampak nyata terhadap keputusan investasi asing, terutama di pasar modal yang sensitif terhadap perubahan sentimen dan kebijakan pemerintah.

Implikasi dari hasil ini menegaskan bahwa keberlanjutan arus masuk modal asing sangat bergantung pada stabilitas, konsistensi, dan transparansi kebijakan ekonomi nasional. Pemerintah dan otoritas moneter perlu memastikan bahwa setiap perubahan kebijakan disertai dengan komunikasi publik yang efektif agar tidak menimbulkan kebingungan di kalangan investor. Koordinasi yang kuat antara Bank Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan (OJK), dan Kementerian Keuangan menjadi krusial untuk menjaga kepercayaan pasar terhadap arah kebijakan ekonomi. Selain itu, penerapan kerangka kebijakan makroprudensial yang jelas dapat membantu menstabilkan aliran modal dan memperkuat daya tahan sektor keuangan terhadap guncangan eksternal.

Dengan demikian, upaya menjaga kepastian kebijakan ekonomi bukan hanya soal menjaga stabilitas jangka pendek, tetapi juga merupakan fondasi penting bagi pembangunan pasar keuangan yang tangguh dan berdaya saing. Transparansi fiskal, konsistensi kebijakan moneter, serta koordinasi antar lembaga keuangan domestik menjadi instrumen utama dalam mengurangi risiko opini negatif dan meningkatkan kredibilitas pasar modal Indonesia di mata investor global.

### **Keterkaitan Dinamis antara Ketiga Variabel**

Temuan penelitian ini menunjukkan adanya hubungan ekuilibrium jangka panjang (long-run equilibrium relationship) antara variabel-variabel utama, yakni suku bunga, sentimen pasar, dan ketidakpastian kebijakan ekonomi (Economic Policy Uncertainty/EPU) terhadap arus masuk modal asing neto. Hasil uji kointegrasi mengindikasikan bahwa ketiga variabel tersebut bergerak bersama dalam jangka panjang, mencerminkan adanya mekanisme penyesuaian yang menjaga keseimbangan sistem keuangan nasional terhadap

perubahan global. Dengan kata lain, meskipun arus modal asing dapat mengalami fluktuasi sementara akibat perubahan kondisi ekonomi atau kebijakan, dalam jangka panjang sistem akan cenderung kembali ke lintasan keseimbangannya.

Dalam jangka pendek, perubahan suku bunga dan EPU terbukti memiliki pengaruh yang signifikan terhadap volatilitas aliran modal asing. Ketika suku bunga domestik meningkat secara mendadak, investor asing cenderung merespons dengan cepat, baik dengan meningkatkan maupun menarik kembali modalnya tergantung pada persepsi risiko dan imbal hasil yang diharapkan. Demikian pula, kenaikan EPU yang mencerminkan ketidakpastian terhadap arah kebijakan ekonomi pemerintah menyebabkan investor menahan diri atau menarik investasi karena meningkatnya risiko pasar. Kondisi ini menunjukkan bahwa arus modal asing sangat sensitif terhadap dinamika kebijakan moneter dan ekspektasi pasar dalam jangka pendek.

Namun demikian, mekanisme penyesuaian pasar keuangan memungkinkan sistem untuk kembali ke titik ekuilibrium jangka panjang setelah terjadi guncangan eksternal. Dalam konteks ini, pasar modal cenderung menyesuaikan diri melalui perubahan tingkat pengembalian, ekspektasi risiko, dan reaksi investor terhadap informasi baru. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Rehman (2016), yang menemukan bahwa setelah terjadi guncangan makroekonomi di kawasan Asia, aliran modal asing menunjukkan pola mean reversion, yakni kembali ke tren stabil setelah periode volatilitas tinggi.

Lebih jauh, kombinasi antara suku bunga, sentimen pasar, dan EPU menggambarkan adanya interaksi kebijakan makroekonomi yang kompleks. Kenaikan suku bunga yang dilakukan tanpa diimbangi dengan kebijakan fiskal yang kredibel dan komunikasi publik yang transparan berpotensi memperburuk dampaknya terhadap arus masuk modal asing. Investor global tidak hanya menilai tingkat suku bunga nominal, tetapi juga mempertimbangkan kejelasan arah kebijakan dan tingkat kepercayaan terhadap stabilitas ekonomi jangka panjang. Sebaliknya, dampak negatif dari kenaikan suku bunga terhadap arus modal asing dapat diminimalkan apabila kebijakan tersebut disertai dengan peningkatan optimisme pasar dan kepastian regulasi ekonomi.

Dengan demikian, hasil ini menegaskan pentingnya koordinasi kebijakan moneter, fiskal, dan komunikasi publik dalam menjaga stabilitas arus modal asing. Negara yang mampu mempertahankan stabilitas kebijakan dan kejelasan arah ekonomi akan lebih mampu menarik dan mempertahankan investasi asing, bahkan di tengah perubahan global yang tidak menentu.

### **Implikasi Ekonomi dan Kebijakan**

Hasil ini memiliki konsekuensi strategis bagi peneliti akademis, pelaku pasar, dan pembuat kebijakan:

Sensitivitas aliran modal asing terhadap suku bunga harus diperhitungkan dalam kebijakan moneter Bank Indonesia (BI). Kenaikan suku bunga yang terlalu agresif dapat mempercepat arus keluar modal dan melemahkan pasar saham. BI harus menyeimbangkan antara daya tarik investasi dan stabilitas nilai tukar.

Untuk mengurangi ketidakpastian kebijakan, pemerintah (Kementerian Keuangan

dan Otoritas Jasa Keuangan) harus mengoordinasikan lintas kebijakan. Untuk mencegah sinyal yang tidak jelas bagi investor asing, komunikasi publik yang konsisten dan berbasis data harus digunakan saat merumuskan kebijakan fiskal dan pasar modal.

Bagi Akademisi dan Investor: Arus modal asing jangka pendek dapat diprediksi menggunakan indikator EPU dan sentimen pasar. Akademisi dapat memperluas penelitian ini dengan menambahkan karakteristik global seperti volatilitas nilai tukar atau indeks VIX, sementara investor dapat menggunakan pengetahuan ini untuk strategi portofolio.<sup>6</sup>

#### Sintesis Hasil Penelitian

Secara keseluruhan, analisis ini menunjukkan bahwa:

1. Kenaikan suku bunga meningkatkan biaya modal dan risiko nilai tukar, yang menurunkan arus masuk modal asing neto.
2. Peran psikologi investor di pasar saham Indonesia diperkuat oleh sentimen pasar yang positif, yang mendorong arus masuk modal asing.
3. Kepercayaan investor asing menurun akibat ketidakpastian kebijakan ekonomi, terutama ketika terjadi ketidakstabilan fiskal dan politik global.
4. Temuan ini menegaskan kembali bahwa pilar utama untuk mempertahankan daya tarik Indonesia sebagai tujuan investasi global adalah stabilitas makroekonomi, arah kebijakan yang jelas, dan ekspektasi pasar yang terkendali.

#### Simpulan

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa pergerakan modal asing di pasar saham Indonesia sangat dipengaruhi oleh kombinasi faktor kebijakan makroekonomi, kondisi psikologis investor, dan kejelasan arah kebijakan ekonomi. Kenaikan suku bunga terbukti dapat menekan arus masuk modal asing, sehingga kebijakan moneter perlu dikelola secara hati-hati agar tidak mengurangi daya tarik pasar saham. Di sisi lain, sentimen pasar yang positif berperan besar dalam mendorong masuknya modal asing, yang menegaskan pentingnya menjaga stabilitas pasar, transparansi informasi, serta komunikasi kebijakan yang konsisten. Dampak negatif ketidakpastian kebijakan ekonomi juga menegaskan bahwa ambiguitas kebijakan dapat melemahkan kepercayaan investor dan memicu keluarnya modal. Temuan ini memberikan implikasi praktis bagi pembuat kebijakan untuk memperkuat koordinasi kebijakan moneter dan fiskal serta mengelola ekspektasi pasar secara lebih efektif. Untuk penelitian selanjutnya, disarankan menambahkan variabel global seperti suku bunga internasional, indeks risiko global, atau faktor geopolitik, serta menggunakan pendekatan metodologis lain guna memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai dinamika aliran modal asing di pasar saham Indonesia.

#### Referensi

- abdonsius Sitanggang, A. M. P. (2022). *Pengaruh Asymmetric Information, Leverage Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Manajemen Laba (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2013)*. 8(1), 1–7.
- Adzhari, P., & Oktaviani, R. F. (2024). Pengaruh Cash Ratio, Debt To Equity Ratio, Total Asset Turn Over Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Return On Equity. *Jurnal Akuntansi, Keuangan, Perpajakan Dan Tata Kelola Perusahaan*, 1(3), 8–19.

- Alqurnia, I., Musaiyarah, A., Wahyudi, A., & Alwa, M. A. A. (2023). Studi Economic Policy Uncertainty dan Pasar Keuangan terhadap Perkembangan Pasar Sukuk Indonesia. *Muslim Heritage*, 8(1), 33–50. <https://doi.org/10.21154/muslimheritage.v8i1.6125>
- Altman, M. (2022). *Analisis Prediksi Financial Distress : Perbandingan antara Model*. 01(03), 39–56.
- Andriani, S. D., Kusumastuti, R., & Hernando, R. (2022). Pengaruh Return On Equity (ROE), Earning Per Share (EPS) dan Debt To Equity Ratio (DER) Terhadap Harga Saham (Studi Empiris Pada Perusahaan Industri Makanan Olahan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018 – 2020). *Owner*, 7(1), 333–345. <https://doi.org/10.33395/owner.v7i1.1268>
- Anton Robiansyah, Yusmaniarti, Iwi Karmita Sari, Herry Novrianda4, T. I. (2022). *Analisis Perbandingan Model Altman, Springate, Zmijewski, Dan Grover Dalam Memprediksi Kebangkrutan Perusahaan Di Bursa Efek Indonesia (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2017)*. 10, 25–36.
- Bukhari, C., & SE, MM, R. (2022). PENGARUH LIKUIDITAS, LEVERAGE DAN FIRM AGE TERHADAP FINANCIAL DISTRESS DENGAN FIRM SIZE SEBAGAI VARIABEL MODERASI. *Jurnal Embistek Ekonomi, Manajemen Bisnis, Syariah, Dan Teknologi*, 1(September), 48–62.
- Cahyana, G. B. P. (2021). *THE INFLUENCE OF COAL PRICES, WORLD OIL PRICES, RUPIAH EXCHANGE RATE, AND THE 2020 MINERAL AND COAL LAW (MINERBA LAW) POLICY ON THE STOCK RETURNS OF COAL MINING ISSUERS ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE (2015–2025)*. 32(3), 167–186.
- Darma, Y. D., & Anggi Lestari, V. S. (2022). Fama-French Five Factors Model pada Excess Return Saham Indeks Kompas 100. *Jurnal Riset Akuntansi & Perpajakan (JRAP)*, 9(01), 88–100. <https://doi.org/10.35838/jrap.2022.009.01.07>
- Gunawan, I., & Soma, A. M. (2025). Why do bank risks affect stock returns? Examining the mediating role of profitability in Indonesia's tier-1 banks. *Journal of Islamic Economics Lariba*, 11(2), 815–846. <https://doi.org/10.20885/jielariba.vol11.iss2.art7>
- Jeanice, J., & Kim, S. S. (2023). Pengaruh Penerapan ESG Terhadap Nilai Perusahaan di Indonesia. *Owner*, 7(2), 1646–1653. <https://doi.org/10.33395/owner.v7i2.1338>
- Majid, M. F., & Ridloah, S. (2025). Analisis Kelayakan Investasi Saham Pt United Tractors Tbk Di Tengah Ketidakpastian Ekonomi Global. *Bookchapter Manajemen Keuangan*, 1–29. <https://bookchapter.unnes.ac.id/index.php/mk/article/view/296%0Ahttps://bookchapter.unnes.ac.id/index.php/mk/article/download/296/281>
- Malva Zaskia Putri, Dini Wulandari, Putri Amelia Aristawati, & Esty Apridasari. (2025). Tantangan dan Peluang Pasar Modal Indonesia dalam Meningkatkan Minat Investasi di Era Digital. *PENG: Jurnal Ekonomi Dan Manajemen*, 2(3), 3546–3562. <https://doi.org/10.62710/zmzme312>
- Prasetya, A., & Fitra, H. (2022). Pengaruh ROE, ROA, EPS dan DER terhadap Harga Saham dengan PER sebagai Variabel Moderasi: Studi Empiris pada Perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 4(4), 712–725.

- <https://doi.org/10.24036/jea.v4i4.554>
- Pratama, D. (2022). *ANALISIS RETURN SAHAM: BUKTI EMPIRIS DI BURSA EFEK INDONESIA*. 1(9), 1129–1140.
- Pratiwi Siregar, R., Tanjung, A. A., & Syafii, M. (2023). Analysis of Monetary Policy Mechanism Through Interest Rate Path to Stock Market (IHSG) in Indonesia. *International Journal of Research and Review*, 10(1), 284–303. <https://doi.org/10.52403/ijrr.20230132>
- Putra, W., Muawanah, U., & Adi Setia, K. (2025). Corporate resilience and firm value drivers during the Covid-19 pandemic. *Jurnal Inovasi Ekonomi*, 10(01), 1–8. <https://doi.org/10.22219/jiko.v10i01.39207>
- Rahayu, E. S., & Irawati, W. (2022). PENGARUH TARIF PAJAK, KEBIJAKAN DIVIDEN, RISIKO BISNIS TERHADAP HARGA SAHAM (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Makanan dan Minumanyang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016 - 2020). *Yudishtira Journal : Indonesian Journal of Finance and Strategy Inside*, 2(2), 244–261.
- Reza, F. (2025). Dari Variabel Makroekonomi Ke Return Saham: Studi Literatur dan Fakta Empiris pada Emerging Market Economy. *Paradoks : Jurnal Ilmu Ekonomi*, 8(1), 77–97.
- Rezeki, F. G. (2022). ANALISIS PENGARUH FRAUD PENTAGON MODEL DALAM MEMREDIKSI KETERJADIAN FRAUDULENT FINANCIAL STATEMENT (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2018). *SCIENTIFIC JOURNAL OF REFLECTION : Economic, Accounting, Management and Business*, 5(1), 189–197. <https://doi.org/10.37481/sjr.v5i1.454>
- Saputra, M. C., & Hari Stiawan. (2022). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Earning Per Share, Dan Komite Audit Terhadap Audit Delay. *AKUA: Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 1(3), 269–277. <https://doi.org/10.54259/akua.v1i3.953>
- Sari, L., & Nardo, R. (2022). Sisi Gelap Dari Return Saham Di Pasar Modal Indonesia: Likuiditas, Dan Risiko Sistematis. *Jurnal Apresiasi Ekonomi*, 10(1), 121–131. <https://doi.org/10.31846/jae.v10i1.401>
- Satoto, E. B. (2024). Determinants Of Mining Company Value Level In Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Manajemen*, 28(1), 107–130.
- Sembiring, S., & Sinaga, H. W. C. (2022). Analisis Akurasi Model Altman, Grover, Springate, Zmijewski Dalam Memprefiksi Kondisi Financial Distress. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 8(2), 299–311.
- Sentana, M., Wulandari, W., & Mulyono, M. (2023). Pengaruh Der Dan Roe Terhadap Return Saham Melalui Risiko Pasar Sebagai Variabel Intervening (Studi Kasus Pada Perusahaan Transportasi dan Logistik Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2020-2022). *Jurnal Ekonomi Pembangunan STIE Muhammadiyah Palopo*, 9(2), 297. <https://doi.org/10.35906/jep.v9i2.1626>
- Susanti, L., Vivianty, Y., Atmadjaja, I., & Purnomo, E. (2024). Evaluasi Dampak Kebijakan Dividen, Leverage, dan Profitabilitas pada Return Saham: Analisis Empiris Evaluation of the Impact of Dividend Policy, Leverage, and Profitability on Stock Returns: Empirical Analysis. *Maret*, 1(Vol. 1 No. 1 (2024): JHR 24/7: JURNAL BISNIS

DAN MANAJEMEN), 2024.

Widianegsih, Dede Djuniardi, & Dendi Purnama. (2025). Inflation Moderating Effect on Factors Affecting Stock Price Volatility. *Jurnal Ilmu Keuangan Dan Perbankan (JIKA)*, 14(2). <https://doi.org/10.34010/jika.v14i2.16758>