

THE IMPACT OF INTEREST RATES AND LIQUIDITY ON FINANCIAL STOCK RETURNS: MARKET VOLATILITY AS A MODERATOR

Repa Nabila^{*1},
*korespondensi

¹ Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Jambi, Jambi, Indonesia
Email*: nabila130333@gmail.com

Besse Wediawati²

² Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Jambi, Jambi, Indonesia

Agus Solikhin³

³ Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Jambi, Jambi, Indonesia

History of Article : received June 2026, accepted July 2026, published July 2026

Abstract - This study is motivated by significant fluctuations and inconsistent patterns in financial sector stock returns on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2020–2024, including the paradox of declining returns during the drastic reduction of the Bank Indonesia (BI) rate in 2020. This research aims to analyze the influence of the BI rate and stock liquidity on stock returns, and to examine whether market volatility moderates this relationship. Employing a quantitative method, the sample was selected using purposive sampling, resulting in 40 financial sector companies with a total of 200 observations over five years. Panel data were analyzed using the Generalized Least Square (GLS) approach. The results show that the BI rate does not have a significant effect on stock returns, whereas stock liquidity (Trading Volume Activity) has a positive and significant effect on stock returns. Market volatility is proven to weaken the influence of the BI rate and stock liquidity on stock returns.

Keywords: BI Interest Rate; Stock Liquidity; Stock Return; Market Volatility

Abstrak - Penelitian ini dilatarbelakangi oleh fluktuasi signifikan dan pola tidak konsisten pada *return* saham sektor keuangan di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2020–2024, termasuk adanya paradoks penurunan *return* saat suku bunga Bank Indonesia diturunkan drastis pada tahun 2020. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh suku bunga BI dan likuiditas saham terhadap *return* saham, serta menguji apakah volatilitas pasar mampu memoderasi hubungan tersebut. Menggunakan metode kuantitatif, sampel penelitian dipilih melalui teknik purposive sampling sehingga diperoleh 40 perusahaan sektor keuangan dengan total 200 observasi selama lima tahun. Data panel dianalisis dengan pendekatan metode GLS (Generalize Least Square). Hasil penelitian menunjukkan bahwa suku bunga BI tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, sedangkan likuiditas saham (Trading Volume Activity) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Volatilitas pasar terbukti memperlemah pengaruh suku bunga BI dan likuiditas saham terhadap *return* saham.

Kata Kunci: Suku Bunga BI; Likuiditas Saham; *Return* Saham; Volatilitas Pasar

PENDAHULUAN

Return saham merupakan indikator fundamental yang mencerminkan capaian kinerja investasi sekaligus menjadi acuan utama bagi investor dalam menentukan pengambilan keputusan di pasar modal (Ismail et al., 2024; Kesuma, 2025). Dalam konteks pasar modal Indonesia, khususnya pada perusahaan sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), *return* saham menunjukkan fluktuasi yang cukup signifikan selama periode 2020–2024. Sektor keuangan memiliki karakteristik yang khas karena sensitivitasnya yang tinggi terhadap perubahan kondisi makroekonomi serta kebijakan moneter yang berlaku. Oleh karena itu, dinamika pergerakan *return* saham pada sektor ini dapat dipandang sebagai barometer kesehatan ekonomi nasional secara menyeluruh.

Data empiris menunjukkan bahwa indeks sektor keuangan mengalami volatilitas yang signifikan sepanjang periode 2020–2024. Pada awal tahun 2020, sektor ini mencatatkan penurunan drastis akibat dampak pandemi COVID-19, di mana *return* saham perbankan dan lembaga keuangan lainnya tertekan hingga minus 40 persen. Kondisi tersebut memicu kekhawatiran yang mendalam di kalangan investor terkait stabilitas sektor keuangan. Kendati demikian, periode 2021–2022 menjadi fase pemulihan yang cukup solid, dengan rata-rata *return* saham sektor keuangan mampu mencapai kisaran 15–20 persen per tahun. Menariknya, memasuki tahun 2023–2024, *return* saham kembali menunjukkan pola yang tidak konsisten; beberapa emiten mencatatkan *return* positif, sementara emiten lainnya justru mengalami penurunan meskipun berada dalam kondisi pasar yang relatif serupa. Tabel 1 berikut menyajikan perkembangan *return* saham sektor keuangan tersebut secara lebih komprehensif guna memberikan gambaran mengenai dinamika yang terjadi selama periode penelitian.

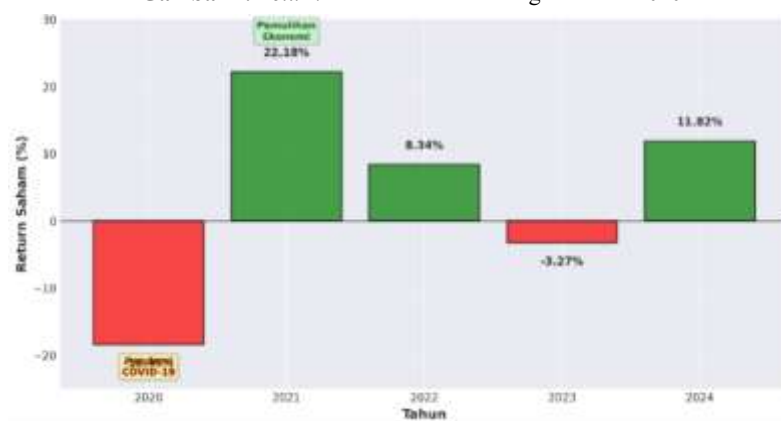
Tabel 1. Perkembangan *Return* Saham Sektor Keuangan di BEI

Tahun	Rata-rata <i>Return</i> Sektor Keuangan (%)	Indeks Sektor Keuangan	Volatilitas	Kondisi Ekonomi
2020	-18,45	1.245,32	38,67	Pandemi Covid-19
2021	22,18	1.521,08	24,53	Pemulihan Ekonomi
2022	8,34	1.648,06	18,92	Normalisasi Kebijakan
2023	-3,27	1.594,16	22,14	Inflasi Tinggi & Kenaikan Suku Bunga
2024	11,82	1.782,60	16,38	Stabilisasi & Pertumbuhan Moderat

Sumber: Diolah Peneliti, 2026

Tabel 1 menyajikan data empiris yang menunjukkan bahwa pada tahun 2020, rata-rata *return* saham sektor keuangan mengalami kontraksi sebesar 18,45 persen dengan tingkat volatilitas mencapai 38,67 persen, yang merupakan capaian tertinggi selama periode pengamatan. Kondisi ini sempat memicu kekhawatiran yang luas di kalangan investor terkait stabilitas sektor keuangan. Namun, fase pemulihan ekonomi pada tahun 2021 ditandai dengan peningkatan *return* rata-rata yang signifikan hingga mencapai 22,18 persen, meskipun volatilitas pasar masih berada pada angka yang relatif tinggi, yakni 24,53 persen. Selanjutnya, tahun 2022 menunjukkan pola pertumbuhan yang lebih moderat sebesar 8,34 persen dengan tingkat volatilitas yang lebih rendah (18,92 persen), yang mencerminkan stabilisasi kondisi pasar pascapemulihan. Sebagai upaya untuk memberikan visualisasi yang lebih tajam mengenai pola fluktuasi *return* saham tersebut, Gambar 1 menyajikan tren pergerakan dari tahun 2020 hingga 2024 melalui *bar chart*, yang memperlihatkan kontras antara periode penurunan (batang merah) dan periode pertumbuhan (batang hijau).

Gambar 1. *Return* Saham Sektor Keuangan di BEI 2020



Sumber: Diolah Peneliti, 2026

Gambar 1 secara visual mengonfirmasi temuan data pada Tabel 1, di mana terlihat adanya

kontras yang tajam pada pergerakan *return* saham. Tahun 2020 ditandai dengan *return* negatif sebesar 18,45 persen (batang merah) sebagai dampak langsung pandemi COVID-19, yang kemudian disusul oleh fase pemulihan signifikan pada tahun 2021 dengan *return* mencapai 22,18 persen (batang hijau tertinggi). Grafik ini turut menunjukkan pola yang fluktuatif pada tahun 2023, di mana terjadi koreksi ringan ke angka negatif 3,27 persen, sebelum akhirnya kembali mencatatkan *return* positif sebesar 11,82 persen pada tahun 2024. Dinamika yang volatil ini mengindikasikan bahwa *return* saham sektor keuangan sangat sensitif terhadap pengaruh eksternal, baik dari sisi indikator ekonomi makro maupun kebijakan moneter yang diterapkan pemerintah. Anotasi pada grafik menegaskan bahwa masa pandemi COVID-19 serta fase pemulihan ekonomi pascapandemi merupakan titik kritis yang menentukan kinerja sektor keuangan selama lima tahun terakhir.

Fenomena fluktuasi *return* saham pada sektor keuangan menarik untuk dikaji secara mendalam mengingat sektor ini memegang peranan krusial dalam struktur perekonomian Indonesia (Edi & Sarwani, 2025; Hutajulu et al., 2026). Salah satu variabel makroekonomi yang diduga memiliki pengaruh kuat terhadap *return* saham sektor keuangan adalah kebijakan suku bunga yang ditetapkan oleh Bank Indonesia. Periode 2020–2024 diwarnai dengan dinamika kebijakan moneter yang sangat variatif sebagai respons terhadap berbagai kondisi ekonomi, mulai dari penerapan stimulus agresif selama masa pandemi hingga langkah pengetatan moneter untuk mengendalikan laju inflasi. Tabel 2 berikut menyajikan data perkembangan *BI 7-Day Reverse Repo Rate* sebagai suku bunga kebijakan utama Bank Indonesia selama periode penelitian.

Tabel 2. Perkembangan BI 7-Day Reverse Repo 2020-2024

Periode	BI 7-Day RRR (%)	Perubahan (bps)	Kebijakan Moneter
Januari 2020	5,00	-	Pre-Pandemi
Maret 2020	4,50	-50	Stimulus COVID-19
November 2020	3,75	-75	Ekspansif
Desember 2021	3,50	-25	Ultra-Longgar
Agustus 2022	3,75	+25	Mulai Pengetatan
November 2022	5,25	+150	Pengetatan Agresif
Januari 2023	5,75	+50	Lanjutan Pengetatan
Oktober 2023	6,00	+25	Puncak Suku Bunga
Desember 2024	6,00	0	Holding Pattern

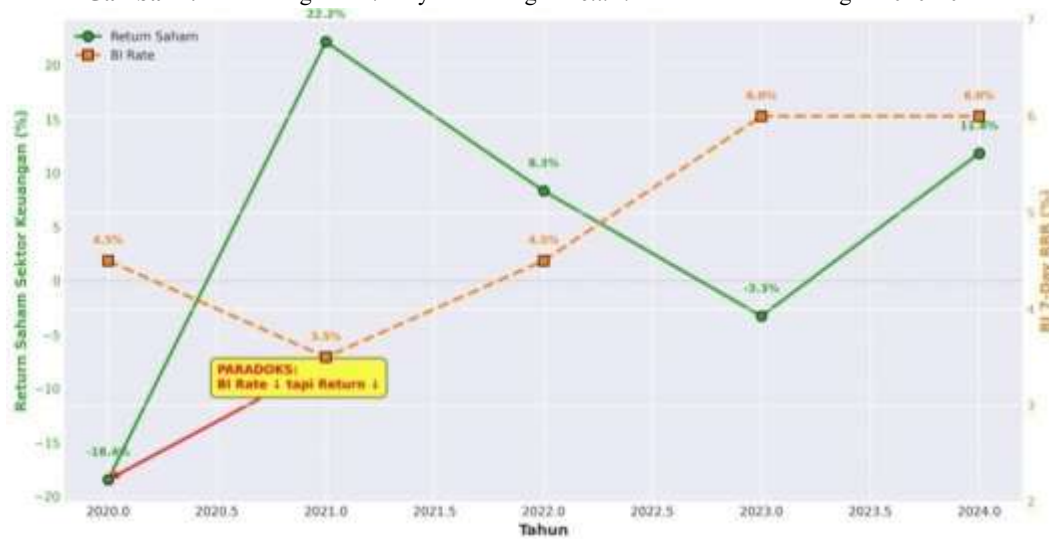
Sumber: Diolah Peneliti, 2026

Tabel 2 menunjukkan bahwa Bank Indonesia menerapkan kebijakan penurunan suku bunga secara agresif, yakni dari 5,00 persen pada Januari 2020 menjadi 3,50 persen pada Desember 2021 yang merupakan titik terendah dalam sejarah sebagai bentuk stimulus ekonomi dalam merespons dampak pandemi COVID-19. Kebijakan tersebut diimplementasikan secara bertahap dengan total akumulasi sebesar 150 basis poin sepanjang periode pandemi. Namun, memasuki tahun 2022, Bank Indonesia mulai mengubah arah kebijakan moneter secara bertahap, kemudian berlanjut dengan langkah yang lebih agresif melalui kenaikan suku bunga sebesar 250 basis poin dalam kurun waktu kurang dari satu tahun. Langkah tersebut dilakukan untuk mengerek suku bunga dari 3,50 persen menjadi 6,00 persen pada Oktober 2023 sebagai respons strategis terhadap tekanan inflasi domestik serta dampak penguatan kebijakan moneter dari *Federal Reserve*.

Fenomena menarik terjadi pada tahun 2020, di mana kebijakan Bank Indonesia dalam menurunkan suku bunga secara drastis dari 5,00 persen pada Januari 2020 menjadi 3,75 persen pada November 2020 justru diikuti oleh penurunan tajam *return* saham sektor keuangan hingga mencapai angka negatif 18,45 persen. Fenomena ini menghadirkan sebuah paradoks, mengingat secara teoretis, penurunan suku bunga seharusnya memicu apresiasi harga saham melalui tiga mekanisme utama: pertama, penurunan tingkat diskonto (*discount rate*) yang meningkatkan nilai kini (*present value*) dari ekspektasi arus kas masa depan; kedua, terjadinya realokasi aset oleh investor dari instrumen

pendapatan tetap ke instrumen ekuitas; serta ketiga, adanya stimulus ekonomi yang meningkatkan ekspektasi pertumbuhan laba perusahaan. Untuk memvisualisasikan paradoks tersebut secara lebih komprehensif, Gambar 2 menyajikan perbandingan pergerakan *BI 7-Day Reverse Repo Rate* terhadap *return* saham sektor keuangan selama periode 2020–2024.

Gambar 2. Perbandingan *BI 7-Day RRR* dengan *Return* Saham Sektor Keuangan 2020-2024



Sumber: Diolah Peneliti, 2026

Gambar 2 secara visual memperjelas paradoks yang terjadi pada tahun 2020, di mana terlihat adanya kontras yang tajam: garis putus-putus berwarna oranye yang merepresentasikan *BI 7-Day Reverse Repo Rate* menunjukkan tren penurunan signifikan dari 5,00 persen menjadi 3,75 persen, namun pada saat yang bersamaan, garis solid berwarna hijau yang merepresentasikan *return* saham justru mengalami penurunan drastis hingga mencapai posisi negatif 18,45 persen. Selanjutnya, pada tahun 2021, ketika suku bunga acuan mencapai titik terendah historis pada angka 3,50 persen, *return* saham mengalami pemulihan yang cukup kuat hingga mencapai posisi positif 22,18 persen. Hal ini selaras dengan teori konvensional yang menyatakan bahwa tingkat suku bunga rendah akan mendorong apresiasi harga saham. Namun, memasuki periode 2022–2023, saat Bank Indonesia menaikkan suku bunga secara agresif dari 3,50 persen menjadi 6,00 persen, *return* saham justru menunjukkan pola yang bervariasi. Ketidakkonsistenan pola tersebut mengindikasikan bahwa hubungan antara suku bunga dan *return* saham bersifat non-linear, serta mengisyaratkan adanya pengaruh faktor-faktor lain yang tidak teridentifikasi dalam visualisasi tersebut.

Meskipun penelitian mengenai *return* saham telah banyak dilakukan, hasil-hasil yang diperoleh menunjukkan adanya inkonsistensi yang cukup signifikan. Kesenjangan penelitian (*research gap*) yang mendesak untuk dieksplorasi adalah minimnya literatur yang mengkaji peran variabel moderasi dalam hubungan antara suku bunga Bank Indonesia dan likuiditas saham terhadap *return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa dinamika hubungan variabel-variabel tersebut belum sepenuhnya terpetakan dalam konteks pasar modal yang volatil, sehingga diperlukan kajian mendalam guna memahami bagaimana faktor eksternal dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel tersebut terhadap kinerja investasi. Awaludin & Utomo (2026), Fellicia & Widjaja (2023) dan Tampubolon et al. (2025) menyatakan jika tidak suku bunga tidak memiliki dampak apapun pada tingkat pengembalian saham. Berbeda dengan Fitri et al. (2025), Iradilah & Tanjung (2022) dan Fitriani et al. (2022) yang menyatakan adanya dampak yang berlawanan arah antara suku bunga dengan tingkat pengembalian saham. Rahmadani & Manurung (2024) dan Mourine & Septina (2023) mengungkapkan adanya dampak positif antara likuiditas saham dan tingkat pengembalian saham. Meskipun penelitian mengenai *return* saham telah banyak dilakukan, hasil-hasil yang diperoleh

menunjukkan adanya inkonsistensi yang signifikan, seperti yang dilaporkan oleh Sa'adah & Setiawan (2022) dan Nessa (2023) yang menyatakan bahwa likuiditas saham tidak memiliki pengaruh terhadap *return* saham. Selain itu, sebagian besar studi terdahulu cenderung menggunakan model pengaruh langsung (*direct effect*) tanpa menyertakan variabel kontekstual yang dapat memoderasi hubungan antarvariabel tersebut. Volatilitas pasar, yang mencerminkan tingkat ketidakpastian serta risiko sistemik di pasar modal, berpotensi menjadi variabel moderasi yang krusial namun masih jarang dieksplorasi (Jati & Indriastuti, 2024), terutama dalam konteks pasar modal Indonesia dan perusahaan sektor keuangan.

Berdasarkan uraian tersebut, terdapat beberapa alasan krusial yang mendasari pentingnya penelitian ini dilakukan. Pertama, adanya inkonsistensi pada hasil-hasil penelitian terdahulu mengenai pengaruh suku bunga Bank Indonesia dan likuiditas saham terhadap *return* saham memerlukan investigasi lebih lanjut dengan menyertakan variabel moderasi yang relevan. Kedua, terbatasnya jumlah studi yang secara spesifik menganalisis peran volatilitas pasar sebagai variabel moderasi dalam konteks sektor keuangan di Indonesia telah menciptakan celah penelitian (*research gap*) yang signifikan untuk dikaji. Ketiga, rentang waktu penelitian 2020–2024 mencakup berbagai kondisi pasar yang ekstrem, mulai dari fase pandemi, masa pemulihan, hingga periode normalisasi kebijakan moneter, sehingga menyediakan keragaman data yang komprehensif bagi analisis dinamika pasar modal.

Tabel 3. Perkembangan BI 7-Day Reverse Repo 2020-2024

Research Gap	Penelitian Terdahulu	Penelitian ini	Kontribusi
Variabel moderasi	Belum menggunakan volatilitas pasar sebagai moderasi (Sari & Abundanti, 2020)	Menggunakan volatilitas pasar sebagai moderasi	Mengungkap kondisi kontekstual yang mempengaruhi hubungan variabel
Fokus sektor	<i>Property dan real estate</i> (Awaludin & Utomo, 2026) atau sektor lainnya (Mourine & Septina, 2023)	Spesifik sektor keuangan	Representasi komprehensif sektor paling sensitif terhadap suku bunga
Proksi suku bunga	Masih menggunakan BI Rate Lama (Fitri et al., 2025)	BI 7-Day RRR	Relevansi dengan praktik kebijakan moneter aktual Bank Indonesia

Sumber: Diolah Peneliti, 2026

Suku bunga Bank Indonesia, sebagai instrumen kebijakan moneter, memiliki peran strategis dalam memengaruhi keputusan investasi di pasar modal. Menurut Tandelilin (2017), perubahan suku bunga acuan secara langsung berdampak pada *return* saham. Dalam perspektif valuasi, peningkatan suku bunga akan menaikkan tingkat diskonto (*discount rate*) yang digunakan dalam model *Dividend Discount Model* (DDM) maupun *Discounted Cash Flow* (DCF), sehingga menurunkan nilai kini (*present value*) dari ekspektasi arus kas masa depan, yang pada akhirnya menekan nilai intrinsik saham (Ikhsan, 2026). Selain itu, kenaikan suku bunga akan meningkatkan biaya pinjaman perusahaan, yang secara langsung berpotensi mengurangi profitabilitas, terutama bagi perusahaan dengan rasio utang (*leverage*) yang tinggi. Bagi sektor keuangan, khususnya perbankan, kenaikan suku bunga memiliki efek ganda (*dual effect*); dalam jangka pendek, kondisi ini dapat meningkatkan margin bunga bersih (*Net Interest Margin/NIM*), namun dalam jangka panjang, berisiko meningkatkan kredit bermasalah (*Non-Performing Loans/NPL*) serta menurunkan permintaan kredit (Mishkin, 2007). Bukti empiris dari penelitian terdahulu secara konsisten menunjukkan hubungan negatif antara suku bunga dengan *return* saham. Fitri et al. (2025), Iradilah & Tanjung (2022) dan Fitriani et al. (2022) menemukan bahwa suku bunga berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham perbankan di BEI periode 2016-2018. Dalam konteks internasional, Gu et al. (2022) menemukan adanya pengaruh negatif yang signifikan antara suku bunga dengan *stock returns* di berbagai pasar berkembang (*emerging markets*). Sejalan dengan argumentasi teoretis serta dukungan bukti empiris tersebut, maka hipotesis pertama

dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut: Suku bunga Bank Indonesia berpengaruh negatif terhadap *return* saham sektor keuangan di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2024

Likuiditas saham merupakan indikator fundamental yang mencerminkan kemudahan dan kecepatan suatu aset untuk diperdagangkan tanpa memicu fluktuasi harga yang signifikan. Menurut Hartono (2022), saham dengan likuiditas tinggi memberikan beragam keuntungan bagi investor, di antaranya fleksibilitas dalam menentukan strategi *entry* dan *exit*, efisiensi biaya transaksi melalui *bid-ask spread* yang sempit, serta minimnya risiko likuiditas. Selain itu, tingkat likuiditas yang tinggi mengindikasikan minat investor yang kuat, yang sering kali merefleksikan fundamental perusahaan yang solid atau ekspektasi pasar yang positif terhadap kinerja masa depan. Dalam perspektif teori mikrostruktur pasar, likuiditas memfasilitasi proses penemuan harga (*price discovery*) yang lebih efisien karena frekuensi transaksi yang tinggi memungkinkan informasi diserap dan direfleksikan dalam harga secara lebih cepat dan akurat (Husnan, 2015). Saham dengan likuiditas yang memadai cenderung memiliki tingkat asimetri informasi yang lebih rendah akibat tingginya intensitas analisis oleh pelaku pasar. Tandelilin (2017) menambahkan bahwa investor institusional cenderung memprioritaskan saham likuid untuk memfasilitasi pengelolaan portofolio dalam skala besar, di mana keterlibatan investor tersebut dapat memberikan dukungan pada stabilitas harga saham dan meningkatkan *return*. Secara teoretis, teori *liquidity premium* menjelaskan bahwa investor bersedia membayar harga yang lebih tinggi atau mengharapkan *return* yang lebih tinggi untuk saham yang memiliki likuiditas lebih baik karena kemudahan dalam aktivitas perdagangan (Amihud & Mendelson, 1986).

Dalam konteks pasar modal Indonesia, saham-saham dengan likuiditas tinggi seperti yang tergabung dalam indeks LQ45 atau IDX30 secara umum menunjukkan kinerja *return* yang lebih unggul dibandingkan saham dengan likuiditas rendah. Hal ini disebabkan oleh peran likuiditas dalam meminimalisasi biaya transaksi serta risiko likuiditas, yang merupakan komponen krusial dalam menentukan tingkat pengembalian yang disyaratkan investor (*required return*). Dukungan empiris mengenai hubungan positif antara likuiditas dan *return* saham telah dikemukakan oleh Rahmadani & Manurung (2024) dan Mourine & Septina (2023) serta didukung oleh literatur internasional melalui temuan Khang et al. (2022). Konsistensi temuan lintas pasar dan periode waktu tersebut memberikan keyakinan yang kuat terhadap validitas hubungan teoretis antarvariabel. Berdasarkan landasan teoretis dan bukti empiris tersebut, hipotesis kedua dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut: Likuiditas saham berpengaruh positif terhadap *return* saham sektor keuangan di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2024

Volatilitas pasar merupakan indikator fluktuasi atau variabilitas *return* pasar yang mencerminkan tingkat ketidakpastian serta risiko sistematis. Menurut Brigham & Houston (2021), volatilitas yang tinggi mengindikasikan kondisi pasar yang tidak stabil dengan tingkat ketidakpastian tinggi, yang pada gilirannya memengaruhi perilaku investor serta sensitivitas *return* saham terhadap berbagai faktor makroekonomi. Dalam kondisi volatilitas tinggi, investor cenderung mengalami peningkatan perilaku penghindaran risiko (*risk aversion*) dan menjadi lebih sensitif terhadap informasi negatif, termasuk perubahan kebijakan moneter seperti kenaikan suku bunga. Peran moderasi volatilitas pasar dapat dijelaskan melalui beberapa mekanisme teoretis. Dari perspektif keuangan berperilaku (*behavioral finance*), volatilitas pasar yang tinggi berpotensi memicu bias kognitif, seperti reaksi berlebihan (*overreaction*) dan perilaku ikut-ikutan (*herding behavior*) (Bodie et al., 2018). Dalam kondisi ketidakpastian yang tinggi, investor cenderung memberikan reaksi berlebihan terhadap berita negatif termasuk kenaikan suku bunga dan *herding behavior* dapat memperkuat tekanan jual pada aset ekuitas. Selain itu, pada kondisi volatilitas tinggi, likuiditas pasar cenderung mengalami penurunan karena pelaku pasar (*market maker*) cenderung memperlebar *bid-ask spread* sebagai langkah proteksi

terhadap risiko seleksi yang merugikan (*adverse selection risk*). Hal ini berpotensi memperbesar dampak negatif kenaikan suku bunga terhadap *return* saham melalui mekanisme penurunan likuiditas pasar. Dalam konteks sektor keuangan, sensitivitas terhadap perubahan suku bunga dalam kondisi volatilitas tinggi semakin meningkat karena beberapa faktor fundamental yang melekat pada sektor tersebut.

Bukti empiris secara konsisten mendukung peran moderasi volatilitas pasar dalam memengaruhi hubungan antara suku bunga dan *return* saham. Volatilitas pasar diduga kuat memoderasi pengaruh suku bunga terhadap *return* saham, di mana peningkatan volatilitas pasar akan memperkuat reaksi investor terhadap perubahan suku bunga, sehingga dampak negatif suku bunga terhadap *return* saham cenderung semakin besar. Argumen ini didukung oleh temuan bahwa suku bunga memengaruhi *return* serta volatilitas saham, di mana volatilitas suku bunga itu sendiri berpotensi menekan *return* saham sektor keuangan (Pratama, 2011). Senada dengan hal tersebut, Nasraoui et al. (2024) menemukan bahwa ketidakpastian pasar (*market uncertainty*) memoderasi hubungan antara suku bunga repo (*repo rate*) dengan *stock returns*, yang mengindikasikan bahwa sensitivitas *return* terhadap suku bunga akan meningkat dalam kondisi ketidakpastian yang tinggi. Temuan Khan et al. (2023) juga menunjukkan bahwa dampak negatif kebijakan suku bunga (*policy rate*) terhadap *returns* meningkat secara signifikan pada kondisi pasar tertentu. Dalam konteks Indonesia, Febri et al. (2019) menyimpulkan bahwa kondisi pasar secara nyata memengaruhi kekuatan hubungan antara suku bunga dengan *return* saham sektor keuangan. Berdasarkan landasan teoretis dan bukti empiris tersebut, hipotesis ketiga dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut: Volatilitas pasar memoderasi pengaruh suku bunga BI terhadap *return* saham sektor keuangan di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2024, dimana pengaruh negatif suku bunga BI terhadap *return* saham semakin kuat ketika volatilitas pasar tinggi.

Volatilitas pasar secara signifikan mengubah dinamika hubungan antara likuiditas saham dan *return* saham melalui berbagai mekanisme teoretis. Menurut Tandelilin (2017), pada kondisi volatilitas tinggi, likuiditas pasar cenderung menurun karena investor membatasi aktivitas perdagangan guna memitigasi risiko. Di sisi lain, pelaku pasar (*market maker*) cenderung memperlebar bid-ask spread sebagai bentuk perlindungan terhadap peningkatan risiko persediaan (*inventory risk*) dan risiko seleksi yang merugikan (*adverse selection risk*). Dalam kondisi pasar yang stabil dengan volatilitas rendah, tingkat likuiditas yang tinggi lazimnya merefleksikan kepercayaan investor, efisiensi informasi, serta fundamental perusahaan yang solid, sehingga berkorelasi positif dengan *return* saham. Namun, dalam pasar yang volatil, likuiditas tinggi dapat mengindikasikan fenomena *panic selling*, perdagangan spekulatif (*speculative trading*), atau penutupan posisi (*unwinding positions*) yang justru dapat meningkatkan tekanan jual (*downward pressure*) pada harga saham (Hartono, 2022). Dengan demikian, implikasi dari tingginya volume perdagangan berbeda secara fundamental antara kondisi pasar *bullish* dengan volatilitas rendah dan kondisi pasar *bearish* dengan volatilitas tinggi. Selain itu, teori kaskade informasi (*information cascade*) dan perilaku ikut-ikutan (*herding behavior*) turut menjelaskan moderasi volatilitas ini. Dalam kondisi ketidakpastian tinggi, investor cenderung meniru tindakan pelaku pasar lain daripada mengandalkan analisis fundamental pribadi (Bodie et al., 2018). Akibatnya, tingginya volume penjualan dalam kondisi volatilitas tinggi dapat mempercepat penurunan harga dan menghasilkan *return* negatif, sementara pada volatilitas rendah, volume perdagangan yang tinggi lebih mencerminkan minat tulus (*genuine interest*) yang didasarkan pada rasionalitas fundamental.

Dalam konteks sektor keuangan, peran moderasi volatilitas pasar terhadap hubungan likuiditas dan *return* saham menjadi lebih kompleks. Sektor keuangan memiliki sensitivitas yang tinggi terhadap kondisi makroekonomi serta risiko sistemik (*systemic risk*). Pada periode volatilitas tinggi yang sering kali bertepatan dengan tekanan finansial (*financial stress*), volume perdagangan yang tinggi pada saham perbankan atau lembaga keuangan dapat mencerminkan kekhawatiran terhadap risiko kredit

(*credit risk*) atau risiko solvabilitas (*solvency risk*), sehingga berkorelasi negatif dengan *return*. Sebaliknya, dalam kondisi pasar yang stabil, volume perdagangan yang tinggi lebih merefleksikan tingkat kepercayaan investor serta ekspektasi pertumbuhan (*growth expectation*), yang berkorelasi positif dengan *return*. Bukti empiris memberikan dukungan kuat terhadap peran moderasi volatilitas pada hubungan likuiditas dan *return*. Kusuma dan Suryantini (2023) menemukan bahwa volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) memoderasi hubungan antara volume perdagangan dengan *return* saham, di mana pengaruh positif volume perdagangan terhadap *return* cenderung melemah ketika volatilitas pasar berada pada level tinggi. Selain itu, Sitinjak et al. (2026) mengindikasikan bahwa volatilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham, serta mengubah dinamika hubungan volume perdagangan dengan *return*. Temuan Khan et al. (2023) juga menunjukkan bahwa dalam kondisi volatilitas global yang tinggi, dampak likuiditas saham terhadap *returns* berkurang secara substansial atau menjadi tidak signifikan. Berdasarkan landasan teoretis dan bukti empiris tersebut, hipotesis keempat dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut: volatilitas pasar memoderasi pengaruh likuiditas saham terhadap *return* saham sektor keuangan di Bursa Efek Indonesia periode 2020-2024, dimana pengaruh positif likuiditas saham terhadap *return* saham semakin lemah ketika volatilitas pasar tinggi.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini mencakup seluruh perusahaan sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020–2024. Berdasarkan data yang dihimpun dari BEI, terdapat 92 perusahaan yang diklasifikasikan ke dalam sektor keuangan, yang meliputi subsektor perbankan, lembaga pembiayaan, perusahaan efek, asuransi, serta lembaga keuangan lainnya. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, yakni metode pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu yang ditetapkan sesuai dengan tujuan dan kebutuhan penelitian. Adapun kriteria pemilihan sampel yang diterapkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Tabel 4. Proses Seleksi Sampel Penelitian

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia secara berturut-turut selama periode 2020-2024	92
2	Perusahaan sektor keuangan yang mengalami delisting selama periode penelitian	(32)
3	Perusahaan yang tidak memiliki data harga penutupan saham dan volume perdagangan saham yang tersedia secara lengkap selama periode penelitian	(20)
Jumlah sampel akhir		40

Sumber: Diolah Peneliti, 2026

Data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari berbagai sumber otoritatif untuk menjamin akurasi dan validitas analisis. Harga saham harian, volume perdagangan saham, laporan keuangan perusahaan, serta Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dihimpun melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI). Selain itu, data suku bunga kebijakan, baik *BI Rate* maupun *BI 7-Day Reverse Repo Rate* untuk periode 2020–2024, diakses melalui laman resmi Bank Indonesia. Sebagai pelengkap, informasi mengenai jumlah saham beredar yang diperlukan untuk perhitungan *Trading Volume Activity* (TVA) diperoleh dari laporan tahunan (*annual report*) setiap perusahaan yang dipublikasikan secara resmi melalui portal BEI.

Penelitian ini menerapkan model analisis dengan empat variabel utama yang mencakup dua variabel independen, satu variabel dependen, serta satu variabel moderasi. Suku bunga Bank Indonesia (BI) diidentifikasi sebagai suku bunga kebijakan yang merepresentasikan arah kebijakan moneter

nasional yang ditetapkan dan dipublikasikan oleh otoritas moneter kepada masyarakat luas. Selama rentang waktu penelitian, instrumen suku bunga yang digunakan adalah *BI 7-Day Reverse Repo Rate*, yakni suku bunga acuan yang berlaku sejak tahun 2016 menggantikan *BI Rate*. Untuk memastikan sinkronisasi data, nilai suku bunga BI dicatat pada akhir periode triwulanan atau tahunan, menyesuaikan dengan interval waktu pengukuran *return* saham yang dianalisis.

Likuiditas saham didefinisikan sebagai tingkat kemudahan suatu aset ekuitas untuk diperdagangkan dalam kurun waktu singkat tanpa memicu fluktuasi harga yang signifikan. Secara esensial, variabel likuiditas merefleksikan intensitas aktivitas perdagangan suatu saham di pasar modal, yang menunjukkan seberapa responsif pasar terhadap permintaan dan penawaran aset tersebut. Pengukuran likuiditas saham menggunakan *trading volume activity* (TVA) (Hartono, 2022).

$$\text{Trading volume activity} = \frac{\text{jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan}}{\text{Jumlah saham perusahaan yang beredar}} \dots \dots \dots (1)$$

Return saham saham didefinisikan sebagai tingkat keuntungan yang diperoleh investor atas investasi saham dalam jangka waktu tertentu. Secara fundamental, *return* saham merupakan akumulasi dari apresiasi nilai pasar (perubahan harga saham) serta pendapatan dividen yang diterima investor selama periode kepemilikan aset tersebut. Dalam penelitian ini digunakan *return* saham tahunan dengan menghitung selisih harga penutupan akhir tahun dengan harga penutupan awal tahun (Hartono, 2022).

$$\text{Return saham} = \frac{\text{harga saham}_t - \text{harga saham}_{t-1}}{\text{harga saham}_{t-1}} \dots \dots \dots (2)$$

Volatilitas pasar didefinisikan sebagai metrik yang mengukur derajat fluktuasi atau variabilitas *return* pasar saham secara agregat dalam rentang waktu tertentu. Variabel ini berfungsi sebagai indikator utama dalam merefleksikan tingkat ketidakpastian serta risiko sistematis yang melekat pada dinamika pasar modal. Volatilitas pasar diukur menggunakan standar deviasi dari *return* IHSG harian dalam periode satu tahun (Brigham & Houston, 2021; Hartono, 2022).

$$\text{Volatilitas Pasar} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (R_t - \bar{R})^2}{n - 1}} \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan:

- R_t : *return* IHSG hari ke-t
- R : rata-rata *return* IHSG selama satu tahun
- n : jumlah hari perdagangan

Penelitian ini menerapkan metode analisis regresi data panel, mengingat struktur data yang digunakan merupakan kombinasi antara data *cross-section* (sejumlah perusahaan sektor keuangan) dan *time-series* (rentang periode 2020–2024). Pemilihan model estimasi dalam regresi data panel didasarkan pada perbandingan antara *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM) melalui uji diagnostik yang relevan. Guna memastikan ketepatan estimasi serta memitigasi kendala pelanggaran asumsi klasik, analisis dilakukan dengan metode *Weighted Least Squares* (WLS) yang diperkuat dengan penggunaan *Coefficient Covariance Method White Cross-Section*. Langkah-langkah ini bertujuan untuk meningkatkan efisiensi estimasi parameter dalam model. Setelah penetapan model yang paling representatif, analisis regresi dilakukan berdasarkan persamaan sebagai berikut:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_1 X1_{i,t} + \beta_2 X2_{i,t} + \beta_1 (X1_{i,t} * Z_t) + \beta_1 (X2_{i,t} * Z_t) + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (4)$$

Keterangan:

Y : *return* saham perusahaan
X1 : suku bunga BI
X2 : likuiditas saham perusahaan
Z : volatilitas pasar
i : identitas perusahaan
t : waktu

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini bertujuan untuk memberikan gambaran komprehensif mengenai karakteristik data penelitian yang mencakup empat variabel utama, yaitu *return* saham (Y) sebagai variabel dependen, suku bunga Bank Indonesia (X₁) dan likuiditas saham yang diproksikan melalui *Trading Volume Activity* atau TVA (X₂) sebagai variabel independen, serta volatilitas pasar (Z) sebagai variabel moderasi. Analisis ini dilakukan terhadap 200 observasi yang berasal dari 40 perusahaan sektor keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sepanjang periode pengamatan 2020–2024. Melalui statistik deskriptif, peneliti menyajikan nilai rata-rata (*mean*), median, nilai minimum, nilai maksimum, serta standar deviasi untuk memberikan interpretasi awal mengenai sebaran dan fluktuasi data sebelum melangkah ke tahap analisis regresi lebih lanjut.

Tabel 5. Statistik Deskriptif

Keterangan	<i>Return</i> Saham (%)	Suku Bunga (%)	Likuiditas Saham (%)	Volatilitas Pasar (%)
Mean	3.41	4.95	3.79	14.65
Median	5.89	5.50	2.67	12.58
Maksimum	312.45	6.00	18.67	25.69
Minimum	-42.67	3.50	0.14	9.28
Standar deviasi	26.99	1.10	3.55	5.70

Sumber: Diolah Peneliti, 2026

Return saham menunjukkan nilai minimum sebesar -42,67% dan nilai maksimum sebesar 312,45%, dengan nilai rata-rata sebesar 3,41% selama periode 2020–2024. Nilai maksimum yang ekstrem tersebut didorong oleh kinerja PT Bank Jago Tbk (ARTO) pada tahun 2021, yang mencatatkan apresiasi harga saham signifikan seiring dengan transformasi digital serta masuknya investor strategis. Tingkat standar deviasi *return* saham yang mencapai 26,99% mengindikasikan variabilitas yang sangat tinggi, baik antarperusahaan maupun antartahun pengamatan. Hal ini mencerminkan kondisi pasar yang sangat fluktuatif, terutama akibat disrupsi pandemi COVID-19 pada tahun 2020 serta dampak dari kebijakan pengetatan moneter yang diterapkan pada rentang tahun 2022–2023. Di sisi lain, suku bunga kebijakan Bank Indonesia (*BI 7-Day Reverse Repo Rate*) mencatat nilai minimum sebesar 3,50%, yang merupakan titik terendah historis pada Februari 2021 sebagai respons otoritas moneter terhadap perlunya stimulus ekonomi selama pandemi. Sebaliknya, nilai maksimum sebesar 6,00% tercapai pada Oktober 2023, yang merefleksikan langkah pengetatan moneter dalam rangka pengendalian laju inflasi. Dengan rata-rata tingkat suku bunga sebesar 4,95% dan standar deviasi sebesar 1,10%, data ini menunjukkan bahwa selama lima tahun pengamatan, kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia berada dalam rentang yang cukup dinamis.

Likuiditas saham, yang diukur melalui proksi *Trading Volume Activity* (TVA), mencatat nilai rata-rata sebesar 3,79% dengan standar deviasi sebesar 3,55%. Rentang nilai TVA, mulai dari minimum 0,14% hingga maksimum 18,67%, mengindikasikan adanya heterogenitas yang substansial antarperusahaan sampel dalam hal intensitas aktivitas perdagangan saham. Perbedaan ini mencerminkan variasi karakteristik perusahaan yang beragam di sektor keuangan, mulai dari emiten

perbankan berkapitalisasi besar (*large-cap*) seperti BBKA dan BBRI yang memiliki tingkat likuiditas tinggi, hingga perusahaan sekuritas atau asuransi dengan skala lebih kecil yang menunjukkan tingkat aktivitas perdagangan relatif rendah. Sementara itu, volatilitas pasar yang dioperasionalkan melalui standar deviasi *return* harian IHSG yang disetahunkan, menunjukkan fluktuasi yang signifikan dengan nilai minimum sebesar 9,28% dan nilai maksimum sebesar 25,69%. Dengan rata-rata volatilitas sebesar 14.65% dan standar deviasi sebesar 5,70%, data ini secara jelas merefleksikan dinamika pasar yang mengalami transformasi drastis, yakni transisi dari periode volatilitas ekstrem pada masa awal pandemi COVID-19 menuju fase stabilisasi pasar pada tahun-tahun berikutnya.

Proses pemilihan model estimasi yang paling representatif dalam analisis data panel dilakukan melalui tiga tahapan pengujian diagnostik secara berurutan. Tahap pertama adalah Uji Chow, yang dilakukan untuk menentukan pemilihan antara *Common Effect Model* (CEM) dan *Fixed Effect Model* (FEM). Tahap kedua adalah Uji Hausman, yang digunakan untuk menguji efisiensi estimasi dalam pemilihan antara FEM dan *Random Effect Model* (REM). Sebagai langkah konfirmasi untuk memperkuat keputusan pemilihan model, dilakukan pula Uji *Lagrange Multiplier* (LM). Rangkaian pengujian ini memastikan bahwa model yang terpilih memiliki spesifikasi yang paling akurat untuk mengestimasi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dalam kerangka data panel.

Tabel 6. Hasil Pemilihan Estimasi

Nama Uji	Prob	Kesimpulan
Uji Chow	0,000	Lebih baik <i>fixed effect</i>
Uji Hausman	1,000	Lebih baik <i>random effect</i>
Uji LM	0,523	Lebih baik <i>common effect</i>

Sumber: Diolah Peneliti, 2026

Sesuai dengan Tabel 6, maka kesimpulan akhir menggunakan model estimasi dengan *common effect model*. Selanjutnya akan dilakukan analisis dengan metode *Weighted Least Squares* (WLS) yang diperkuat dengan penggunaan *Coefficient Covariance Method White Cross-Section*. Berikut hasil pengujiannya.

Tabel 7. Hasil Regresi

Variabel	Koefisien	Prob	Keterangan	Kesimpulan
Konstanta	29,96	0,016	Positif signifikan	-
X1	-0,25	0,922	Tidak signifikan	Hipotesis ditolak
X1*Z	-43,03	0,000	Memperlemah	Hipotesis diterima
X2	3,36	0,000	Positif signifikan	Hipotesis diterima
X2*Z	-16,86	0,000	Memperlemah	Hipotesis diterima
R Square	0,55	-	-	Model Layak
Uji F	-	0,000	-	Model Layak

Sumber: Diolah Peneliti, 2026

Pertama, konstanta signifikan yang mengartikan ketika suku bunga BI, likuiditas saham, interaksi antara suku bunga BI dan likuiditas sama dengan volatilitas pasar bernilai 0 maka *return* saham akan bernilai 0. Kedua, suku bunga BI tidak berpengaruh pada *return* saham. Ketiga, likuiditas saham berpengaruh positif terhadap *return* saham sehingga ketika likuiditas saham naik 1% maka likuiditas saham akan meningkat 3,36%. Ketiga, volatilitas pasar memperlemah dampak suku bunga BI terhadap *return* saham sehingga ketika volatilitas pasar naik 1% maka pengaruh suku bunga BI terhadap *return* saham akan turun sebesar -43,28. Keempat volatilitas pasar memperlemah dampak likuiditas saham terhadap *return* saham sehingga ketika volatilitas pasar naik 1% maka pengaruh likuiditas saham terhadap *return* saham akan turun sebesar -13,5%.

Pengaruh Suku Bunga terhadap *Return* Saham

Hasil pengujian empiris terhadap hipotesis pertama menunjukkan bahwa suku bunga Bank Indonesia tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham sektor keuangan di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020–2024. Dengan demikian, hipotesis pertama (H_1) yang menyatakan adanya pengaruh suku bunga terhadap *return* saham, dinyatakan ditolak. Temuan ini mengindikasikan bahwa fluktuasi pada tingkat suku bunga kebijakan tidak serta-merta diikuti oleh perubahan yang signifikan pada *return* saham sektor keuangan. Hasil penelitian ini selaras dengan studi yang dilakukan oleh Awaludin & Utomo (2026), Fellicia & Widjaja (2023) dan Tampubolon et al. (2025) yang juga mengonfirmasi tidak adanya dampak material dari kebijakan suku bunga terhadap tingkat pengembalian saham. Respon sektor keuangan terhadap instrumen kebijakan moneter cenderung bersifat kompleks dan multidimensi. Meskipun kenaikan suku bunga berpotensi meningkatkan *Net Interest Margin* (NIM) perbankan dalam jangka pendek, dampak positif tersebut sering kali tereduksi oleh kenaikan risiko kredit bermasalah (*Non-Performing Loan*) dalam jangka panjang. Selain itu, pergerakan *return* saham sepanjang periode observasi tampaknya lebih didominasi oleh faktor-faktor kontekstual yang bersifat eksternal dan fundamental, seperti sentimen pasar global, dinamika aliran modal asing, serta performa fundamental masing-masing perusahaan. Kompleksitas interaksi variabel-variabel tersebut menyebabkan pengaruh suku bunga kebijakan tidak bersifat dominan atau berdiri sendiri, sehingga hubungan antara suku bunga Bank Indonesia dengan *return* saham sektor keuangan menjadi tidak signifikan secara statistik.

Pengaruh Likuiditas Saham terhadap *Return* Saham

Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa likuiditas saham, yang diprosikan melalui *Trading Volume Activity* (TVA), berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham sektor keuangan di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024. Hal ini dibuktikan dengan koefisien regresi sebesar 3,36 dan nilai probabilitas sebesar 0,000, sehingga hipotesis kedua (H_2) diterima. Koefisien sebesar 3,36 memberikan implikasi bahwa setiap peningkatan sebesar 1% pada TVA akan berkontribusi terhadap kenaikan *return* saham sebesar 3,36%. Temuan ini memberikan dukungan empiris terhadap *Liquidity Premium Theory*, yang menyatakan bahwa investor cenderung memberikan apresiasi atas kemudahan transaksi dengan memberikan premi berupa *return* yang lebih tinggi pada saham-saham yang memiliki tingkat likuiditas memadai. Saham dengan nilai TVA yang tinggi mencerminkan tingginya minat investor, efisiensi penyerapan informasi di pasar, serta tingkat risiko likuiditas yang lebih rendah. Dilihat dari perspektif mikrostruktur pasar, intensitas TVA yang tinggi juga mengindikasikan *bid-ask spread* yang lebih sempit, sehingga menurunkan biaya transaksi implisit bagi para pelaku pasar. Secara faktual, emiten perbankan berkapitalisasi besar seperti BBKA, BBRI, dan BMRI yang memiliki TVA dominan, secara konsisten menunjukkan performa *return* yang lebih unggul dibandingkan dengan perusahaan keuangan berskala kecil. Hasil penelitian ini selaras dengan studi terdahulu yang dilakukan oleh Rahmadani & Manurung (2024) dan Mourine & Septina (2023).

Peran Moderasi Volatilitas Pasar pada Pengaruh Suku Bunga terhadap *Return* Saham

Hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan bahwa volatilitas pasar terbukti secara signifikan melemahkan pengaruh likuiditas saham terhadap *return* saham. Dengan demikian, hipotesis ketiga (H_3) dinyatakan diterima. Fenomena di mana volatilitas pasar mereduksi dampak kebijakan suku bunga terhadap *return* saham dapat dijelaskan melalui perubahan perilaku investor dalam merespons sinyal ekonomi. Dalam kondisi pasar yang stabil, investor cenderung bersikap rasional dan sensitif terhadap kebijakan moneter; kenaikan suku bunga akan segera direspons dengan penyesuaian ekspektasi *return* negatif akibat peningkatan biaya modal (*discount rate*) serta tekanan terhadap profitabilitas perusahaan.

Namun, ketika volatilitas pasar meningkat secara drastis, tingkat ketidakpastian yang tinggi mendominasi logika pasar, sehingga fokus investor tidak lagi tertuju pada suku bunga sebagai penentu utama fluktuasi harga saham. Lebih lanjut, dalam lingkungan yang volatil, perilaku *herding* dan sentimen spekulatif sering kali mendominasi peran analisis fundamental. Investor cenderung lebih reaktif terhadap kebisingan pasar (*market noise*) serta sentimen jangka pendek dibandingkan dengan sinyal moneter yang bersifat struktural. Hal ini mengakibatkan efektivitas transmisi kebijakan suku bunga terhadap *return* saham menjadi tereduksi oleh gejala volatilitas tersebut. Secara esensial, volatilitas pasar yang tinggi bertindak sebagai peredam (*buffer*) yang melemahkan korelasi langsung antara suku bunga Bank Indonesia dan kinerja *return* saham, karena dinamika pasar yang tidak menentu menyebabkan variabel suku bunga kehilangan daya prediktifnya terhadap keputusan investasi. Argumen ini diperkuat oleh temuan Pratama (2011), Nasraoui et al. (2024), dan Khan et al. (2023). Senada dengan hal tersebut, Febri et al. (2019) dalam konteks pasar modal Indonesia juga menegaskan bahwa kondisi pasar secara signifikan memengaruhi kekuatan hubungan antara suku bunga dan *return* saham pada sektor keuangan.

Peran Moderasi Volatilitas Pasar pada Pengaruh Likuiditas Saham terhadap *Return* Saham

Hasil pengujian hipotesis keempat menunjukkan bahwa volatilitas pasar terbukti secara signifikan memperlemah pengaruh likuiditas saham terhadap *return* saham. Dengan demikian, hipotesis keempat (H_4) dinyatakan diterima. Temuan ini memberikan implikasi empiris yang penting, yakni dalam dimensi *within* perusahaan, pengaruh positif likuiditas terhadap *return* saham menjadi semakin melemah ketika tingkat volatilitas pasar sedang tinggi. Secara teoretis, hasil ini mengindikasikan bahwa dalam kondisi ketidakpastian atau gejolak pasar yang ekstrem, manfaat dari likuiditas tinggi seperti kemudahan memperdagangkan saham dapat bergeser menjadi tekanan jual atau perilaku panik (*panic selling*) yang mereduksi besaran imbal hasil yang diharapkan. Investor pada saham-saham yang likuid menjadi lebih reaktif terhadap sentimen negatif di tengah pasar yang bergejolak, sehingga hubungan searah yang biasanya kuat antara aktivitas volume perdagangan dan *return* saham mengalami degradasi kekuatan di bawah tekanan volatilitas pasar. Hasil penelitian ini memberikan indikasi bahwa volatilitas pasar tidak secara konsisten memoderasi hubungan antara likuiditas dan *return* saham dalam konteks pasar modal Indonesia, sebagaimana didukung oleh Argumen ini diperkuat oleh temuan Pratama (2011), Nasraoui et al. (2024), dan Khan et al. (2023).

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini berhasil menyimpulkan beberapa poin krusial terkait dinamika pasar modal di sektor keuangan selama periode 2020–2024. Pertama, suku bunga Bank Indonesia terbukti tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham, yang mengindikasikan bahwa fluktuasi kebijakan moneter tersebut belum menjadi determinan utama dalam pengambilan keputusan investasi di sektor keuangan. Sebaliknya, likuiditas saham yang diprosikan melalui *Trading Volume Activity* (TVA) menunjukkan pengaruh positif dan signifikan, yang membuktikan bahwa intensitas perdagangan mencerminkan minat investor yang kuat sekaligus menjadi pendorong utama peningkatan *return* saham. Selain itu, temuan menarik muncul dari peran volatilitas pasar yang terbukti secara signifikan memoderasi pengaruh suku bunga terhadap *return* saham; kondisi pasar yang fluktuatif terbukti mampu memperlemah respons investor terhadap perubahan kebijakan moneter karena perhatian pasar lebih terfokus pada ketidakpastian. Namun, peran moderasi tersebut tidak ditemukan pada hubungan antara likuiditas dan *return* saham, di mana volatilitas pasar tidak memengaruhi signifikansi hubungan keduanya. Hal ini menandakan bahwa keterkaitan antara likuiditas dan imbal hasil bersifat struktural dan stabil, sehingga tetap konsisten terlepas dari gejolak volatilitas pasar yang terjadi secara makro.

Berdasarkan temuan yang telah dipaparkan, penelitian ini memberikan beberapa rekomendasi strategis bagi berbagai pihak yang berkepentingan. Bagi para investor di sektor keuangan Bursa Efek Indonesia, disarankan agar senantiasa mencermati arah kebijakan suku bunga Bank Indonesia sebagai indikator fundamental dalam pengambilan keputusan investasi. Selain itu, investor perlu menjadikan tingkat likuiditas saham, yang diukur melalui *Trading Volume Activity* (TVA), sebagai kriteria utama dalam seleksi portofolio, mengingat saham dengan TVA tinggi terbukti secara empiris mampu memberikan *return* yang lebih baik dan konsisten. Bagi manajemen perusahaan sektor keuangan, khususnya perbankan, penelitian ini menyarankan perlunya penguatan manajemen risiko suku bunga melalui strategi *hedging* yang tepat, diversifikasi sumber pendapatan, serta pengelolaan portofolio aset dan liabilitas yang lebih adaptif terhadap dinamika kebijakan moneter. Terakhir, bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk memperluas cakupan variabel independen dengan mengintegrasikan faktor makroekonomi lain seperti inflasi, nilai tukar rupiah, maupun pertumbuhan PDB untuk memperkaya analisis. Perluasan periode observasi, penambahan jumlah sampel dari sub-sektor keuangan yang lebih beragam, serta penggunaan data dengan frekuensi yang lebih tinggi seperti data bulanan atau kuartalan juga sangat dianjurkan. Langkah ini penting untuk menangkap dinamika jangka pendek yang mungkin belum terdeteksi dalam data tahunan, sehingga pemahaman mengenai mekanisme transmisi kebijakan suku bunga dan likuiditas terhadap *return* saham dapat menjadi lebih mendalam, valid, dan komprehensif.

DAFTAR PUSTAKA

- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223–249. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90094-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90094-3)
- Awaludin, M. D. R., & Utomo, R. B. (2026). Pengaruh Volume, Frekuensi Perdagangan, Suku Bunga, Nilai Tukar Terhadap Return Saham Properti dan Real Estate. *EKOMA: Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi*, 5(2), 1216–1226.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2018). *Investments*. McGraw-Hill Education. <https://books.google.co.id/books?id=3QlmvgAACAAJ>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2021). *Fundamentals of Financial Management*. Cengage Learning.
- Charlie Kuncara Jati, & Dorothea Ririn Indriastuti. (2024). Analisis Dampak Volatilitas Pasar, Faktor Fundamental, dan Sentimen Investor terhadap Keputusan Investasi Saham pada Mahasiswa Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Slamet Riyadi Surakarta Tahun 2024. *Lokawati: Jurnal Penelitian Manajemen Dan Inovasi Riset*, 2(5 SE-Articles), 74–82. <https://doi.org/10.61132/lokawati.v2i5.1173>
- Edi, E., & Sarwani, S. (2025). Pengaruh Koneksi Politik dan Militer pada Pengungkapan Green Banking: Studi pada Perbankan Indonesia. *Keizai*, 6(1), 120–134.
- Febri, F., Sri, R., & Fatahurrazak, F. (2019). *PENGARUH INFLASI, SUKU BUNGA DAN DEBT TO EQUITY RATIO TERHADAP RETURN SAHAM DENGAN PROFITABILITAS SEBAGAI VARIABEL INTERVENING PADA PERUSAHAAN PERBANKAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2015-2017*. Universitas Maritim Raja Ali Haji.
- Fellicia, N., & Widjaja, I. (2023). Pengaruh inflasi, nilai tukar dan suku bunga terhadap harga saham perusahaan perbankan. *Jurnal Manajerial Dan Kewirausahaan*, 5(2), 429–437.
- Fitri, C., Aulia, A. P., Oktaperina, R., & Manda, G. S. (2025). Pengaruh perubahan suku bunga terhadap return saham pada perusahaan terdaftar di bursa efek indonesia (2013–2016). *Economic Reviews Journal*, 4(2), 749–761.
- Fitriani, T., Asnawi, S. K., & Hendrian, H. (2022). Pengaruh Kurs Tukar, Dana Asing, dan Volume

- Perdagangan Terhadap Indeks Harga Saham. *Owner: Riset Dan Jurnal Akuntansi*, 6(2), 2145–2155.
- Gu, G., Zhu, W., & Wang, C. (2022). Time-varying influence of interest rates on stock returns: evidence from China. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 35(1), 2510–2529.
- Hartono, J. (2022a). *Portofolio dan analisis investasi: Pendekatan modul (edisi 2)*. Penerbit Andi.
- Hartono, J. (2022b). *Teori portofolio dan analisis investasi*.
- Husnan, S. (2015). Dasar-dasar teori portofolio dan analisis sekuritas (Edisi 5). *UPP STIM YKPN*.
- Hutajulu, D. S., Setiawati, R., & Wediawati, B. (2026). Impact of Growth Opportunities, FinTech, and Intellectual Capital on Banking Stability: The Mediating Role of Financial Performance. *Keizai*, 7(1), 1–26.
- Ikhsan, D. (2026). Analisis Valuasi Saham Bank Digital di Indonesia Menggunakan Model Discounted Cash Flow (DCF)–Free Cash Flow to Equity (FCFE) Sebagai Dasar Keputusan Investasi. *Journal of Accounting and Finance Management*, 6(6), 3315–3325.
- Iradilah, S., & Tanjung, A. A. (2022). Pengaruh Inflasi dan Suku Bunga terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di BEI. *Ekonomi, Keuangan, Investasi Dan Syariah (EKUITAS)*, 4(2), 420–428.
- Ismail, A., Herbenita, H., Desliniati, N., & Andriyati, Y. (2024). *Mengenal investasi di pasar modal: Melalui sekolah pasar modal Bursa Efek Indonesia*. Asadel Liamsindo Teknologi.
- Kesuma, F. (2025). Analisis Return & Risiko Strategi Screening Saham Oleh Youtuber Indonesia. *Keizai*, 6(1), 152–165.
- Khan, A. H., Shah, A., Ali, A., Shahid, R., Zahid, Z. U., Sharif, M. U., Jan, T., & Zafar, M. H. (2023). A performance comparison of machine learning models for stock market prediction with novel investment strategy. *Plos One*, 18(9), e0286362.
- Khang, Q., Kuziak, K., & Hernes, M. (2022). *Stock returns and stock market liquidity: An analysis on Ho Chi Minh Stock Exchange*. 04(December), 30–45.
- Mishkin, F. S. (2007). *The economics of money, banking, and financial markets*. Pearson education.
- Mourine, A., & Septina, F. (2023). Pengaruh inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar, dan struktur modal terhadap return saham perusahaan sektor farmasi. *Jurnal Perspektif*, 21(1), 10–20.
- Nasraoui, M., Ajina, A., & Kahloul, A. (2024). The influence of economic policy uncertainty on stock market liquidity? The mediating role of investor sentiment. *The Journal of Risk Finance*, 25(4), 664–683.
- Nessa, F. A. (2023). Pengaruh Frekuensi Perdagangan, Volume Perdagangan Saham, dan Kapitalisasi Pasar Terhadap Return Saham Syariah pada Perusahaan Jakarta Islamic Index (JII) Tahun 2020–2022: The Effect of Trading Frequency, Stock Trading Volume, and Market Capitalization on Sharia Stock Returns in Jakarta Islamic Index (JII) Companies in 2020–2022. *Majalah Ekonomi*, 28(01), 42–51.
- Pratama, M. A. P. (2011). *Analisis Pengaruh Suku Bunga dan Nilai Tukar Terhadap Volatilitas dan Return Pada Indeks Saham Sektoral di Bursa Efek Indonesia*.
- Rahmadani, P., & Manurung, A. H. (2024). Analisis Pengaruh Volume Perdagangan Terhadap Harga Saham Di Bursa Efek Indonesia. *Cerdika: Jurnal Ilmiah Indonesia*, 4(2), 173–182.
- Sa’adah, E. H., & Setiawan, P. M. A. (2022). Pengaruh Suku Bunga, Kurs, Inflasi, Volume Transaksi, Dan Pelanggan Terhadap Harga Saham. *Contemporary Studies in Economic, Finance and Banking*, 1(2), 206–217.
- Sitinjak, J. M., Xenoglosi, B. G., Parhusip, J. Y., Agusman, I. Y., & Manda, G. S. (2026). Pengaruh

Volatilitas Pasar Saham Terhadap Kinerja Saham Perbankan: Studi Pada Bank BRI Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Administrasi Dan Manajemen*, 16(1), 214–223.

Tampubolon, H. R., Sinaga, S. F., Saragi, K. S., Artono, R. G., Sinaga, R. A. E., Hasugian, C., & Siallagan, H. (2025). PENGARUH TINGKAT SUKU BUNGA TERHADAP HARGA SAHAM BANK BCA DI BEI TAHUN 2023. *JURNAL ILMIAH EDUNOMIKA*, 9(1).

Tandelilin, E. (2017). *Pasar Modal: Manajemen Portofolio & Investasi*. PT KANISIUS.