



Dinamika Faktor Risiko Makroekonomi pada Return Saham Sektor Energi: Pendekatan Arbitrage Pricing Theory

Erna Garnia^{1*}, Tahmat², Pipit Muditya Harjo Singgih³, Siti Riyyan Lisaumi⁴, dan Usep Rendiana⁵

¹ Universitas Sangga Buana; Bandung, Jawa barat; e-mail : erna.garnia@usbypkp.ac.id *

² Universitas Sangga Buana; Bandung, Jawa barat; e-mail : tahmat.ypkp@usbypkp.ac.id

³ Universitas Sangga Buana; Bandung, Jawa barat; e-mail : pmuditya@gmail.com

⁴ Universitas Sangga Buana; Bandung, Jawa barat; e-mail : sitiriyyan@gmail.com

⁵ Universitas Sangga Buana; Bandung, Jawa barat; e-mail : useprendiana6@gmail.com

* Corresponding Author : Erna Garnia

Abstract: The energy sector in Indonesia faces significant exposure to external macroeconomic shocks, yet the understanding of how these risk factors dynamically influence stock returns across different political-economic regimes remains limited. This study investigates the influence of six external factors Global Index, macroeconomic variables, world oil prices, China Index, Arabian Index, and competitive resources on energy sector stock returns during two presidential administrations: Susilo Bambang Yudhoyono (2004-2014) and Joko Widodo (2014-2021). The research employs Arbitrage Pricing Theory (APT) as the theoretical framework to examine whether these macroeconomic risk factors demonstrate regime-dependent pricing dynamics. Using panel data regression analysis on monthly observations spanning 17 years, energy stocks are categorized into high-return and low-return portfolios to assess differential sensitivity across performance groups. The methodology includes best model selection, classical assumption tests, hypothesis testing, and dummy variable analysis to detect regime differences. Results indicate that all six factors simultaneously influence stock returns across both periods. Partial analysis reveals that Global Index, China Index, and Arabian Index significantly affect returns during SBY's administration, while Jokowi's era shows expanded sensitivity including world oil prices alongside previously significant factors. Tests for differential effects between portfolio groups yield mixed results across regimes. The study concludes that while external macroeconomic factors significantly drive energy sector performance, their influence magnitude does not consistently differ between high and low-return groups, suggesting uniform market-wide sensitivity to systematic risk factors regardless of individual stock performance characteristics.

Keywords: Arbitrage Pricing Theory; Energy Sector; Macro Risk Factors; Stock Returns; Indonesian Stock Exchange

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh faktor makro terhadap return saham

subsektor energi di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan kerangka Arbitrage Pricing Theory (APT). Penelitian ini secara khusus mengeksplorasi dinamika risiko sistematis pada dua periode kepemimpinan nasional yang berbeda: Era Susilo Bambang Yudhoyono (2004-2014) dan Joko Widodo (2014-2021). Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan analisis regresi data panel pada observasi bulanan selama 17 tahun. Enam variabel eksternal diuji: Indeks Global, variabel makroekonomi, harga minyak dunia, Indeks Tiongkok, Indeks Arab, dan sumber daya kompetitif. Sampel dibagi menjadi portofolio *high-return* dan *low-return* untuk melihat perbedaan sensitivitas. Pengujian model mencakup pemilihan model terbaik (CEM, REM, FEM) dan analisis variabel dummy untuk mendeteksi perbedaan antar rezim. Hasil penelitian menunjukkan secara simultan, keenam faktor makroekonomi berpengaruh signifikan terhadap return saham energi di kedua periode. Namun, secara parsial terdapat perbedaan sensitivitas: pada era SBY, return saham lebih responsif terhadap

Naskah Masuk: 25 Desember 2025

Revisi: 28 Desember 2025

Diterima: 14 Januari 2026

Terbit: 12 Maret 2026

Ver. Skrg.: 12 Maret 2026



Copyright: © 2026 by the authors.

Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY SA) license (<https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/>)

Indeks Global, Indeks Tiongkok, dan Indeks Arab. Sementara itu, pada era Jokowi, sensitivitas meluas hingga mencakup harga minyak dunia. Menariknya, tidak ditemukan perbedaan pengaruh yang konsisten antara kelompok portofolio *high* dan *low-return*, menunjukkan bahwa risiko makroekonomi bersifat sistematis dan berdampak seragam pada sektor energi tanpa memandang kinerja individu saham. Penelitian ini memberikan kontribusi pada literatur *asset pricing* dengan mengintegrasikan faktor politik-ekonomi (rezim pemerintahan) sebagai variabel pembeda dalam menguji validitas APT di pasar negara berkembang (*emerging market*).

Kata Kunci: *Arbitrage Pricing Theory*; Sektor Energi; Faktor Risiko Makro; Return Saham; Bursa Efek Indonesia

1. Pendahuluan

Investasi saham kini menjadi pilihan instrumen yang populer di kalangan masyarakat karena menawarkan prospek imbal hasil tinggi (*high returns*) yang proporsional dengan eksposur risiko yang harus ditanggung. Dalam upaya mengoptimalkan keputusan investasi dan mengurangi risiko, berbagai model penetapan harga aset telah mendorong perkembangan beragam pendekatan valuasi. Kajian ini memusatkan perhatian pada dinamika return saham dalam industri energi Indonesia, mengingat sektor tersebut memiliki posisi strategis dan tingkat kepekaan yang tinggi terhadap fluktuasi ekonomi global.

Secara historis, hubungan antara return dan risiko telah dijelaskan melalui Capital Asset Pricing Model (CAPM) yang dikembangkan oleh Sharpe pada tahun 1964 dan Lintner pada tahun 1965. CAPM menyatakan bahwa return aset hanya dipengaruhi oleh satu faktor risiko sistematis, yaitu beta pasar. Namun, asumsi CAPM yang terlalu restriktif mendorong munculnya Arbitrage Pricing Theory (APT) oleh Ross pada tahun 1976 sebagai alternatif yang lebih fleksibel. APT memungkinkan dimasukkannya lebih dari satu faktor makroekonomi untuk menentukan return aset, sehingga lebih sesuai untuk pasar modal *emerging market* seperti Indonesia [1].

Return saham sektor energi Indonesia sangat rentan terhadap gejolak faktor eksternal dan kebijakan pemerintah. Literatur menunjukkan hasil yang inkonsisten mengenai pengaruh indeks global [2], [3], variabel makroekonomi [4], [5], harga minyak [6], [7] indeks regional [3], [8], investasi asing [9], dan sumber daya komoditas [10] terhadap kinerja saham energi. Inkonsistensi ini mengindikasikan perlunya pendekatan yang mempertimbangkan konteks temporal dan karakteristik kinerja saham dalam menganalisis sensitivitas sektor energi terhadap faktor risiko makroekonomi.

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan tiga kontribusi kebaruan yang membedakannya dari studi-studi sebelumnya (1) Penelitian ini mengaplikasikan model APT dengan enam faktor risiko eksternal untuk menguji sensitivitas lintas rezim pemerintahan membandingkan periode Susilo Bambang Yudhoyono (2004-2014) dengan Joko Widodo (2014-2021) guna menangkap dinamika *time-varying risk sensitivity* yang belum banyak dieksplorasi dalam konteks pasar modal Indonesia. (2) Penelitian ini mengadopsi pendekatan pengelompokan portofolio berdasarkan kinerja historis (*high-return* vs *low-return*) untuk mengidentifikasi apakah terdapat perbedaan eksposur risiko makroekonomi antar kelompok saham dengan karakteristik return yang berbeda, suatu dimensi analisis yang jarang dilakukan dalam literatur APT domestik. (3) Mengintegrasikan dimensi kebijakan ekonomi politik sebagai variabel pembeda (*regime-dependent analysis*), penelitian ini memperluas pemahaman bahwa koefisien sensitivitas dalam APT tidak bersifat statis, melainkan berevolusi seiring perubahan fundamental kebijakan makroekonomi.

Temuan penelitian ini diharapkan memberikan insights strategis bagi investor dalam mengelola portofolio sektor energi serta kontribusi teoretis dalam pengembangan model *asset pricing* di pasar *emerging market*.

2. Kajian Pustaka

Penelitian ini mengkaji variabel-variabel makroekonomi yang berpotensi memengaruhi fluktuasi return saham sektor energi selama dua era kepemimpinan presiden berbeda di Indonesia. Imbal hasil atau keuntungan saham merupakan hasil akhir yang dipengaruhi oleh sejumlah faktor, baik yang bersifat internal maupun eksternal, seperti indeks pasar global, kondisi makroekonomi domestik, pergerakan harga minyak internasional, indeks bursa China, indeks pasar Arabian, serta ketersediaan sumber daya kompetitif.

Penelitian ini menggunakan pendekatan Arbitrage Pricing Theory (APT) sebagai salah satu metode keseimbangan alternatif yang dikemukakan oleh Ross untuk menilai hubungan antara return dan risiko pada suatu aset [11]. Dalam penelitian ini, faktor-faktor eksternal yang diuji terhadap return saham sektor energi adalah Indeks Global, Makroekonomi, Harga Minyak Dunia, Indeks China, Indeks Arabian, dan Sumber Daya Saing.

Pergerakan indeks saham suatu negara saling berkaitan dengan pergerakan indeks saham di negara sekitarnya. Beberapa hasil penelitian menunjukkan bahwa penurunan indeks Global dapat memberikan dampak negatif bagi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan return saham perusahaan di bursa saham, terutama karena Indonesia mengacu pada perekonomian Amerika dan negara maju lainnya [12]. Pergerakan indeks seperti Dow Jones Index (DJI), Korea Stock Price Composite Index (KOSPI), Tokyo Stock Exchange (Nikkei 225), dan Australian Securities Exchange (ASX) berpengaruh positif terhadap pergerakan IHSG [13].

Kerja sama ekonomi antara Indonesia dan China menyebabkan nilai ekspor-impor didominasi oleh China, dan besarnya kebutuhan China akan bahan tambang di Indonesia berdampak pada kenaikan pendapatan perusahaan pertambangan, sehingga harga saham dan return ikut meningkat. Hasil penelitian terkait Indeks China menunjukkan hasil yang beragam. Ada yang menunjukkan Indeks Hang Seng (yang terkait dengan China) berpengaruh signifikan terhadap IHSG [14], namun ada juga yang menemukan Shanghai Composite Index berpengaruh negatif terhadap pergerakan IHSG [15]. Sedangkan kesepakatan investasi antara pemerintah Indonesia dan Arab Saudi menunjukkan hasil yang bervariasi; ada penelitian yang menyebut berpengaruh positif tidak signifikan terhadap abnormal return dan ada pula yang menunjukkan pasar modal bereaksi positif [16].

Faktor makroekonomi (termasuk nilai tukar rupiah terhadap USD dan harga emas) dapat memengaruhi harga saham pertambangan [17]. Namun, ada juga penelitian yang menunjukkan suku bunga BI rate dan nilai tukar rupiah terhadap USD berpengaruh negatif signifikan terhadap IHSG. Sebaliknya, penelitian lain menemukan bahwa faktor makroekonomi seperti harga emas tidak memberikan pengaruh terhadap return saham di pasar modal, karena masyarakat lebih banyak membeli emas sebagai perhiasan daripada investasi [18].

Harga minyak dunia memengaruhi harga saham sektor pertambangan karena kenaikan harga minyak memicu perusahaan sektor pertambangan menaikkan keuntungan [19]. Namun, terdapat juga hasil penelitian yang menyatakan harga minyak dunia tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham pertambangan [20]. Sumber daya saing suatu negara dapat dilihat dari melimpahnya energi yang dihasilkan. Sebagai negara dengan sumber daya nikel terbesar kedua di dunia, permintaan nikel akan memengaruhi harga nikel dan berdampak pada indeks sektor pertambangan di Indonesia [21].

3. Metode

Pendekatan deskriptif verifikatif pada penelitian ini dengan data sekunder meliputi data bulanan saham emiten yang tergolong dalam sektor energi serta tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) sepanjang rentang waktu kajian. Rentang waktu observasi mencakup periode 17 tahun, dimulai dari Oktober 2004 sampai dengan Oktober 2021. Melalui kriteria seleksi sampel yang ditetapkan, diperoleh 9 emiten yang memenuhi persyaratan. Data imbal hasil saham selanjutnya dikategorisasi berdasarkan era kepemimpinan sebagaimana disajikan dalam Gambar 1.

Tingkat Return ↓	Susilo Bambang Yudhoyono (SBY: 2004-2014)	Joko Widodo (JKW: 2014-2021)
Return Tinggi (High Returns)	Kelompok 1 Return Tinggi SBY •	Kelompok 3 Return Tinggi JKW •
Return Rendah (Low Returns)	Kelompok 2 Return Rendah SBY •	Kelompok 4 Return Rendah JKW •

Gambar 1 Kelompok Return

Pendekatan analisis dalam penelitian ini meliputi: uji asumsi, pemilihan model regresi terbaik, analisis regresi linier berganda, uji hipotesis (simultan dan parsial) dan koefisien determinasi dan uji beda pengaruh menggunakan variabel dummy dengan menggunakan model regresi linier berganda dan model uji beda pengaruh menggunakan variabel dummy. Persamaan (1) digunakan untuk menghitung pengaruh faktor-faktor independen (X_n) terhadap variabel dependen (Y_{it}) melalui model regresi linier berganda data panel dengan variabel Indeks Global (X_1), Makroekonomi (X_2), Harga Minyak Dunia (X_3), Indeks China (X_4), Indeks Arabian (X_5), dan Sumber Daya Saing (X_6), adapun persamaan uji beda pengaruh variabel dummy pada persamaan (2):

$$Y_{it} = a + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \beta_n X_{nit} + e_{it} \quad (1)$$

$$Y = b_0 + b_1 X_1 + b_2 X_2 + \dots + b_n X_n + b(n+1)D + b(n+2)D.X_1 + b(n+3)D.X_2 + \dots + b(2n+1)D.X_n \quad (2)$$

4. Hasil dan Pembahasan

Berdasarkan perhitungan mean, data dikelompokkan menjadi 4 kelompok return yang terdiri dari kelompok return tinggi SBY, return rendah SBY, return tinggi JKW, dan return rendah JKW. Nilai mean untuk masa kepemimpinan SBY sebesar 0.027424 dengan 5 saham termasuk return tinggi dan 4 saham return rendah. Adapun nilai mean untuk kelompok saham di masa kepemimpinan JKW sebesar 0.011933 dengan 6 saham termasuk return tinggi dan 3 saham return rendah. Tabel 1 menunjukkan hasil uji normalitas dari 4 kelompok return.

Tabel 1. Ringkasan Hasil Uji Normalitas

Keterangan	Nilai Prob. Jb	Nilai Probability	Asumsi
Return Tinggi SBY	4.356771	0.113224	Terdistribusi Normal
Return Rendah SBY	3.749173	0.153418	Terdistribusi Normal
Return Tinggi JKW	4.837052	0.089053	Terdistribusi Normal
Return Rendah JKW	4.582746	0.101128	Terdistribusi Normal

Sumber: Data olahan

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas setiap kelompok menunjukkan bahwa nilai Centered VIF dari setiap variabel memiliki nilai $< 10,00$ yang artinya menunjukkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas pada model penelitian. Tabel 2 menunjukkan hasil uji heteroskedastisitas dari setiap kelompok return.

Tabel 2. Ringkasan Hasil Uji Heteroskedastisitas

Keterangan	Nilai Prob. Chi-Square	Asumsi
<i>Return</i> Tinggi SBY	0.9816 > 0,05	Tidak Terjadi Hetero
<i>Return</i> Rendah SBY	0.2744 > 0,05	Tidak Terjadi Hetero
<i>Return</i> Tinggi JKW	0.7606 > 0,05	Tidak Terjadi Hetero
<i>Return</i> Rendah JKW	0.0754 > 0,05	Tidak Terjadi Hetero

Sumber: Data olahan

Untuk mendeteksi autokorelasi pada data penelitian ini menggunakan uji durbin-watson dengan persamaan (3). Tabel 3 menunjukkan hasil analisis regresi setiap kelompok.

$$dU < dw < (4 - dL) \quad (3)$$

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Kelompok	Model Regresi	Pengaruh Faktor Makro Terhadap <i>Return</i> Saham Sektor Energi					
		Indeks Global	Makroekonomi	Harga Minyak Dunia	Indeks China	Indeks Arabian	Sumber Daya Saing
<i>Return</i> Tinggi SBY	<i>Random Effect</i>	Positif	Negatif	Positif	Positif	Positif	Negatif
<i>Return</i> Rendah SBY	<i>Common Effect</i>	Positif	Negatif	Negatif	Positif	Positif	Negatif
<i>Return</i> Tinggi JKW	<i>Common Effect</i>	Positif	Positif	Positif	Positif	Positif	Positif
<i>Return</i> Rendah JKW	<i>Common Effect</i>	Positif	Negatif	Positif	Positif	Positif	Positif

Sumber: Data olahan

Berdasarkan hasil analisis koefisien determinasi, return tinggi SBY memiliki nilai R-Squared sebesar 13% variasi return dapat dijelaskan oleh variabel independent sedangkan return rendah SBY memiliki nilai R-Squared 26%. Return tinggi JKW memiliki nilai R-Squared 16%, dan return rendah JKW memiliki nilai R-Squared 17%.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada masa pemerintahan Susilo Bambang Yudhoyono, enam faktor risiko sistematis yang diuji secara bersama-sama menentukan pergerakan return saham di sektor energi ($p\text{-value} < 0,05$). Fenomena serupa teramati pada era Joko Widodo, di mana nilai F-statistik pada kelompok return tinggi (14,393) dan rendah (7,957) melampaui nilai kritis F-tabel (2,250). Temuan ini mengindikasikan validitas model APT dalam menjelaskan variansi return secara simultan. Hasil uji parsial pada setiap kelompok return tinggi dan return rendah pada kepemimpinan SBY dapat dilihat pada Tabel 5, sedangkan untuk hasil uji hipotesis parsial kelompok return tinggi dan return rendah pada kepemimpinan JKW dapat dilihat pada Tabel 6.

Tabel 5. Hasil Uji Parsial Masa Kepemimpinan SBY

	<i>Return</i> Tinggi SBY		<i>Return</i> Rendah SBY	
	Nilai	Keterangan	Nilai	Keterangan
Indeks Global	7.849469 > 1,97190	berpengaruh positif	8.932336 > 1,97190	berpengaruh positif
Makroekonomi	-1.545338 < 1,97190	tidak berpengaruh	-2.555307 < 1,97190	Berpengaruh negatif

		<i>Return Tinggi</i>		<i>Return Rendah</i>	
		SBY		SBY	
		Nilai	Keterangan	Nilai	Keterangan
Harga Minyak Dunia		0.388404 < 1,97190	tidak berpengaruh	-1.578330 < 1,97190	Tidak berpengaruh
Indeks China		2.475952 > 1,97190	berpengaruh positif	5.492709 > 1,97190	berpengaruh positif
Indeks Arabian		1.571967 < 1,97190	tidak berpengaruh	4.547499 > 1,97190	berpengaruh positif
Sumber Daya Saing		-0.514809 < 1,97190	tidak berpengaruh	-0.686329 < 1,97190	tidak berpengaruh

Sumber: data olahan

Tabel 6. Hasil Uji Parsial Masa Kepemimpinan JKW

		<i>Return Tinggi</i>		<i>Return Rendah</i>	
		JKW		JKW	
		Nilai	Keterangan	Nilai	Keterangan
Indeks Global		7.605828 > 1,97190	berpengaruh positif	6.221090 > 1,97190	berpengaruh positif
Makroekonomi		0.457619 < 1,97190	tidak berpengaruh	-0.510864 < 1,97190	tidak berpengaruh
Harga Minyak Dunia		2.249132 > 1,97190	berpengaruh positif	2.971097 > 1,97190	berpengaruh positif
Indeks China		2.287708 > 1,97190	berpengaruh positif	2.565677 > 1,97190	berpengaruh positif
Indeks Arabian		3.840571 > 1,97190	Berpengaruh positif	0.662049 < 1,97190	tidak berpengaruh
Sumber Daya Saing		0.186957 < 1,97190	tidak berpengaruh	0.918313 < 1,97190	tidak berpengaruh

Sumber: data olahan

Untuk dapat mengetahui perbedaan pengaruh faktor makro terhadap return saham, dilakukan pengujian dengan membandingkan kedua masa kepemimpinan. Tabel 7 menunjukkan hasil uji beda pengaruh faktor makro terhadap kelompok return tinggi dan return rendah pada kepemimpinan SBY dan JKW. Tabel 8 menunjukkan hasil uji beda pengaruh kelompok return tinggi SBY dengan return tinggi JKW dan hasil uji beda pengaruh faktor makro terhadap kelompok return rendah SBY dengan return rendah JKW.

Tabel 7. Uji Beda Pengaruh Kelompok Return Tinggi dan Return Rendah SBY dan JKW

Faktor	<i>Return Tinggi dengan Return Rendah SBY</i>	<i>Return Tinggi dengan Return Rendah JKW</i>
	Nilai	Nilai
Indeks Global	0.743304 > 0,05	0.738983 > 0,05
Makroekonomi	0.716160 > 0,05	0.531118 > 0,05
Harga Minyak Dunia	0.216111 > 0,05	0.454174 > 0,05
Indeks China	0.1869955 > 0,05	0.703481 > 0,05
Indeks Arabian	0.225328 > 0,05	0.064791 > 0,05
Sumber Daya Saing	0.942765 > 0,05	0.612718 > 0,05

Tabel 8 Uji Beda Pengaruh Kelompok Return Tinggi SBY dengan Return Tinggi JKW dan Kelompok Return Rendah SBY dengan Return Rendah JKW

Faktor	Return Tinggi SBY dengan Return Tinggi JKW	Return Rendah SBY dengan Return Rendah JKW
	Nilai	Nilai
Indeks Global	0.265306 > 0,05	0.309897 > 0,05
Makroekonomi	0.323220 > 0,05	0.831514 > 0,05
Harga Minyak Dunia	0.096999 > 0,05	0.000204 < 0,05
Indeks China	0.517733 > 0,05	0.823085 > 0,05
Indeks Arabian	0.005638 < 0,05	0.469820 > 0,05
Sumber Daya Saing	0.743076 > 0,05	0.241944 > 0,05

Sumber: Data olahan

Hasil uji beda menunjukkan nilai p-value > 0,05, yang mengindikasikan bahwa pengaruh faktor eksternal terdistribusi secara merata tanpa adanya perbedaan signifikan antara kelompok yang diteliti.

Terdapat penelitian yang menggunakan APT untuk menganalisis return saham syariah secara umum, sedangkan penelitian ini secara spesifik menganalisis sektor energi dengan membandingkan dua periode kepemimpinan yang berbeda. Pendekatan komparatif ini memberikan perspektif baru tentang bagaimana perubahan kebijakan pemerintah mempengaruhi sensitivitas sektor energi terhadap faktor makro, penelitian lain menemukan bahwa bursa saham global berpengaruh positif terhadap IHSG. Temuan penelitian ini konsisten dengan hasil tersebut, dimana indeks Global secara konsisten berpengaruh positif terhadap return saham sektor energi pada kedua periode kepemimpinan.

Namun, penelitian ini memberikan analisis yang lebih mendalam dengan mengkategorikan return menjadi tinggi dan rendah, sehingga dapat mengidentifikasi perbedaan sensitivitas antar kelompok saham. Mengenai pengaruh harga minyak dunia, terdapat penelitian menemukan bahwa harga minyak dunia berpengaruh terhadap indeks harga saham industri pertambangan. Temuan penelitian ini memberikan nuansa berbeda, dimana harga minyak dunia berpengaruh signifikan pada masa kepemimpinan JKW tetapi tidak pada masa kepemimpinan SBY, khususnya untuk kelompok return rendah.

Hal ini menunjukkan bahwa komposisi perusahaan dalam sampel (batubara vs minyak) mempengaruhi sensitivitas terhadap harga minyak dunia. Terdapat hasil penelitian yang menunjukkan bahwa harga minyak dunia tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham pertambangan berbeda dengan temuan penelitian ini pada periode JKW. Perbedaan ini kemungkinan disebabkan oleh perbedaan periode penelitian dan komposisi sampel perusahaan.

Dari perspektif integrasi pasar modal global, temuan penelitian ini menunjukkan hipotesis bahwa pasar modal Indonesia, khususnya sektor energi, telah mengalami integrasi yang signifikan dengan pasar keuangan internasional. Pengaruh konsisten dan signifikan dari Indeks Global (DJI, KOSPI, Nikkei 225, ASX) dan Indeks China (Hang Seng, Shanghai Composite) pada kedua periode kepemimpinan mengindikasikan tingginya derajat co-movement antara return saham energi Indonesia dengan pergerakan pasar regional dan global. Fenomena ini sejalan dengan teori international asset pricing yang menyatakan bahwa proses liberalisasi keuangan dan integrasi ekonomi regional telah mengurangi segmentasi pasar (market segmentation) dan meningkatkan transmisi shock lintas negara. Secara khusus, dominasi pengaruh Indeks China mencerminkan realitas ekonomi dimana China merupakan mitra dagang utama Indonesia dan konsumen terbesar komoditas energi Indonesia, sehingga sentimen pasar China langsung ditransmisikan ke valuasi saham energi domestik melalui mekanisme trade linkages dan investor sentiment contagion.

Ekspansi sensitivitas terhadap harga minyak dunia pada era JKW yang tidak signifikan sedangkan pada era SBY memberikan bukti bahwa integrasi pasar modal bersifat dinamis dan progresif, dimana exposure terhadap faktor risiko global meningkat seiring dengan semakin terintegrasinya ekonomi domestik ke dalam rantai nilai global (global value chain).

Temuan pada penelitian ini adalah tidak ditemukannya perbedaan pengaruh yang konsisten antara kelompok *high-return* dan *low-return* terhadap faktor-faktor makroekonomi. Secara konseptual, hal ini mengindikasikan bahwa risiko makroekonomi dalam sektor energi bersifat sistematis dan berdampak seragam (*market-wide systematic risk*), sehingga tidak dapat dimitigasi melalui pemilihan saham individual berdasarkan kinerja historis. Dengan kata lain, karakteristik nilai perusahaan seperti ukuran, profitabilitas, atau track record return tidak memberikan proteksi terhadap gejolak faktor eksternal.

Implikasi praktisnya adalah bahwa investor yang berinvestasi di sektor energi Indonesia, terlepas dari memilih saham *blue-chip* berkinerja tinggi atau saham dengan return rendah, akan menghadapi eksposur risiko makroekonomi yang relatif sama. Temuan ini memperkuat argumen fundamental dalam teori APT bahwa *systematic risk factors* tidak dapat dieliminasi melalui diversifikasi dalam satu sektor, dan menegaskan perlunya strategi *hedging* berbasis makroekonomi (seperti *currency hedging* atau *commodity derivatives*) untuk mengelola risiko portofolio sektor energi secara efektif.

5. Kesimpulan

Penelitian ini menganalisis pengaruh enam faktor makroekonomi terhadap return saham sektor energi Indonesia pada periode kepemimpinan SBY (2004-2014) dan JKW (2014-2021) menggunakan Arbitrage Pricing Theory. Temuan utama menunjukkan bahwa keenam faktor secara simultan berpengaruh signifikan pada kedua periode, namun dengan sensitivitas yang berbeda: era SBY didominasi oleh indeks Global, China, dan Arabian, sementara era JKW menunjukkan ekspansi sensitivitas termasuk harga minyak dunia. Tidak ditemukan perbedaan eksposur risiko antara portofolio high-return dan low-return, mengindikasikan risiko makroekonomi bersifat sistematis dan seragam. Implikasi praktis: investor perlu menerapkan strategi hedging makroekonomi karena diversifikasi dalam sektor tidak efektif mengurangi risiko sistematis. Pembuat kebijakan perlu memperkuat ketahanan sektor keuangan terhadap gejolak eksternal mengingat tingginya integrasi pasar modal Indonesia dengan pasar global.

Daftar Pustaka

- [1] G. Gusni and S. Riantani, "Penggunaan Arbitrage Pricing Theory Untuk Menganalisis Return Saham Syariah," *Ultim. Manag. J. Ilmu ...*, 2017, [Online]. Available: <https://ejournals.umh.ac.id/index.php/manajemen/article/view/598>.
- [2] Samsul Anwar, Lisa Kustina, and Fitri Kaniawati, "Pengaruh Bursa Saham Global Syariah Terhadap Jakarta Islamic Index Periode Tahun 2015-2017," *J. Investasi*, vol. 4, no. 2, p. 13, 2018, doi: 10.31943/investasi.v4i2.7.
- [3] V. Hartantio and Y. Yusbardini, "Pengaruh Berbagai Indeks Saham Asia terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Tahun 2015-2019," *J. Manajerial Dan Kewirausahaan*, vol. 2, no. 4, p. 1096, 2020, doi: 10.24912/jmk.v2i4.9895.
- [4] K. Ali, D. R. Sari, and R. Putri, "Pengaruh Inflasi Nilai Tukar Rupiah Dan Harga Emas Dunia Terhadap Indeks Harga Saham Pertambangan Pada Bursa Efek Indonesia (Periode Tahun 2016-2018)," *J. Bisnis Darmajaya*, vol. 5, no. 2, pp. 90–113, 2019.
- [5] A. Aditya, B. M. Sinaga, and T. A. Maulana, "Pengaruh Indeks Bursa Luar Negeri, Indikator Makroekonomi dan Krisis Ekonomi Global Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di Indonesia," *J. Apl. Bisnis dan Manaj.*, vol. 4, no. 2, pp. 284–295, 2018, doi: 10.17358/jabm.4.2.284.
- [6] Y. I. Ningsih and M. Muthmainnah, "Pengaruh Inflasi, Kurs, Suku Bunga, dan Harga Minyak Dunia Terhadap Indeks Harga Saham Industri Pertambangan di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2015," *Ekon. J. Econ. Bus.*, vol. 3, no. 1, p. 18, 2019, doi: 10.33087/ekonomis.v3i1.52.
- [7] T. Shabrina Maulinda, "Pengaruh Harga Minyak Dunia, Nilai Tukar, Inflasi, Suku Bunga Sbi, Indeks Dow Jones, Dan Indeks Nikkei 225 Terhadap Indeks Sektor Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Bei) Periode 2011-2017," *J. Ilmu*

- Manaj.*, vol. 6, no. 3, pp. 314–322, 2018.
- [8] D. Oktarina, “Pengaruh beberapa indeks saham global dan indikator makroekonomi terhadap pergerakan IHSG,” 2016, doi: 10.14414/jbb.v5i2.554.
- [9] K. Wijaya and H. Gunawan, “REAKSI PASAR MODAL INDONESIA TERHADAP KESEPAKATAN INVESTASI ANTARA PEMERINTAH INDONESIA DENGAN PEMERINTAH ARAB SAUDI,” *J. Appl. Bus. Adm.*, vol. 3, no. 2, pp. 306–316, Nov. 2019, doi: 10.30871/JABA.V3I2.1494.
- [10] A. Fardiansyah, V. Siagian, and P. Sihombing, “DETERMINAN INDEKS SEKTOR PERTAMBANGAN DI BEI PERIODE 2012 – 2017,” *Pros. Semin. Nas. CENDEKLAWAN*, vol. 2, pp. 847–852, Oct. 2018, doi: 10.25105/SEMNAS.V0I0.3350.
- [11] S. A. Ross, “The arbitrage theory of capital asset pricing,” *J. Econ. Theory*, vol. 13, no. 3, pp. 341–360, 1976, doi: 10.1016/0022-0531(76)90046-6.
- [12] S. Olivia Nellawati and Y. Isbanah, “Analisis Pengaruh Faktor Internal Dan Faktor Eksternal Terhadap Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (Ihsg) Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012 – 201,” *J. Ilmu Manaj.*, vol. 7, no. 1, pp. 113–123, 2019, [Online]. Available: <https://jurnalmahasiswa.unesa.ac.id/index.php/jim/article/view/25167>.
- [13] W. Widodo, “ANALISIS PENGARUH INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN REGIONAL ASIA TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN INDONESIA,” *EkBis J. Ekon. dan Bisnis*, vol. 1, no. 2, pp. 148–164, 2017, doi: <https://doi.org/10.14421/EkBis.2017.1.2.1016>.
- [14] F. Wibowo, R. Arifati, and K. Raharjo, “ANALISIS PENGARUH TINGKAT INFLASI, SUKU BUNGA SBI, NILAI TUKAR US DOLLAR PADA RUPIAH, JUMLAH UANG BEREDAR, INDEKS DOW JONES, INDEKS NIKKEI 225, DAN INDEKS HANGSENG TERHADAP PERGERAKAN INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN (IHSG) PERIODE TAHUN 2010-2014,” *J. Account.*, vol. 2, no. 1, 2016.
- [15] R. D. Tarigan, Suhadak, and Topowijono, “Pengaruh Indeks Harga Saham Global Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (Ihsg) Studi Pada Bursa Efek Indonesia (Bei),” *J. Adm. Bisnis*, vol. 24, no. 1, pp. 126–135, 2015.
- [16] L. Kustina and A. S. Rakhmat, “Indonesia Sharia Stock Index and Global Sharia Stock Index,” *J. Ilm. Manaj. dan Bisnis*, vol. 21, no. 1, pp. 20–27, Apr. 2020, doi: 10.30596/jimb.v21i1.3838.
- [17] S. Nurhasanah, P. A. Puri, and R. A. Wilis, “PENGARUH HARGA MINYAK DUNIA, HARGA EMAS DUNIA, TINGKAT INFLASI, KURS RUPIAH, INDEKS DOW JONES DAN INDEKS SHANGHAI COMPOSITE TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN YANG TERDAFTAR DIBURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2015-2019,” *J. Ilm. MEA (Manajemen, Ekon. dan Akuntansi)*, vol. 5, no. 3, pp. 2935–2949, 2021, doi: <https://doi.org/10.31955/mea.vol5.iss3.pp2935-2949>.
- [18] H. Hamzah, D. Valeriani, and A. Yusufany, “Pengaruh variabel Makro Ekonomi terhadap indeks harga saham LQ-45 di Bursa Efek Indonesia,” *SOROT J. Ilmu-ilmu Sos.*, vol. 16, no. 2, pp. 85–98, 2021, doi: <https://doi.org/10.31258/sorot.16.2.85-98>.
- [19] R. Desitania, “Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Return Saham Kelompok Sektoral yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia,” *J. Ilmu Manaj. dan Bisnis*, vol. 12, no. 2, 2021.
- [20] F. Raraga, M. Chabachib, and H. Muharam, “Analisis Pengaruh Harga Minyak Dan Harga Emas Terhadap Hubungan Timbal-Balik Kurs Dan Indeks Harga Saham Gabungan (Ihsg) Di Bursa Efek Indonesia (Bei) 2000 -2013,” *J. Bisnis Strateg.*, vol. 21, no. 1, pp. 72–94, 2012, doi: 10.14710/jbs.21.1.72-94.
- [21] E. W. Z. Prastyo and L. Sertiartiti, “Analisis determinasi harga komoditas pertambangan terhadap indeks mining di IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) periode Januari 2016 - Agustus 2017,” *J. Econ. Res. Soc. Sci.*, vol. 2, no. 1, pp. 13–22, 2018.